

Vergaderjaar 2013–2014

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 1119**

**VERSLAG VAN EEN ALGEMEEN OVERLEG**

Vastgesteld 24 januari 2014

De vaste commissie voor Financiën en de vaste commissie voor Europese Zaken hebben op 28 november 2013 overleg gevoerd met Minister Dijsselbloem van Financiën over:

- **de brief van de Minister van Financiën d.d. 11 juni 2013 met de actuele stand van zaken van de behandeling van het voorstel van de Europese Commissie («EU Cie») tot herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten («MIFIDII») en van de Verordening markten voor financiële instrumenten («MiFIR») (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1061);**
- **de brief van de Minister van Financiën d.d. 10 september 2013 met de beantwoording van de vragen van de commissie over de actuele stand van zaken van de behandeling van het voorstel van de Europese Commissie tot herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten («MIFIDII») en van de Verordening markten voor financiële instrumenten («MiFIR») (Kamerstuk 21 501-07, nr. 1083).**

Van dit overleg brengen de commissies bijgaand geredigeerd woordelijk verslag uit.

De voorzitter van de vaste commissie voor Financiën,  
Nieuwenhuizen-Wijbenga

De voorzitter van de vaste commissie voor Europese Zaken,  
Knops

De griffier van de vaste commissie voor Financiën,  
Berck

**Voorzitter: Van Nieuwenhuizen-Wijbenga**  
**Griffier: Berck**

Aanwezig zijn vijf leden der Kamer, te weten: Koolmees, Merkies, Van Nieuwenhuizen-Wijbenga, Nijboer en Aukje de Vries,

en Minister Dijsselbloem van Financiën, die vergezeld is van enkele ambtenaren van zijn ministerie.

Aanvang 13.36 uur

De **voorzitter**: Ik heet u allen van harte welkom op dit algemeen overleg met een lange titel. Het overleg gaat over de Richtlijn markten voor financiële instrumenten («MiFID II») en over de Verordening markten voor financiële instrumenten («MiFIR»). Aangezien er niet zo'n heel uitgebreid gezelschap Kamerleden aanwezig is, zal ik coulant zijn en geef ik iedereen vijf minuten spreektijd met twee onderlinge interrupties.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD): Voorzitter. Ik zal proberen om dat aantal minuten niet vol te maken. Ik hoop ook niet in allerlei afkortingen die niemand begrijpt, te verzanden. Dat zal echter niet meevallen bij deze richtlijn.

Vandaag hebben wij het dus over de Europese beleggingsrichtlijn, zoals ik die maar even noem. Eigenlijk is die bedoeld voor de aanpak van het gebrek aan beleggersbescherming en transparantie en het tegengaan van inefficiëntie en te hoge kosten. Daar kan natuurlijk helemaal niemand tegen zijn, maar het gaat er wel om op welke wijze je dit invult. Daarom willen wij graag van de Minister weten wat deze richtlijn betekent voor de concurrentiepositie van ons bedrijfsleven en ook voor de eventuele eigen lidstaatopties, waarvan wij gebruik willen gaan maken voor de administratieve lasten en de regeldruk. Zijn de voorgestelde maatregelen wel proportioneel en effectief? Wij hebben weleens het idee dat wij als regelgever continu achter de feiten aanlopen en de vorige oorlog aan het winnen zijn. De VVD is ook wel benieuwd naar de visie van de Minister. Hoe lossen wij het probleem op dat wij eigenlijk achter de feiten aanlopen?

De VVD is voorstander van zo veel mogelijk transparantie, omdat de beleggers daardoor beter geïnformeerde beslissingen kunnen nemen, maar de VVD vindt ook dat beleggers een eigen verantwoordelijkheid hebben. De VVD is ook tegen koppen op de Europese regelgeving. Ik ben benieuwd welke koppen de Minister er eventueel toch op wil zetten. Ik kom nu direct bij het provisieverbod. Er zit in de Europese regelgeving wel een vorm van een provisieverbod, namelijk op het vasthouden van provisies. Ze moeten dus gewoon worden doorgegeven aan de klant. De Minister heeft aangegeven dat hij in Nederland een volledig provisieverbod wil invoeren. Op zichzelf is de VVD niet tegen een provisieverbod, maar ze vindt wel dat je dit niet als een nationale kop zou moeten regelen, zeker omdat het een internationale sector is. Wij zijn bang voor een ongelijk speelveld en voor de schadelijke gevolgen voor de concurrentiepositie. Wat is volgens de Minister de meerwaarde van een Nederlands verbod ten opzichte van het provisieverbod in de Europese regelgeving? Wat zijn de risico's en gevolgen daarvan, met name als gekeken wordt naar de concurrentiepositie?

Dan ga ik in op high-frequency trading (HFT), in populaire taal ook «flitshandel» genoemd. De VVD wil dit zeker niet verbieden, want het heeft ook voordelen. Wij moeten de risico's echter goed in kaart brengen en uitwassen voorkomen. Bovendien moet er een adequaat toezicht zijn. De voorgestelde maatregelen zijn natuurlijk bedoeld om de risico's aan te pakken, maar de voordelen moeten wel voldoende overeind blijven. In hoeverre is dit nog in balans? Wordt door de maatregelen het gebruik van

algotmehandel of de HFT-techniek niet ontmoedigd of beperkt? Op die manier zou je immers wat ons betreft een beetje het paard achter de wagen spannen.

