EUROPEES PARLEMENT 2009 - 2014

*Zittingsdocument*

**A7-0326/2010**

16.11.2010

# VERSLAG

over regelgeving inzake handel in financiële instrumenten - "dark pools", enz.
2010/2075(INI).

Commissie economische en monetaire zaken

Rapporteur: Kay Swinburne

## INHOUD

**Bladzijde**

ONTWERPRESOLUTIE VAN HET EUROPEES PARLEMENT.....3

TOELICHTING.....12

UITSLAG VAN DE EINDSTEMMING IN DE COMMISSIE .....16

## ONTWERPRESOLUTIE VAN HET EUROPEES PARLEMENT

**over regelgeving inzake handel in financiële instrumenten - "dark pools", enz. 2010/2075(INI).**

*Het Europees Parlement*,

– gelet op Richtlijn 2004/39/EG betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID)[1],

– gelet op Richtlijn 2003/6/EG betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)[2],

– gezien de G20-verklaringen van 2 april 2009 in Londen, van 25 september 2009 in Pittsburgh en van 26 en 27 juni 2010 in Toronto,

– gezien het technische advies van het CEER aan de Europese Commissie in het kader van de MiFID-herziening – aandelenmarkten (ref.: CESR/10-394),

– gezien het technische advies van het CEER aan de Europese Commissie in het kader van de MiFID-herziening – melding van transacties (ref.: CESR/10-292),

– gezien het technische advies van het CEER aan de Europese Commissie in het kader van de MiFID-herziening – beleggersbescherming en tussenpersonen (ref.: CESR/10-417),

– gezien de door het CEER gelanceerde raadpleging inzake microstructurele aspecten van de Europese aandelenmarkten (ref.: CESR/10-142),

– gezien het rapport aan de Franse minister van Economie, industrie en werkgelegenheid over de MiFID-herziening van februari 2010,

– gezien het raadplegingsrapport van de IOSCO over beleidsmaatregelen inzake rechtstreekse elektronische toegang van februari 2009,

– gezien de aanbevelingen van de IOSCO en het CPSS inzake centrale tegenpartijen van november 2004,

– gezien de vragenlijst van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission over de structuur van de aandelenmarkt (nr. 34-61358; dossier nr. S7-02-10),

– gezien het technische advies dat het CEER in het kader van de MiFID-herziening aan de Europese Commissie heeft uitgebracht en de reacties op het verzoek om aanvullende informatie van de Europese Commissie (Ref: CESR/10-802, Ref: CESR/10-799, Ref: CESR/10-808, Ref: CESR/10-859, Ref: CESR/10-860),

– gelet op artikel 48 van zijn Reglement,

– gezien het verslag van de Commissie economische en monetaire zaken (A7-0326/2010),

[1] PB L 145 van 30.4.2004, blz. 1.
[2] PB L 96 van 12.4.2003, blz. 16.

A. overwegende dat er volgens de G20 voor geen enkele financiële instelling, geen enkel financieel product en geen enkel grondgebied ruimte mag zijn om zich te kunnen onttrekken aan een solide regelgeving en een doeltreffend toezicht en dat de G20 hebben afgesproken dat alle gestandaardiseerde OTC-derivatencontracten waar mogelijk op beurzen of via elektronische handelsplatformen moeten worden verhandeld,

B. overwegende dat het gebrek aan transparantie in het financiële bestel en het daarmee gepaard gaande ondoorzichtige karakter van de risicopatronen de financiële crisis nog hebben verergerd, de sfeer van algemeen wantrouwen in de hand hebben gewerkt en daardoor hebben bijgedragen tot een drastische vermindering van de liquiditeitsstromen,

C. overwegende dat consumentenbescherming, transparantie, met name ten aanzien van het prijsvormingsproces, doeltreffende en liquide markten en gelijke mededingingsvoorwaarden de voornaamste doelstellingen waren toen de MiFID in werking trad, maar dat deze nog niet zijn verwezenlijkt en daarom nog steeds als prioritair moeten worden aangemerkt; overwegende dat na de financiële crisis bij de herziening van de MiFID ook het beperken van systeemrisico's voorrang moet krijgen,

D. overwegende dat bij aanpassingen in de MiFID altijd rekening moet worden gehouden met het belang van deze richtlijn voor de aansturing van de kapitaaltoestroom naar de reële economie en dus met het potentiële effect daarvan op werkgelegenheid, investeringen en pensioenen,

E. overwegende dat 40% van het handelsvolume nog steeds nog steeds buiten de beurs om wordt verhandeld; overwegende dat marktdeelnemers moeten worden aangemoedigd hun transacties meer via georganiseerde handelsplatformen af te handelen,

F. overwegende dat de opneming in de MiFID van ontheffingen van de regels inzake pretransactionele transparantie en de instelling van MTF's en dark pools waren bedoeld om een verlegging van de handel naar beter gereglementeerde en transparantere handelsplatformen te helpen bewerkstelligen;

G. overwegende dat in de MiFID OTC-handel wordt gedefinieerd als een bijzondere en irreguliere vorm van handel met grootzakelijke tegenpartijen, die deel uitmaakt van een zakelijke relatie die zelf wordt gekenmerkt door transacties die boven de gemiddelde marktomvang uitkomen en buiten de systemen om worden uitgevoerd welke door de betrokken firma doorgaans worden gebruikt in het kader van haar systematische interne afhandelingsactiviteiten,