De VVD is voorstander van open access, omdat de markt daardoor meer concurrerend wordt en de bestaande handelsmonopolies worden doorbroken. Het is belangrijk dat zo veel mogelijk van de derivaten centraal gecleared worden. De VVD wil graag weten in welke mate dit het geval is, nu er een compromisvoorstel is gesloten waarbij aan de bezwaren van die centrale clearing tegemoet is gekomen.

Ik kom nu op de grondstoffenderivatenhandel. De nationale toezichthouder moet de positielimieten daarvan vaststellen en toepassen. De VVD is er altijd beducht voor dat de toezichthouder regelgever wordt en dat er heel grote verschillen tussen de landen gaan ontstaan. De VVD wil graag van de Minister weten hoe dit kan worden voorkomen en hoe dit bij andere onderwerpen in MiFID en MiFIR zit.

Wij willen tot slot graag weten wat de stand van zaken op dit moment is, want wij hebben enige tijd geleden al een overleg gehad. Wij zijn benieuwd of er nog nieuwe ontwikkelingen te melden zijn.

De heer **Merkies** (SP): Voorzitter. Zes jaar geleden behandelden we in de Kamer de MiFID I, toen nog gewoon «MiFID» geheten. De tekst van die richtlijn begon met de vermelding dat het goed was om consumenten te beschermen en dat de richtlijn bedoeld was voor de kleine belegger. Als je echter de hele tekst las, leek het erop dat die richtlijn toch een ander belang diende. Dat was in 2007, aan de vooravond van de crisis. Je zag duidelijk dat de richtlijn was geschreven in de periode voor de crisis, in de tijd dat er nog sprake was van deregulering en liberalisering. Dat heeft iets paradoxaals, want als je ziet welk een dikke pil aan regels wij kregen, zou je eerder het omgekeerde denken. Banken klagen overigens vaak over de enorme hoeveelheid regels, maar vergeten erbij te vertellen dat dit ook vaak het gevolg is van hun eigen lobby en dat alle consultaties er zo'n dikke pil van maken.

Wat gebeurde er? De gereguleerde markten, zoals wij die kenden, kregen er een aanvulling bij, de multilaterale handelsfaciliteiten, de MTF's. Dat is eigenlijk een light variant van de beurs zoals wij die kenden. Er golden minder regels en de handel verplaatste zich van de beurs naar andere platformen waar minder regels golden. Daar zit «m eigenlijk de paradox: er werd gedereguleerd door nieuwe regels in te voeren.

Nu dreigt hetzelfde te gebeuren met MiFID II, want er wordt een nieuw platform geïntroduceerd, de Organized Trading Facilities (OTF). Dat platform is een soort light variant van de light variant. Zo krijgen wij een zogeheten «discretionaire orderafhandeling», maar het wordt de exploitant ook toegestaan om te handelen op het eigen platform. Waarom zou je dat willen, want je wilt toch neutraliteit van het handelsplatform? Er worden eigenlijk allemaal kunstgrepen toegepast om de markt weer liquide te maken. Het platform is bedacht voor de handel in derivaten, maar nu zullen er ook aandelen kunnen worden verhandeld. Het Europees Parlement vindt dit ook een curieus idee. Misschien opent dat mogelijkheden in de trilogie, zodat daar nog iets aan wordt gedaan. Als op de Organized Trading Facility (OTF) alles kan wat op een Multilateral Trading Facility (MTF) ook kan en eigenlijk nog veel meer, is het eindresultaat toch een MTF waar eigenlijk gewoon meer mag? Deregulering door het toevoegen van een platform: de geschiedenis lijkt zich hier te herhalen. De liquiditeit zou nodig zijn vanwege meer marktfragmentatie. Dit doet mij denken aan iets heel anders, namelijk de liberalisering in de postmarkt. Het doel was om efficiënter te werken, maar het resultaat was dat in elke straat meer postbodes rondliepen die dezelfde hoeveelheid post rondbrachten. Dat zie je nu ook gebeuren met de financiële markten, met de handelsplatforms. Dezelfde hoeveelheid handel wordt gedreven, maar die wordt nu verspreid over veel meer verschillende platforms. Dat

is mogelijk gemaakt door MiFID. Moet je dus niet meer naar de oorzaak kijken dan proberen dit op te lossen door weer meer vrijstellingen te verlenen om de OTF's liquide te maken? Die vrijstellingen betekenen dat er uiteindelijk minder transparantie zal zijn. Mijn fractie vindt transparantie in de markten belangrijk. Ik doel dan op transparantie in de brede zin, dus dat je weet wat er met je geld gebeurt en waar het in wordt belegd. Ik doel ook op transparantie wat betreft goede prijzen op de markten, zodat iedereen daar evenveel van kan profiteren, ook de kleine beleggers. Ik heb daarom enkele vragen aan de Minister. Op ongeveer 10% van de handel – de schattingen lopen uiteen – is helemaal geen zicht. Is de Minister het met mij eens dat deze schaduwhandel, die nog steeds groeit, aangepakt moet worden? Hoe gaat de Minister dit doen? Wij stelden in dit verband vier jaar geleden al vragen over de dark pools. Ik zie dat er eigenlijk nog weinig vooruitgang is geboekt en dat de schaduwhandel groeiende is. Is het bovendien niet verstandiger om transparantievrijstellingen in Europa centraal vast te stellen en niet een race to the bottom te krijgen tussen lidstaten? Die zouden wij op die manier kunnen voorkomen. Deelt de Minister de mening dat transparantieshoppen voorkomen moet worden?