H. overwegende dat de MiFID weliswaar voorziet in ontheffingen waarbij handel in dark pools op georganiseerde markten, de instelling van MTF's en systemen voor systematische interne afhandeling (SI's) zijn toegestaan, en dat hierin OTC-transacties weliswaar als irreguliere en bijzondere operaties worden aangemerkt, maar dat buiten SI-systemen om uitgevoerde OTC-transacties volgens CEER/10-394 desalniettemin nog altijd goed zijn voor niet minder dan 38% van alle aangemelde aandelentransacties, en dat dit percentage sinds de invoering van de MiFID niet is gedaald; overwegende dat derhalve strenger en effectiever moet worden toegezien op de naleving van de MiFID-regels en -ontheffingen,

I. overwegende dat de fragmentatie van de aandelenhandel een ongewenste weerslag heeft

gehad op de liquiditeit en de efficiëntie van de markt door een vermindering van de transparantie ten gevolge van de toename van het aantal dark pools en elektronische handelsplatformen, het grotere aantal handelsplatformen, zowel binnen als buiten de beurzen, en de toenemende vertechnologisering van de handel en dat deze fragmentatie tevens de gemiddelde omvang van de uitgevoerde transacties aanzienlijk heeft doen teruglopen, namelijk van 22.266 euro in 2006 naar 9.923 euro in 2009, waardoor de totale transactiekosten voor sommige gebruikers zijn gestegen,

J. overwegende dat de afgenomen omvang van de transacties heeft geleid tot een verminderde capaciteit van de marktdeelnemers om grotere orders op een bepaalde markt onmiddellijk uit te voeren en dat de wens om het markteffect van grote orders te neutraliseren de uitbreiding van de handel via dark pools in de hand heeft gewerkt; overwegende dat bij minder dan 10% van alle via de georganiseerde markten binnen de EER verrichte handel in aandelen gebruik wordt gemaakt van de uit hoofde van de MiFID toegestane mogelijkheden tot ontheffing van de regels inzake pretransactionele transparantie (CESR/10-394); overwegende dat deze MiFID-ontheffingen handel via dark pools toestaan bij wijze van een transparanter en beter gereglementeerd alternatief voor OTC-handel in dark pools, maar overwegende dat het ontbreken van afdoende regelgeving voor OTC-transacties, met inbegrip van broker crossing networks, een concurrentievoordeel voor de OTC-ruimte oplevert en een toename van de niet-transparante handel stimuleert waardoor de markttransparantie in het algemeen wordt ondermijnd; overwegende dat in totaal circa de helft van de transacties thans niet vallen onder de pretransactionele transparantie-eisen, maar dat de helft van de OTC-transacties onder de gemiddelde marktomvang liggen en dat derhalve bescherming tegen het potentiële markteffect daarvan overbodig is,

K. overwegende dat de broker crossing networks (BCN's) met het oog op gelijke concurrentievoorwaarden aan een grondig onderzoek van hun bedrijfsmodellen moeten worden onderworpen om ervoor te zorgen dat, wanneer zij diensten aanbieden en dus voornamelijk functioneren als gereglementeerde markten (RM's), multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) of systematische interne afhandelaars, zij ook als zodanig worden gereglementeerd,

L. overwegende dat de voordelen van concurrentie in de zin van een meer concurrentiebestendige en meer op innovatie gerichte handelsinfrastructuur niet zijn aangetoond, aangezien de totale transactiekosten niet zijn verminderd, de ondoorzichtigheid nog verder is toegenomen, en het tegelijkertijd duidelijk is dat de kwaliteit en integriteit voor alle deelnemers op een steeds gefragmenteerdere markt niet adequaat zijn gewaarborgd,

M. overwegende dat het, aangezien HFT beweert de financiële markten van liquiditeit te voorzien, nuttig zou zijn om na te gaan of er risico's verbonden zijn aan elektronische orderverwerkingssystemen en aan de forse volumepercentages die worden omgezet via HFT-strategieën en waarvan de omvang in de VS wordt geraamd op 70%, met name op grond van de conclusies van de Securities and Exchange Commission over de "flash crash" die zich op 6 mei 2010 in de VS voltrok, toen HFT-liquiditeitsverschaffers zich uit de markt terugtrokken,

N. overwegende dat HFT-strategieën in Europa een betrekkelijk nieuw fenomeen zijn en momenteel op 35% van het marktvolume worden geschat;

O. overwegende dat in alle categorieën activa een grotere transparantie middels de pre- en posttransactionele melding van handelsactiviteiten moet worden bewerkstelligd om een vroegtijdiger signalering te kunnen waarborgen van zich potentieel ontwikkelende problemen en de omvang daarvan, alsmede om de doeltreffendheid van het prijsvormingsproces en het vertrouwen tussen marktdeelnemers te vergroten;

P. overwegende dat in de op 24 en 25 september 2009 door de G20 in Pittsburgh genomen besluiten is bepaald dat "alle gestandaardiseerde OTC-derivatencontracten op beurzen of elektronische handelsplatformen moeten worden verhandeld",

Q. overwegende dat implementatieverschillen tussen de lidstaten hebben geresulteerd in een onvolledige toepassing van de MiFID-regulering,

**MiFID-handelsplatformen**

1. constateert dat de marktinfrastructuren de crisis goed blijken te hebben doorstaan, maar dringt er bij de Commissie niettemin op aan de marktinfrastructuren op alle handelsplatformen en in alle clearingsystemen te versterken, zodat deze dankzij meer transparantie, een groter weerstandsvermogen en beter regelgevingstoezicht op het totale handelsgebeuren aan toekomstige risico's het hoofd kunnen bieden;