Voor de positielimieten geldt eigenlijk dezelfde vraag. Die worden ingevoerd om overmatige speculatie met voedsel en grondstoffen tegen te gaan en aan banden te leggen. Als je dit niet centraal vaststelt, maakt de Minister zich er dan geen zorgen over dat er concurrentie ontstaat tussen de landen op die positielimieten en dat je uiteindelijk niet het resultaat krijgt dat je de speculatie aan banden legt?

Ten slotte heb ik een vraag over high-frequency trading. Ik ben eigenlijk benieuwd wat de Minister voorstelt om high-frequency trading aan banden te leggen. Vindt hij dat dit moet gebeuren? Ik heb het hier over de geautomatiseerde flitshandel op de beurs. Het Europees Parlement gaat daarin veel verder. Ik zie dus ook hier nog openingen in de fase van de trilog. Is de Minister bereid om mee te gaan in de strengere aanpak van high-frequency trading?

De heer **Koolmees** (D66): Voorzitter. De termen «MiFID en MiFIR» klinken alsof het gaat om een soort buitenaardse tweeling, maar het zijn de Europese regels voor handel in financiële instrumenten, namelijk aandelen, obligaties en derivaten. Mijn fractie vindt deze regels erg belangrijk. Ze zorgen voor meer transparantie en concurrentie. Dat heeft de financiële sector hard nodig.

Om er een beetje in te komen heb ik eerst een algemene vraag aan de Minister. Er zijn veel verschillende partijen actief op de financiële markten, namelijk institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen die vooral grote transacties doen, maar ook heel veel partijen die kleine transacties doen en daarmee geld proberen te verdienen. De regels die goed zijn voor de ene partij, kunnen averechts uitpakken voor de andere partij. Vindt de Minister dat er een evenwichtig onderhandelingsresultaat is als je kijkt naar het totaal dat er nu ligt?

Daarnaast heb ik specifieke vragen over het provisieverbod, de marktstructuur, high-frequency trading en de stand van de onderhandelingen met het Europees Parlement. Daar ga ik nu op in.

Er komt geen provisieverbod voor beleggingsondernemingen, maar Nederland mag wel zelfstandig strengere regels invoeren. De Minister wil dat ook. Mijn fractie is daar voorstander van geweest en is er ook nu nog steeds voor, want het heeft grote voordelen. Dat hebben wij gezien bij het provisieverbod voor financieel advies. De adviseur adviseert niet meer het product waar hij de hoogste provisie voor krijgt, maar het product dat het beste is voor de klant. Dat is pure winst. Wij zien nu echter ook langzaam de keerzijde van het provisieverbod. Het lijkt erop dat aanbieders de onafhankelijke adviseurs uit de markt willen drukken en dit in de praktijk ook doen. Ze doen geen zaken meer met onafhankelijke adviseurs of ze

vragen lagere adviestarieven. Of aanbieders weigeren producten te verkopen als ze niet zelf het advies hebben gegeven. Voordat wij nu ook op andere terreinen een volledig provisieverbod invoeren, lijkt het mij zinnig om het eerste provisieverbod te evalueren. Ik ben benieuwd naar de reactie van de Minister daarop.

Ik kom nu op de marktstructuur. De heer Merkies zei al dat er een nieuw soort platform komt, de Organized Trading Facility, de OTF. Veel handel die nu onzichtbaar is, zal op een transparante markt plaatsvinden. Dat is winst. De Raad heeft besloten dat op zo'n OTF veel handel mag komen die nu nog plaatsvindt op een gereguleerde markt, de traditionele beurs. Ik ben groot voorstander van meer concurrentie, ook voor beurzen, maar creëren wij hier niet toch een ongelijk speelveld? Dit ligt in het verlengde van wat de heer Merkies zei, maar dan met een iets andere invalshoek. De OTF heeft voor handelende partijen het voordeel dat ze onderling, met zijn tweeën, een prijs kunnen afspreken en dat kan niet op een beurs. Ik heb ook begrepen dat er een akkoord is met het Europees Parlement dat er op een OTF toch alleen non-equities mogen worden verhandeld. Kan de Minister dat bevestigen? Kan hij instemmen met zo'n compromis?