2. is ingenomen met voorstel van de Commissie voor een verordening inzake OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters als noodzakelijke voorwaarde om de transparantie en de veiligheid binnen de markten voor financiële instrumenten te vergroten, en beschouwt dit als de eerste stap op weg naar een grootscheepse verlegging van OTC-transactievolumes naar handelsplatformen die wel onder de MiFID-regelgeving vallen;

3. is van oordeel dat billijkheidshalve MTF's onder even streng toezicht moeten staan en derhalve op vergelijkbare wijze moeten worden gereglementeerd als de concurrentie tussen MTF's en dat RM's onder gelijke voorwaarden met elkaar moeten kunnen concurreren, waarbij zij gewezen op de belangrijke rol van MTF's als markttoegangsinstrument;

4. dringt erop aan dat de EAEM een onderzoek instelt naar de werking en het doel van het stelsel van systematische interne afhandeling (SI) en de indiening van voorstellen voor verbeteringen in de wijze waarop deze categorie gereglementeerd is om ervoor te zorgen dat dit stelsel gebruikt wordt voor de uitvoering van orders op bilaterale basis met de financiële tegenpartij;

5. dringt erop aan dat beleggingsfirma's die vermogensbeheersdiensten aanbieden en optreden als vermogensbeheerder op een optimale uitvoering moeten kunnen rekenen door de beleggingsfirma's waarbij zij orders plaatsen, zelfs wanneer de vermogensbeheerder volgens de MiFID als een in aanmerking komende tegenpartij is geclassificeerd;

6. dringt erop aan dat de EAEM onderzoekt of de optimale uitvoering van individuele orders niet beter gediend zou zijn met een reglementering ten aanzien van beschikbaar te stellen gegevens, zowel met betrekking tot het posttransactionele stadium als wat betreft de uitvoeringkwaliteit, alsook ten aanzien van de gebruikte markttechnologie voor bijvoorbeeld orderrouters en verbindingen tussen platformen;

7. dringt erop aan dat de MiFID-bepalingen nauwgezet worden gehandhaafd om te waarborgen dat BCN's die met een RM, een MTF of een SI te vergelijken activiteiten uivoeren ook als zodanig worden gereglementeerd, en dringt er, ter vergemakkelijking van de handhaving, op aan dat alle BCN's worden verplicht tot het overleggen aan de bevoegde instanties van alle nodige informatie met inbegrip van:

   a) een beschrijving van het gebruikte systeem, de eigendomsstructuur en de klanten
   b) nadere bijzonderheden over de toegang tot het systeem,
   c) gegevens over de via het systeem afgehandelde orders,
   d) informatie over de gebezigde handelsmethoden en de discretionaire speelruimte van effectenmakelaars,
   e) regelingen inzake directe posttransactionele melding;

8. dringt aan op een onderzoek naar de OTC-handel in aandelen en dringt aan op verbeteringen in de wijze waarop de OTC-handel gereglementeerd is, om ervoor te zorgen dat er bij de multilaterale uitvoering van orders meer gebruik wordt gemaakt van RM's en MTF's en bij bilaterale orderuitvoering meer van SI's, en dat het percentage OTC-handel in aandelen substantieel vermindert;

9. verzoekt om een onderzoek van de Commissie naar de effecten van vaststelling van een minimale orderomvang voor alle dark-pooltransacties en naar de vraag of dit strikt kan worden nageleefd om daarmee ter wille van een correcte prijsvorming een adequate transactiestroom middels transparante handelsplatformen te handhaven;

**Ontheffingen voor pretransactionele transparantieverplichtingen**

10. dringt erop aan dat de Commissie de bestaande MiFID-ontheffingen voor pretransactionele transparantieverplichtingen herziet ten einde:

   a) te evalueren of voor de ontheffingen met betrekking tot referentieprijzen een passende minimumdrempel moet worden ingevoerd om het gebruik van transparante platformen te stimuleren,
   b) te overwegen de ontheffingen met betrekking tot referentieprijzen te verruimen tot de transacties die binnen het huidige spectrum op de referentiemarkt vallen;
   c) een maximumtransactievolume vast te stellen dat voor ontheffing van pretransactionele transparantieverplichtingen in aanmerking komt, teneinde een efficiënte prijsvorming te garanderen;
   d) de EAEM in staat te stellen pretransactionele ontheffingen waar nodig aan te passen en te beperken, rekening houdend met het effect van de niet-transparante handel ("dark trading") op de efficiëntie van de markten;

11. dringt aan op een uniforme toepassing van pretransactionele ontheffingen in alle lidstaten ter beperking van implementatieverschillen, die tot onzekerheid, regelgevingsarbitrage en ongelijke concurrentievoorwaarden kunnen leiden; is van oordeel dat een en ander wellicht het beste via door de EAEM vastgestelde technische normen zou kunnen worden verwezenlijkt, overeenkomstig het beoogde concept van één enkel wetboek voor financiële diensten;

**Consolidated tape (geconsolideerde transactiemeldingsregeling)**

12. is verheugd over de recente aankondiging van de marktdeelnemers dat zij hun pre- en posttransactionele gegevens gaan scheiden en dringt aan op verdere inspanningen om tot gemeenschappelijke normen voor gegevens te komen en gegevens beter beschikbaar te maken;

13. verzoekt de Commissie een werkgroep in het leven te roepen om de moeilijkheden op te lossen die de consolidering van marktgegevens in Europa in de weg staan, met name de slechte kwaliteit van de gegevens over alle transacties;

14. verzoekt de EAEM om gemeenschappelijke meldingsnormen en -formaten op te stellen voor het melden van alle posttransactionele informatie, zowel over transacties op georganiseerde handelsplatformen als over OTC-transacties, met het oog op de consolidatie van de verzamelde gegevens;