Ik ga nu in op high-frequency trading. In de media verschenen berichten dat er over HFT – de «flitshandel in aandelen» zoals mijn collega Nijboer dit zo meteen gaat noemen – een compromis is bereikt. Klopt het dat in het Raadscompromis nog een limiet kon worden gesteld aan het aantal teruggetrokken orders, maar dat de grens in het compromis met het Parlement van tafel is? Dit is een beetje technisch. Kunnen er nog steeds grenzen worden gesteld aan de «order to trade»-ratio? Dat lijkt mij namelijk een effectievere manier om deze handel goed in de hand te houden dan het verkleinen van de tick size; de Minister weet waar het over gaat. De tick size kan juist de liquiditeit van de markt verkleinen en dat kan niet de bedoeling zijn.

Tot slot ga ik in op de onderhandelingen met het Europees Parlement. Voor D66 zijn deze regels belangrijk omdat er meer transparantie en meer concurrentie komt. Daar zijn wij een groot voorstander van. Kunnen de onderhandelingen met het Parlement er nog toe leiden dat MiFID op die punten zwakker wordt? Kan de Minister toezeggen dat hij zich daartegen zal verzetten?

De heer **Nijboer** (PvdA): Voorzitter. Ik deel alvast mee, dat ik zal eindigen met dezelfde woorden als de heer Koolmees.

De maatschappij is gebaat bij eerlijke, transparante en gelijke prijzen. Handel op openbare platformen helpt daarbij. Wij spreken vandaag onder andere over de regulering daarvan. Ik heb drie onderwerpen, namelijk flitshandel, de zogenaamde «dark pools» en zorgplicht.

Aan flitshandel zijn naast voordelen ook veel risico's verbonden.

Flitshandel kan destabiliserend werken. Bij de Flash Crash van 2010 hebben wij gezien dat veel algoritmes samen kunnen leiden tot een ontspoorde beurs en tot enorme fluctuaties in prijzen die destabiliserend kunnen werken. Er zijn ook risico's verbonden aan flitshandel. In het programma Tegenlicht hebben wij in een documentaire kunnen zien – ik heb die in ieder geval gezien – dat er in dat verband eventueel sprake is van criminele activiteiten, namelijk het bevoordelen van bepaalde marktpartijen zodat die eerder hun orders kwijt konden en dus konden voordringen. Als politicus kan ik natuurlijk niet beoordelen of er inderdaad sprake was van criminele activiteiten, maar als het zo is gebeurd als in die documentaire werd getoond – het was allemaal vreselijk ingewikkeld; wiskundigen zaten met elkaar te praten over hoe het zo ver heeft kunnen komen – kan de overheid daar dan tegen optreden? Zijn de toezichthouders voldoende geëquipeerd? Is er genoeg kennis in huis om te achterhalen wat er precies is gebeurd? Wordt dit ook gedaan?

Een volgend punt in het misbruik maken of gebruikmaken van regels gaat over de rol die pensioenfondsen spelen. In dezelfde documentaire werd

erop gewezen dat pensioenfondsen als een soort grote walvis kwamen binnenvaren en door de flitshandelaren geplukt zouden kunnen worden. Ik heb 's avonds ook een debat gevoerd met mensen die daarvan verstand zouden moeten hebben. Sommigen zeggen evenwel dat de pensioenfondsen heel veel baat hebben bij flitshandel, omdat er mooie, transparante prijzen zijn. Ik ben benieuwd naar de visie van het kabinet daarop. Het kan toch niet de bedoeling zijn dat veelal Nederlands pensioengeld door de flitshandel geplukt wordt?

Tot slot kom ik op een meer moreel nadeel aan flitshandel, namelijk de verspilling van menselijk en ander kapitaal. De slimste jongens – maar ook meiden – zijn daarmee bezig om allemaal zo snel mogelijk bij een punt te komen. Er worden enorme kabels aangelegd en enorme investeringen gedaan. Is dit uiteindelijk dienstbaar aan arbitrage, aan eerlijke prijzen, aan het idee van geen verschil in prijzen? De PvdA-fractie denkt van niet en daarom steunen wij de voorstellen om in Europees verband een dienstbare rol daaraan te geven.

Ik heb een paar vragen hierover. Er zijn eigenlijk twee dingen: manipulatie en misbruik enerzijds en het toezicht op het dienen van het doel anderzijds. Ten aanzien van dat eerste ga ik in op de circuit breakers en op algo-flagging. In hoeverre draagt dit nu bij aan het terugbrengen van de ongewenste volatiliteit? Daar hoort ook de «order to trade»-ratio bij. Die zit er een beetje tussenin, want het zou ook manipulatie kunnen zijn, zoals de heer Koolmees aanstipte. Het geven van 100 quotes – het feit dus dat je 100 aandelen of derivaten wilt kopen – of 1.000 quotes, maar vervolgens eigenlijk niets willen kopen, ligt op de grens van manipulatie. Zou dat niet veel meer aangepakt moeten worden? De heer Koolmees zei dat de tick size misschien minder efficiënt is. Ik wil echter aandacht vragen voor dit onderdeel, want waar dienen die lege quotes eigenlijk toe? Moeten wij daar niet veel strenger op zijn? Daarnaast is het de vraag of de circuit breakers bij grote prijschommelingen voldoende zijn om te kunnen optrekken.

Ik kom op de dark pools. Meer dan 200 miljard aan aandelen en andere producten worden niet via de beurzen verhandeld. De handel gebeurt buiten de reguliere platforms om. Soms kan dat dienstbaar zijn, omdat bijvoorbeeld een pensioenfonds ook een keer buiten de beurs om een afspraak moet kunnen maken of een onderhandse verkoop moet kunnen doen. Dit kan echter ook worden gebruikt om te ontduiken of om eerlijke prijsvorming te ontwijken. Er wordt een volume cap voorgesteld: maximaal 4% of maximaal 8% van een bepaald instrument mag buiten de reguliere platforms plaatsvinden. Als dit in een dark pool gebeurt, is de grote vraag echter hoe de Minister daar achter komt. Hoe gaat hij handhaven? Wij weten allemaal wel wat er feitelijk gebeurt, maar het probleem van die duistere markten is nu juist dat wij niet weten wat er omheen gebeurt. Ik ben erg nieuwsgierig hoe deze mooie ambitie, die wij van harte steunen, bewaarheid gaat worden.

Rest mij nog de zorgplicht. Wij kennen allemaal het onderscheid tussen professionele en niet-professionele partijen. Gemeenten en semipublieke instellingen zouden als niet-professioneel aangemerkt kunnen worden. De PvdA-fractie voelt er veel voor om die zo veel mogelijk als niet-professionele partijen aan te merken. Is de Minister bereid om dat te doen? Ik sluit net zoals de heer Koolmees af. Ik hoop dat er geen verdere afzwakkingen zullen worden gedaan van de Europese regulering. Ik moedig de Minister van Financiën aan om zich daarvoor sterk te blijven maken.

**De voorzitter:** Hiermee is een einde gekomen aan de inbreng van de zijde van de high-frequencycommissie in eerste termijn. Hoelang denkt de Minister nodig te hebben alvorens te kunnen antwoorden?

**Minister Dijsselbloem:** Vijf tot tien minuten.

De **voorzitter**: Dan zullen wij om 14.05 uur weer terug zijn in deze zaal.

De vergadering wordt van 13.56 uur tot 14.02 uur geschorst.

De **voorzitter**: Welkom terug, allemaal. De Minister heeft aangegeven eerder klaar te zijn en nu met de beantwoording te kunnen starten.

Minister **Dijsselbloem**: Voorzitter. Ik maak eerst een paar opmerkingen over het al ingevoerde provisieverbod en de uitbreiding daarvan per 1 januari 2014. Dat zijn immers nationale beslissingen of voorgenomen nationale wetgeving. Daarna kom ik op de actuele stand van zaken van de onderhandelingen in Brussel en daarna op MiFID II en MiFIR. Zoals bekend hebben wij per 1 januari van dit jaar al een provisieverbod ingevoerd voor financiële dienstverleners. Dat zal worden uitgebreid naar beleggingsondernemingen per 1 januari 2014. De heer Koolmees heeft een aantal aspecten genoemd waarbij aanbieders financiële dienstverleners uit de markt drukken, bijvoorbeeld door heel lage tarieven te vragen of door cliënten te verplichten om een tweede advies te laten afnemen. Dat zijn aspecten waar de AFM overigens nauwlettend op monitort. Ik kan niet uitsluiten dat dit soort dingen gebeurt, maar wij zijn daar zeer alert op. De signalen daarvan worden onmiddellijk bij de AFM onder de aandacht gebracht. De heer Koolmees koppelde daar de vraag aan of wij de invoering kunnen evalueren. Dat lijkt mij op zichzelf prima. Ik denk wel dat wij dit even de tijd moeten geven. Dit is pas het eerste jaar. Ik stel voor dat wij dit doen op een termijn van drie à vier jaar en dus niet te snel. Ik doe daarbij de toezegging dat de AFM tussentijds gewoon monitort. De AFM bekijkt nu al welke effecten zich voordoen en of de ontwikkeling in het belang van de klant is. Dit wilde ik zeggen over de evaluatie en de gang van zaken.

Het huidige provisieverbod wordt per januari uitgebreid naar beleggingsondernemingen. Die mogelijkheid hebben wij al op basis van MiFID I. Mevrouw De Vries heeft gevraagd in hoeverre dat een kop op Europese wetgeving is. Ik weet hoe scherp zij daar altijd op let. Het actuele Europese voorstel verplicht niet tot een provisieverbod, maar stelt dat je de provisies moet doorgeven; je mag ze dus niet vasthouden. Dit betekent eigenlijk dat wij een soort financieringsstroom of geldstroom gaan toestaan, met alle administratieve kosten die daaraan verbonden zijn. Er kunnen daarbij wel provisies betaald worden, maar dan moet aangetoond worden dat ze worden doorgegeven. Wij zullen dan ook weer toezicht moeten houden op de mogelijkheden om dit net niet te doen of om administratiekosten in rekening te brengen en zo een deel van de provisie alsnog aan jezelf toe te kennen. Mevrouw De Vries kan zich de problematiek daarvan wel voorstellen. Het lijkt ons veel eenvoudiger – gemakkelijker om op toe te zien, maar ook veel transparanter voor cliënten – als wij de systematiek van het doorgeven van de provisie gewoon vervangen door een provisieverbod. Dan creëren wij een helder en eenduidig speelveld voor iedereen. In mijn beleving gaat het dus niet verder. Het beoogt namelijk hetzelfde. In het Europees systeem moet de cliënt uiteindelijk wel betalen, maar krijgt hij het geld weer terug via een provisie. Dat is allemaal buitengewoon omslachtig. Volgens mij is dat ook ongewenst voor klanten. Daarom hebben wij dus een slimmer systeem dat met veel minder administratie en toezicht gepaard zal gaan. Ik hoop dat mevrouw De Vries die analyse deelt. Dat waren de belangrijkste punten over de provisieverboden.