15. dringt erop aan dat alle meldingsplatformen ertoe verplicht worden de pre- en posttransactionele gegevens te scheiden, opdat aan alle marktdeelnemers tegen een commercieel redelijke en vergelijkbare prijs informatie ter beschikking kan worden gesteld; verzoekt bovendien de Commissie om te overwegen het begrip goedgekeurde publicatievoorzieningen (GPV's) in te voeren om aan de hand daarvan kwaliteitsnormen voor de publicatie van de handel vast te stellen en het aantal meldingsplatformen te verlagen, alsmede het gebruik van internetpagina's, die consolidering in de weg staan, te beperken;

16. dringt aan op een verkorting van de termijn voor uitgestelde openbaarmaking, zodat transacties binnen 24 uur na afsluiting aan de regelgevers worden gemeld; is van oordeel dat voor de openbaarmaking van transacties onder normale omstandigheden termijnen van langer dan een minuut onaanvaardbaar moeten worden geacht;

17. acht het van essentieel belang de samenstelling van de OTC-handel en de gebruikte bedrijfsmodellen te analyseren; verzoekt daarom om invoering van specifieke markeringen ("flags") met het oog op de pre- en posttransactionele transparantie van OTC-transacties, teneinde de kenmerken van dergelijke OTC-transacties beter te begrijpen en te kunnen beoordelen welke soorten transacties wegens hun specifieke kenmerken legitiem OTC kunnen worden uitgevoerd;

**Microstructurele aspecten**

18. dringt erop aan dat na de "flash crash" alle handelsplatformen tegenover de nationale toezichthouders moeten kunnen aantonen dat hun technologie en toezichtsystemen bestand zijn tegen een stortvloed van orders zoals op 6 mei, om te waarborgen dat zij onder extreme omstandigheden in staat zijn om via HFT of algoritmische tradingsystemen uitgevoerde orders tot een goed einde te brengen; ook moeten zij laten zien dat zij hun orderportefeuilles aan het eind van de dag kunnen reconstrueren, zodat de oorzaken van ongebruikelijke marktactiviteit kunnen worden vastgesteld en eventueel marktmisbruik kan worden achterhaald;

19. dringt bij de EAEM aan op de uitvoering van een evaluatie van de kosten en baten van

algoritmische en hoogfrequente handel (HFT) voor de markten en de weerslag daarvan op andere marktgebruikers, met name de institutionele beleggers, om na te gaan of de aldus automatisch gegenereerde omvangrijke handelsstromen reële liquiditeit op de markt creëren en welke uitwerking dit heeft op de prijsvorming in het algemeen, alsmede op de mogelijkheden voor misbruik door het manipuleren van de markt met als gevolg ongelijke concurrentievoorwaarden voor de marktdeelnemers, en het effect daarvan op de stabiliteit van de markt in het algemeen;

20. wenst dat de praktijken die bekend staan als "layering" en "quote stuffing" uitdrukkelijk als marktmisbruik worden aangemerkt;

21. dringt aan op een onderzoek naar de vraag of regelgeving nodig is voor bedrijven die van HFT-strategieën gebruik maken, om ervoor te zorgen dat zij over gedegen systemen en controles beschikken waarbij de door hen gebruikte algoritmen voortdurend aan de regelgeving moeten worden getoetst, alsmede over de mogelijkheid tot intraday-monitoring, het opvragen van gegevens over in realtime uitstaande posities en leverage, en kunnen aantonen dat zij over degelijke beheersprocedures beschikken die berekend zijn op abnormale voorvallen;

22. verzoekt om onderzoek naar de uitdagingen die HFT voor het markttoezicht inhoudt; erkent dat regelgevers over passende middelen moeten beschikken om potentieel misbruiksgedrag op te sporen en te controleren; wenst vanuit deze optiek dat alle orders die door gereguleerde markten en MTF's worden ontvangen, alsmede de op deze platformen uitgevoerde transacties aan de bevoegde autoriteiten worden gemeld;

23. dringt erop aan dat alle handelsplatformen die - hetzij rechtstreeks hetzij via externe gegevensverstrekkers - in onderlinge collocatie opererende servers aanbieden, aan alle daarop aangesloten klanten gelijke toegang garanderen, waar mogelijk onder dezelfde voorwaarden inzake infrastructuurlatentie, zodat wordt voldaan aan de in de MiFID vastgelegde praktijk inzake non-discriminatie;

24. verzoekt de regelgevers toezicht te houden op de verlening van gesponsorde toegang en deze te reguleren, en de Commissie om aanvullende maatregelen te overwegen zoals:

    a) het uitdrukkelijk verbieden van ongefilterde gesponsorde toegang voor bedrijven, ongeacht of zij tot hetzelfde concern als de sponsor behoren,
    b) de eis dat broker-dealers en beleggingsmaatschappijen een stelsel van pre- en posttransactionele risicobeheerscontroles opzetten, documenteren en onderhouden, alsmede toezichtsprocedures ter beheersing van de financiële, wettelijke en andere risico's in verband met hun markttoegang;

25. verzoekt de EAEM nader te onderzoeken of, ondanks de invoering van de nodige waarborgen, met gesponsorde toegang de drempel van niet-discriminerende toegang wordt overschreden;