Ik ga nu naar de huidige discussie in Europa. Eerst geef ik even de stand van zaken in het hele proces van onderhandelingen. Er is nog geen sprake van een overall akkoord tussen de Raad en het EP, maar er zijn wel voorlopige deelakkoorden. Dat wil zeggen dat bepaalde dingen zijn afgehandeld, maar nu even aan de kant liggen totdat het geheel klaar is. Zo is er een voorlopig deelakkoord bereikt over algoritmehandel en over

high-frequency trading. Er is echter nog geen deelakkoord over de toegang tot clearinghuizen, tot handelsplatformen. Er is nog een discussie over open access en de toepassing van positielimieten bij de handel in grondstofderivaten, over de derdelandenregeling en het sanctieregime. Ik kom op deze onderwerpen dadelijk nog terug, maar ik som ze even op om de stand van zaken van de onderhandelingen door te geven. Naar verwachting wordt het onderwerp door de huidige voorzitter op de agenda van het Coreper begin december geplaatst. Er zit nogal druk op om dit af te ronden, voordat het EP met verkiezingsreces gaat, om het zo maar te zeggen. Daarvoor moet er nog wel wat werk verzet worden.

De heren Nijboer en Koolmees hebben hun zorgen uitgesproken dat het MiFID onder druk van het Europees Parlement zwakker zou worden, of in ieder geval op onderdelen. In de MiFIR zijn bepalingen opgenomen met betrekking tot de toegang van de centrale tegenpartijen, de CCP's (Central Counter Parties) en gereguleerde handelsplatforms. Een belangrijk doel van die bepalingen is om de handelsmonopolies op derivaten te doorbreken en de afwikkeling, de clearing, van derivaten meer concurrerend te maken. Daarnaast wordt er een nieuw platform gecreëerd, namelijk de Organized Trading Facility (OTF). Veel Kamerleden hebben dit al genoemd. Bovendien zullen de transparantieplichtingen worden uitgebreid naar derivaten, waardoor naar verwachting meer prijsconcurrentie zal plaatsvinden.

Ten aanzien van open access geldt dat er op verzoek van het Europees Parlement mogelijk een overgangstermijn wordt opgenomen voor de inwerkingtreding. Die termijn is vrij lang, namelijk tien jaar. Dat vinden wij een niet gewenste ontwikkeling. Dat is een van de voorbeelden waarbij het veel te lang zou gaan duren. De inzet van Nederland is om zo veel mogelijk vast te houden aan de concurrentiebevorderende maatregelen die ik zojuist noemde. Op veel punten helpt het Europees Parlement het de goede kant op, maar er zijn inderdaad onderdelen – zoals de overgangstermijn – waarbij het op de lange baan lijkt terecht te komen. Wij zijn daar zeker alert op.

Ik ga nu in op enkele algemene onderwerpen. Mevrouw De Vries heeft gevraagd wat deze richtlijn betekent voor administratieve lasten, voor de regeldruk en voor de concurrentiepositie. Zijn de maatregelen proportioneel en effectief? Zij vroeg bovendien meer in algemene zin of wij als regelgever niet te veel achter de feiten aanlopen. Ik denk dat de bestaande MiFID-richtlijnen – een aantal woordvoerders heeft dat ook al benadrukt en de heer Koolmees heeft dit expliciet gezegd – hebben gezorgd voor meer concurrentie tussen handelsplatformen en voor het creëren van een Europese markt. Dit alles heeft ook geleid tot verdere innovatie en beter beleggersbescherming. Tegelijkertijd zijn er als gevolg van de crisis – daar wees de heer Merkies op – wel een aantal zwakke plekken aan het licht gekomen. Zo zijn de transparantievereisten en de bescherming van beleggers achtergebleven bij de ongelooflijke innovatie in deze wereld en de complexiteit op de markten. Het doel van deze herziening is om een aantal van dit soort zaken te adresseren en tegelijkertijd te bewerkstelligen dat een meer transparante Europese financiële markt in dienst van de economie en de maatschappij als geheel werken. Het is dus een combinatie van consumentenbescherming en het verder versterken van de open, transparante markt in Europa.

Verder kan ik opmerken dat de Europese Commissie in haar impactassessment een raming heeft gedaan van de totale administratieve lasten. Zij schat de totale jaarlijkse regeldruk in de Europese Unie als geheel tussen de 312 miljoen en 586 miljoen. Het is aan de Kamer om af te wegen of dat veel of weinig is. Als je het afzet tegen de omvang van de handel, zou je dit kunnen relativeren, maar deze kosten moeten wel gemaakt worden. Uiteraard zullen wij straks bij de implementatie van het wetsvoorstel uitgebreider ingaan op wat dit betekent voor Nederland en de Nederlandse beleggingsondernemingen.