26. doet een beroep op de Commissie om de beginselen over te nemen die thans door het technisch comité van de IOSCO met betrekking tot rechtstreekse elektronische toegang, met inbegrip van gesponsorde toegang, worden ontwikkeld en die de criteria omvatten voor het selecteren van klanten die in aanmerking komen voor gesponsorde toegang en omtrent de

contractuele relatie tussen het platform, het aangesloten lid en de klant, en waarin hun respectieve verantwoordelijkheden worden afgebakend ten aanzien van het gebruik daarvan onder toepassing van adequate controles en filters;

27. is van oordeel dat, met het oog op de naleving van het beginsel dat alle beleggers gelijk moeten worden behandeld, de praktijk van flash orders nadrukkelijk moet worden verboden;

28. dringt erop aan dat de EAEM onderzoek verricht naar de gangbare provisiestructuren om ervoor te zorgen dat uitvoeringsprovisies, bijkomende kosten, door beleggingsmaatschappijen berekende commissies en andere hiermee verband houdende premies doorzichtig en niet-discriminerend zijn, stroken met een correcte prijsvorming en zo worden opgezet en uitgevoerd dat zij geen onoorbare transacties in de hand werken, alsmede om na te gaan of gebruikers die orders plaatsen een minimumheffing zouden moeten betalen, ongeacht of deze orders worden uitgevoerd of niet, aangezien deze orders door de marktinfrastructuur moeten worden verwerkt;

29. bepleit dat de EAEM een onderzoek instelt naar het "maker/taker"-provisiemodel om na te gaan of ook de begunstigden van de voordeligere "maker"-provisieformule moeten worden onderworpen aan officiële marktmakersverplichtingen en -toezicht;

30. dringt erop aan dat de EAEM toezicht uitoefent en door middel van uitvoeringshandelingen gestalte geeft aan gedegen volatiliteitsonderbrekers en handelsremmers die gelijktijdig op alle EU-handelsplatformen functioneren om een voorval zoals de Amerikaanse "flash crash" te voorkomen;

**Werkingssfeer**

31. dringt erop aan dat deelnemers aan ongereglementeerde markten in geen geval in staat mogen worden gesteld om rechtstreekse en ongefilterde gesponsorde toegang te verkrijgen tot officiële handelsplatformen en dat belangrijke marktdeelnemers die voor eigen rekening handelen, zich bij de regelgevers moeten laten registreren en hun handelsactiviteiten omwille van de stabiliteit moeten onderwerpen aan een passend niveau van toezicht en controle;

32. dringt erop aan dat transacties voor eigen rekening door ongereglementeerde entiteiten middels algoritmische handelsstrategieën alleen mogen worden uitgevoerd via een gereglementeerde financiële tegenpartij;

33. dringt erop aan het toepassingsgebied van het transparantieregime van de MiFID te verruimen tot alle op aandelen lijkende instrumenten, met inbegrip van aandelencertificaten (DR's), indexfondsen (ETF's), ter beurze verhandelde goederen (EDC's) en certificaten;

34. dringt erop aan dat door de Commissie en de EAEM wordt nagedacht over de invoering van een naar activacategorie gespecificeerde pre- en posttransactionele transparantieverplichting voor alle niet-aandelengerelateerde financiële instrumenten, met inbegrip van bedrijfs- en staatsobligaties en voor CPP in aanmerking komende derivaten, waar dat nodig is in combinatie met maatregelen die leiden tot een verdere standaardisering van OTC-derivaten ten einde voor meer transparantie te zorgen;

35. is van oordeel dat de Commissie, gezien de problemen die zich hebben voorgedaan met

betrekking tot de gegevenskwaliteit en de consolidatie van posttransactionele gegevens voor Europese aandelen, ervoor moet zorgen dat posttransactionele gegevens over niet-aandelengerelateerde producten in een eenvoudig te consolideren vorm worden verstrekt;

36. ondersteunt het voornemen van de Commissie om een groter aantal bepalingen uit de MiFID op derivaten toe te passen, aangezien de handel in dergelijke producten steeds meer wordt verlegd naar georganiseerde handelsplatformen en moet voldoen aan steeds strengere eisen inzake standaardisering en centrale clearing;

37. verzoekt de Commissie een voorstel in te dienen om waar nodig te waarborgen dat alle OTC-derivatencontracten die zich voor standaardisering lenen op een beurs of elektronisch handelsplatform worden verhandeld, zodat de prijs van dergelijke contracten op transparante, eerlijke en efficiënte wijze en vrij van belangenconflicten tot stand komt;

38. verzoekt om een herziening van de IOSCO-normen voor clearinginstellingen, effectenafwikkelingssystemen en systeemrelevante betalingssystemen met het oog op een verdere verbetering van de markttransparantie;

39. is van mening dat regelgevers voor de verschillende materiële en financiële goederenmarkten toegang moeten hebben tot dezelfde gegevens om trends en dwarsverbanden te kunnen onderkennen, en verzoekt de Commissie de desbetreffende inspanningen binnen de EU en in de wereld te coördineren;

40. verzoekt zijn Voorzitter deze resolutie te doen toekomen aan de Raad en de Commissie, alsmede aan de Europese Centrale Bank.

## TOELICHTING

De Europese kapitaalmarkten hebben een periode van weergaloze verandering doorgemaakt, zowel ten gevolge van een gewijzigde regelgevingssituatie na de inwerkingtreding van de MiFID als ten gevolge van de technologische vooruitgang in dezelfde periode. De invoering van de MiFID viel tevens samen met een periode van door externe factoren veroorzaakte volatiliteit ten gevolge van de financiële crisis. Hierdoor waren weliswaar betrouwbare marktgegevens op alle handelsplatformen beschikbaar, maar kan de weerslag van de regelgeving niet alleen uit kwantitatieve gegevens worden afgelezen.