Wat is de huidige stand van zaken met betrekking tot OTF's? Aan de orde is onder andere de vraag welke financiële instrumenten verhandeld kunnen worden op een OTF. Op basis van de lopende gesprekken wordt de OTF gelimiteerd tot alleen non-equities. Een aantal leden der Kamer vroeg ook of het juist is dat het in de lopende onderhandelingen met het EP toch wordt beperkt tot de non-equities en dat dit niet opengesteld zal worden voor aandelen. Dat is juist. Dit is voortgekomen uit het standpunt van het Europees Parlement. Het Raadscompromis maakte het nog wel mogelijk dat alle soorten financiële instrumenten zouden kunnen worden verhandeld op de OTF, maar dat is nu weer aanmerkelijk ingeperkt. Handelen voor eigen rekening door de exploitant van een OTF is toegestaan, maar alleen in liquide staatsobligaties, dus in sovereign debt instruments. Handelen voor eigen rekening is dus alleen mogelijk onder uitzonderlijke omstandigheden. Alleen op verzoek van een cliënt kan een exploitant van de OTF voor eigen rekening handelen; de cliënt moet telkens vooraf instemming verlenen. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat naar aanleiding van de onderhandelingen een «best execution»-bepaling wordt opgenomen voor de exploitant van een OTF die handelt voor eigen rekening.

Wat is de stand van zaken ten aanzien van transparantie voor en na de handel? Zowel de heer Koolmees als de heer Nijboer heeft daarover gesproken. In de politieke triloog is vorige week een voorlopig akkoord bereikt over pre- and posttrade transparantiebepalingen, in hoofdzaak langs de lijnen van het Raadsvoorstel. Het Raadsvoorstel behoudt de huidige vier vrijstellingen voor de pretrade transparantieplichtingen voor aandelen en vergelijkbare rechten, waaronder de vrijstelling van orders die tot stand zijn gekomen via een reference price model en de vrijstelling voor orders die al tot stand zijn gekomen, de negotiated trade waiver (NTW). Ik zie dat de leden der Kamer onder de indruk zijn van al deze instrumenten. Ik zal de Kamer verder schriftelijk daarover informeren. Er wordt echter een maximum aan het gebruik van vrijstellingen gesteld door de zogenaamde «volume caps» voor de reference price waivers (RPW) en de NTW's. Dit houdt in dat het gebruik daarvan in een financieel instrument op een platform wordt beperkt tot een bepaald percentage van het totaal aantal transacties in dat financiële instrument. De waivers blijven dus bestaan, maar worden gecapt. In het Raadsvoorstel zijn verder pre- and posttrade transparantieplichtingen opgenomen ten aanzien van derivaten en obligaties. Gelet op het vorige week bereikte politieke akkoord verwacht ik niet dat dit verder zal worden afgezwakt. Dit is de waarschijnlijke uitkomst op het punt van transparantie.

De heer Nijboer heeft gevraagd naar de handhaving van volume caps. Hij sprak over het omzeilen daarvan en vroeg hoe ik dat kan borgen en daarop kan toezien. De volume caps gelden voor de twee waivers. Zij zorgen ervoor dat er een maximum wordt gesteld aan het gebruik van deze vrijstellingen. In Nederland zal de AFM toezicht houden op de naleving van de toepassing van volume caps. Er is gewoon een verplichting voor marktdeelnemers tot het dagelijks elektronisch rapporteren van de transacties. De AFM heeft dus een overzicht van het totaal verhandelde volume per instrument en heeft dus ook inzicht in de wijze waarop dit volume zich verhoudt tot het totaal in Europa. Als het maximum van volume caps dreigt te worden overgeschreven, kan de AFM op basis daarvan ingrijpen. De transparantievrijstellingen gelden niet voor derivaten. De volume caps kunnen dus niet worden omzeild door een derivaat op het onderliggende product te nemen.

De heer Merkies vroeg binnen het thema «transparantie» ook hoe bij het verlenen van vrijstelling van transparantie een race naar de bodem wordt voorkomen. De nationale toezichthouders verlenen vrijstelling. Dat bergt altijd het risico in zich dat er een race to the bottom ontstaat. Voordat een toezichthouder een vrijstelling verleent, dient hij de ESMA en andere

nationale toezichthouders hiervan op de hoogte te stellen. De ESMA zal vervolgens de voorgenomen vrijstelling toetsen aan de eisen die daarvoor gelden en die garanderen dus het gelijke speelveld. Andere lidstaten kunnen bezwaar maken tegen een voorgenomen vrijstelling. Als de lidstaten er onderling niet uitkomen, kan de ESMA een besluit nemen dat bindend is voor alle toezichthouders. Er bestaat derhalve ten aanzien van de ...

De heer **Merkies** (SP): Ik heb een vraag.

De **voorzitter**: Ik twijfelde even. Misschien kan de Minister zijn zin afmaken en de heer Merkies daarna zijn vraag stellen.

Minister **Dijsselbloem**: Nee, het was een concluderende zin en dus een herhaling.