In de afgelopen vijf jaar is aan de monopoliepositie van de primaire beurzen een einde gekomen. Minder dan 60% van de handel in Britse FTSE 100-aandelen vindt plaats aan de LSE (London Stock Exchange), terwijl 30% van de CAC 40-aandelen thans buiten Euronext (de Parijse beurs) wordt verhandeld en 25% van de DAX 30-aandelen buiten de Duitse beurs in Frankfurt wordt verhandeld. Alle spelers zijn het er blijkbaar over eens dat het einde van het monopolie van de primaire markten voor de aandelenhandel tot grotere concurrentie tussen de handelsplatformen heeft geleid.

Dit hoofddoel van de MiFID, te weten het stimuleren van de concurrentie tussen de handelsplatformen op het stuk van de orderuitvoering, heeft ertoe geleid dat de belegger meer keuze heeft, de transactiekosten gedaald zijn en het prijsvormingsproces efficiënter verloopt. Momenteel opereren in de EU 136 MTF's die samen met de primaire beurzen de georganiseerde handelsplatformen vormen. Deze georganiseerde handelsplatformen nemen 60% van het handelsvolume voor hun rekening, terwijl het overige deel wordt verricht door broker-dealers, hetgeen wordt aangeduid als OTC (over the counter - buitenbeurshandel). De bilaterale transacties, waarbij de klant aan de makelaar een order geeft en deze een passend aanbod doet, geschieden niet langer vooral mondeling, maar voornamelijk via elektronische middelen. Hoewel voor OTC-transacties per definitie geen pretransactionele transparantie vereist is, bestaat er uit hoofde van de MiFID-voorschriften een meldingsplicht.

De fragmentatie van de markt heeft echter geleid tot een gebrekkige posttransactionele transparantie, omdat de transacties over diverse platformen worden gespreid, maar ook omdat de posttransactionele gegevens van slechte kwaliteit zijn. Er is een doeltreffendere regelgeving voor geconsolideerde posttransactionele informatie nodig die nieuwe technische codes voor het afwikkelingsproces omvat, waardoor beter recht wordt gedaan aan een situatie waarin handelaren op meerdere handelsplatformen kunnen opereren. Regelgevers moeten ervoor zorgen dat zij te allen tijde inzicht hebben in de orderportefeuille om zich een beeld van de marktdynamiek en de betrokkenheid van de deelnemers te vormen. Regelgeving lijkt tevens nodig om de bestaande belemmeringen voor de consolidatie van posttransactionele gegevens weg te nemen ten einde particulier beheerd Europees systeem voor consolidated tape op te zetten.

De kosten voor het verkrijgen van gegevens liggen in de VS aanzienlijk lager dan in de EU en zij bedragen soms slechts $ 50 per maand voor alle platformen, terwijl zij in de EU oplopen tot $ 500. Dit is in de eerste plaats te wijten aan het feit dat de handelsplatformen de pre- en posttransactionele gegevens bundelen en derhalve is het noodzakelijk niet-gebundelde bronnen van gegevens ter beschikking te stellen om aldus de kosten aanzienlijk te drukken. De uiteenlopende kwaliteit van de transactiegegevens en het ontbreken van gemeenschappelijke

formaten voor de melding van gegevens hebben de problemen nog verergerd. Dit kan worden opgelost door gemeenschappelijke normen en formaten voor het melden van pretransactionele gegevens in te voeren.

In de MiFID is tevens een termijn voor het melden van posttransactionele gegevens en, gezien het toenemende gebruik van technologische hulpmiddelen, lijkt het gepast om deze termijn met het oog op de prijsvorming te verkorten, zodat geen enkele transactie later dan 24 uur na afsluiting mag worden gemeld. Bovendien moeten bij de meeste elektronische transacties termijnen van langer dan een minuut onaanvaardbaar worden geacht.

Sedert de inwerkingtreding van de MiFID hebben zich naast de crisis vele andere veranderingen op de markten voorgedaan, zoals de introductie van nieuwe technologie en het thans wijdverbreide gebruik van elektronische algoritmische transacties, met inbegrip van HFT. In dit nieuwe technologische tijdperk en in het licht van de toegenomen eisen inzake transparantie is het opmerkelijk dat het percentage van OTC-transacties in verhouding tot het totale handelsvolume met de komst van steeds meer handelsplatformen niet is gedaald. De markt is echter voor het plaatsen van grote orders overgegaan op het gebruik van dark pools (BCN's) en MiFID-ontheffingen voor dergelijke transacties, wanneer zij via georganiseerde handelsplatformen worden afgehandeld (niet-transparante transacties).

Bij circa 10% van alle via de georganiseerde markten binnen de EER verrichte handel in gewone aandelen wordt gebruik gemaakt van de uit hoofde van de MiFID toegestane mogelijkheden tot ontheffing van de regels inzake pretransactionele transparantie en dus kan deze handel als handel "in het donker" worden beschouwd. Er moet echter een evenwicht worden gevonden tussen de noodzaak van pretransactionele transparantie ter ondersteuning van de prijsvorming en de situaties waarin het verlenen van ontheffingen gerechtvaardigd is om ongewenste marktbewegingen te voorkomen en de werking van de markt te ondersteunen. Aangezien het gemiddelde volume van de transacties is teruggelopen van 22.266 euro in 2006 naar 9.923 euro in 2009 en slechts 0,9% van de transacties momenteel onder de ontheffing met betrekking tot de referentieprijs valt, is het zaak de diverse ontheffingen onder de loep te nemen. Tevens moet worden gezorgd voor een meer uniforme toepassing in alle lidstaten van de pretransactionele ontheffingen ten einde implementatieverschillen te beperken. Technische normen kunnen een geschikte wijze zijn om dit te verwezenlijken.

Reeds vóór de inwerkingtreding van de MiFID werden OTC-transacties via door broker-dealers opgezette elektronische handelsplatformen (BCN's) afgesloten, maar nu geschiedt dit voornamelijk via elektronische platformen waartoe klanten toegang hebben. BCN's worden aanvaard als een waardevolle aanvulling met name op de handelsplatformen voor kooporders en derhalve moeten zij als een categorie in het kader van de MiFID worden erkend en moeten zij onder regelgevingstoezicht staan, zodat hun activiteiten gecontroleerd kunnen worden.

Het CEER verzamelt momenteel gegevens om het volume van de "in het donker" verrichte transacties correct te evalueren en een drempel te bepalen waarboven transacties die worden afgesloten zonder pretransactionele openbaarmaking van de prijs, gevolgen hebben voor de het prijsvormingsproces zelf. In de Verenigde Staten is het streven naar regelgeving voor uiteenlopende handelsplatformen verder ontwikkeld dan in de EU en wij moeten nagaan of we iets van de VS kunnen leren op het stuk van posttransactionele transparantie voor dark pools, vooral nu volgens schattingen van het Britse FSA (regelgever voor financiële dienstverlening)

minder dan 1% van de aandelentransacties via OTC-contracten "in het donker" wordt afgesloten, terwijl in de VS dark pools bijna 10% van het transactievolume voor hun rekening nemen.

Sedert de inwerkingtreding van de MiFID hebben zich de marktinfrastructuurverschaffers steeds meer ontwikkeld tot technologieplatformen die sterk leunen op IT-systemen en elkaar beconcurreren bij het leveren van de doeltreffendste, snelste en belastbaarste handelsfaciliteiten. Naast wijzigingen in de regelgeving heeft de weerslag van nieuwe technologie en de komst van nieuwe marktdeelnemers geleid tot kortere transactietijden, de toename van HFT en een stijgende rechtstreekse toegang van klanten van de leden van handelsplatformen tot markten die op hun beurt steeds sneller en dynamischer worden.

Een van de redenen voor de gestage teruggang van het gemiddelde transactievolume is het feit dat de nieuwe marktdeelnemers meer waarde hechten aan de onmiddellijke uitvoering van orders dan aan het volume van de orders. Voor de goede marktwerking zijn bedrijven nodig, die bereid zijn liquiditeit te verschaffen en prijzen openbaar te maken. Van oudsher hebben specialisten en marktmakers deze functie vervuld door de aan- en verkoopprijzen bekend te maken en uit het verschil hun winst te halen. Door de ontwikkeling van de markt is er een verandering opgetreden in de wijze waarop de liquiditeitsverschaffing plaatsvindt. Met name door de technologische vooruitgang voorzien thans de bedrijven die van algoritmehandel gebruik maken, de markten van liquiditeit door de orders van kopers en verkopers in elektronische orderportefeuilles op te nemen en een openbare prijs te bepalen. Marktmakers houden doorgaans beleggingen niet lang vast en derhalve zijn er HFT-strategieën ontstaan om uit deze functie munt te slaan. Het lijkt zaak een diepgaandere analyse te verrichten van de verplichtingen en verantwoordelijkheden die van deze informele marktmakers verlangd kunnen worden. Indien zij profiteren van een prijsstructuur voor marktmakers, moeten zijn verplicht worden om op verzoek een marktprijs aan te geven.

HFT is als zodanig geen handelsstrategie, maar kan worden toegepast op een scala aan handelsstrategieën die allemaal een hoge omzetsnelheid van de portefeuille gemeen hebben. Vele HFT-handelaren kunnen tot 33.000 transacties per seconde afhandelen waarbij de hele procedure voor de transactie minder dan een microseconde in beslag neemt. Aangezien deze strategieën aan een snelheidseis moeten voldoen en derhalve latentiegevoelig zijn, moeten zij kunnen beschikken over een hoge toevoer van marktgegevens en zeer potente systemen voor trade matching en beursnoteringen. Zij vallen doorgaans uiteen in twee categorieën: elektronische markt making en statistische arbitrage. Er wordt geschat dat het handelsvolume van HFT-handelaren meer dan 35% bedraagt en nog zal toenemen. Op de Amerikaanse markten waar HFT-strategieën goedkoper zijn, bedraagt dit aandeel 70% van het totale handelsvolume. Naar verwachting vormen de kosten van clearing en afwikkeling in de EU een belemmering voor een verdere uitbreiding. Derhalve kan elke daling van de kosten een bijkomende uitwerking op de marktdynamiek hebben.

Er zijn weinig gegevens beschikbaar over de weerslag van deze HFT-strategieën op de markt en met name over de vraag of de totale gevolgen van de technologische vooruitgang van invloed kunnen zijn op het weerstandsvermogen van de markt zelf. Het ziet ernaar dat HFT heeft geleid tot meer liquiditeit en de marges voor beleggers heeft verkleind. Er is echter diepgaander onderzoek nodig om vast te stellen of de kwaliteit van deze liquiditeit iets oplevert, aangezien het beschikbare volume vaak beperkt is en er twijfel bestaat over de daadwerkelijke diepte van de orderportefeuilles. Ook dient te worden geanalyseerd of de toename van de HFT negatieve

gevolgen voor de prijsvorming heeft gehad.

Er is opgemerkt dat vele HFT-spelers optreden als structuren die handelen voor eigen rekening en als zodanig niet onder regelgeving vallen en derhalve de MiFID-voorschriften niet hoeven na te leven. Aangezien de politieke stemming tendeert naar adequate regelgeving voor alle belangrijke marktdeelnemers, stellen we voor dat deze ook op deze bedrijven van toepassing is. Derhalve moeten de MiFID-voorschriften inzake melding onverwijld tevens voor dergelijke bedrijven gelden. De Amerikaanse "flash crash" van 6 mei heeft vooral aangetoond dat de systemen en de risicobeheersing van deze bedrijven onder toezicht moeten staan. Platformen moeten aan stresstests worden onderworpen om te waarborgen dat zij aan op hol geslagen algoritmen het hoofd kunnen bieden. Er moet voorrang worden verleend aan het verzamelen van gegevens over de activiteiten van alle marktdeelnemers om regelgevers in staat te stellen om, indien nodig, inzicht te krijgen in de orderportefeuilles ten einde de veilige en efficiënte marktwerking in het oog te houden. De transacties hebben een zodanig volume bereikt dat het ernaar uitziet dat zij een systeemrisico vormen, dat in de gehele EU aan een onderzoek moet worden onderworpen.

Er wordt steeds meer gebruik gemaakt van collocatie, aangezien de onmiddellijke nabijheid van klantenservers en transactieservers een bedrijf in staat stelt de tijd voor het ontvangen van marktgegevens van het handelsplatform en voor het plaatsen van orders op de markt te verkorten waardoor de latentietijden verkort worden en het bedrijf meer transacties kan afhandelen. Dit is tevens mogelijk middels proximity hosting door derden. Hoewel collocatie duur is, lijkt het thans niet discriminerend en hoewel de gebruikers gelijk moeten worden behandeld ten aanzien van de afstand van de servers en de prijzen, lijkt het zaak het leveren van informatie over het vaststellen van de prijzen verplicht te stellen.

Gesponsorde toegang stelt de handelaren die geen marktdeelnemers zijn, in staat om hun orders te plaatsen via een systeem van sponsors, zoals een broker-dealer of een algemeen clearinglid (GCM). De platformen in de EU die momenteel gesponsorde toegang mogelijk maken, te weten Chi-X, BATS Europe, LSE en NYSE Euronext, hebben onder toezicht van hun regelgever eisen inzake filters en controles ingevoerd waaraan de leden moeten voldoen alvorens de orders worden doorgegeven. De ongefilterde (naakte) gesponsorde toegang stelt de klant van een tussenpersoon echter in staat om zich rechtstreeks en zonder enige vorm van toezicht met het platform in verbinding te stellen. Deze praktijk brengt onaanvaardbare risico's voor de marktdeelnemer, zijn clearinginstituut en de goede werking van de markt met zich mee en moet derhalve in de EU verboden blijven. Er wordt voorgesteld om voor de gesponsorde toegang tot platformen een gedegen pretransactionele risicocontrole en posttransactionele toezichtsystemen in te voeren, met name voor de platformen die gebruik maken van een clearingbedrijf waarbij gesponsorde klanten met veel vreemd vermogen transacties kunnen afsluiten. Dergelijke transacties bergen een groot systeemrisico in zich vanwege de omvangrijke intraday-posities waarvan vele strategieën gebruik maken.

Ter afsluiting ziet het ernaar dat de door de inwerkingtreding van de MiFID ontstane concurrentie vooral heeft geleid tot de fragmentatie van de markt, die op haar beurt weer heeft geleid tot een explosieve toename van HFT-strategieën. Bij regelgeving dient rekening te worden gehouden met feit dat deze technologische ontwikkelingen passende wettelijke voorschriften vergen, opdat zij niet door de mazen van het regelgevingsnetwerk vallen en systeemrisico's met zich meebrengen voor de algehele marktwerking.

## UITSLAG VAN DE EINDSTEMMING IN DE COMMISSIE

| | |
|---|---|
| **Datum goedkeuring** | 9.11.2010 |
| **Uitslag eindstemming** | +: 43<br>–: 0<br>0: 2 |
| **Bij de eindstemming aanwezige leden** | Burkhard Balz, Godfrey Bloom, Sharon Bowles, Pascal Canfin, Nikolaos Chountis, George Sabin Cutaş, Leonardo Domenici, Derk Jan Eppink, Markus Ferber, José Manuel García-Margallo y Marfil, Jean-Paul Gauzès, Sven Giegold, Sylvie Goulard, Gunnar Hökmark, Othmar Karas, Jürgen Klute, Rodi Kratsa-Tsagaropoulou, Philippe Lamberts, Werner Langen, Astrid Lulling, Hans-Peter Martin, Arlene McCarthy, Sławomir Witold Nitras, Ivari Padar, Anni Podimata, Antolín Sánchez Presedo, Olle Schmidt, Edward Scicluna, Peter Skinner, Theodor Dumitru Stolojan, Ivo Strejček, Kay Swinburne, Marianne Thyssen, Ramon Tremosa i Balcells, Corien Wortmann-Kool |
| **Bij de eindstemming aanwezige vaste plaatsvervanger(s)** | Thijs Berman, Herbert Dorfmann, Sari Essayah, Robert Goebbels, Sophia in 't Veld, Syed Kamall, Arturs Krišjānis Kariņš, Thomas Mann, Sirpa Pietikäinen, Bernhard Rapkay |
| **Bij de eindstemming aanwezige plaatsvervanger(s) (art. 187, lid 2)** | Knut Fleckenstein |