De heer **Merkies** (SP): Ik maak mij hier toch een beetje zorgen over. De ESMA toetst, maar hoe strikt is die toetsing? Andere landen kunnen klagen over een vrijstelling die verleend wordt, omdat die een ongelijk speelveld creëert. Hoe realistisch is dit? Daar maak ik mij zorgen over. Dit doet mij een beetje denken aan artsen die over elkaar kunnen klagen in een ziekenhuis, maar dat gebeurt niet zo snel. Waarom gebeurt zo iets niet zo snel? De reden daarvoor is dat wie de bal kaatst, hem ook terug verwachten kan. Ik denk eerlijk gezegd niet dat landen snel bij elkaar gaan klagen over de vrijstelling.

Minister **Dijsselbloem**: Er zijn twee waarborgen. Ten eerste zijn dat de criteria die door de ESMA worden opgesteld en gehanteerd. Die zijn bij iedereen bekend. Als landen zelf van mening zijn dat zij zich daar heel goed aan houden en vervolgens grote vragen stellen bij wat er in een ander land gebeurt, wat een andere nationale toezichthouder doet bij het toepassen van dezelfde criteria, kunnen zij dat melden. De ESMA zal daar zelf ook op toezien, doordat dit van tevoren moet worden gemeld. Er is dus een dubbele check. Dat is op zichzelf een goed systeem. Het alternatief zou zijn dat er één toezichthouder is die dat allemaal gaat beoordelen. Dan zou de ESMA echt een andere rol krijgen. De ESMA zou dan namelijk op alle nationale platforms et cetera real time toezicht moeten houden op wat daar gebeurt. De benadering in deze richtlijn is dat de nationale toezichthouders primair aan zet blijven op basis van criteria en guidelines die de ESMA aanlevert. Die moeten gehanteerd worden en daarna wordt daarop gecheckt. Je krijgt dus toezicht op toezicht. Ten tweede is er de horizontale check. Je bekijkt dus of de buurman hetzelfde doet of dat hij «de zaak zit te flessen», om het maar populair te zeggen. Ik denk dat dit een goed systeem is.

De heer **Merkies** (SP): Is de Minister dan bereid om in de loop van de tijd te bekijken of het inderdaad op die manier werkt of dat er wel degelijk een race to the bottom is, waarbij men steeds meer vrijstellingen gaat toepassen?

Minister **Dijsselbloem**: De vraag is dus eigenlijk of de criteria goed zijn en of de ESMA zijn werk goed doet. Dit systeem maakt in principe een race to the bottom onmogelijk. Het is niet zo dat je elkaar kunt beconcurreren door maar zo veel mogelijk vrijstellingen te geven en daarmee de transparantie helemaal te ondergraven. Dat mag alleen op basis van een aantal vastgestelde criteria en daar ziet de ESMA op toe. Is er enige transparantie over de wijze van taakvervulling door de ESMA? Het antwoord op die vraag is ja. De ESMA zal ook rapporteren over de wijze waarop de richtlijn wordt uitgevoerd en de ESMA haar toezichtstaak vervult.

De heren Merkies en Nijboer hebben gesproken over de dark pools, de handel die zich buiten de transparante platforms afspeelt. In overeenstemming met de G20-doelstellingen beogen MiFID II en MiFIR juist meer handel te laten plaatsvinden op zogenaamde «verlichte handelsplatformen». De handel wordt dus uit het donker in de transparantie getrokken. Dat is een van de belangrijkste doelstellingen van deze hele discussie, zeker van de introductie van de OTF. Een van de maatregelen ter uitvoering van de G20-doelstelling is de eis dat gestandaardiseerde derivaten op een gereguleerd handelsplatform verhandeld moeten worden. Hierdoor zullen de transparantieverplichtingen ook gelden voor gestandaardiseerde derivaten, terwijl dit voorheen niet het geval was. Daarnaast wordt mede ter uitvoering van de G20-doelstelling een nieuw type gereguleerd handelsplatform, OTF, geïntroduceerd. Tot slot wordt een maximum verbonden aan het gebruik van vrijstellingen op de transparantieverplichting. Er vindt dus een verschuiving plaats van dark pools naar gereguleerde handelsplatformen. Blijft een deel daarbuiten? Ja, dat kan. Dat zijn de vrijstellingen. Daarvan heeft de heer Nijboer meteen ook gezegd dat die zinvol zijn, bijvoorbeeld voor pensioenfondsen in relatie tot high-frequency trading.

Daarmee hebben we een natuurlijke overgang naar de high-frequency trading ofwel de flitshandel. De heren Nijboer en Merkies hebben gesproken over de risico's daarvan. De heer Nijboer heeft met name gewezen op het risico van instabiliteit. Nederland onderschrijft het belang van een adequaat toezichtsregime voor de algoritmehandel, niet om het onmogelijk te maken maar om de risico's ervan te mitigeren en om een eerlijke en ordelijke werking van de markt te blijven waarborgen. De maatregelen die in dat licht in MiFID II worden voorgesteld, zijn juist bedoeld om de risico's te adresseren. Daarmee blijft wel staan dat algoritmehandel en high-frequency trading ook voordelen heeft: afnemende handelskosten, verhoogde liquiditeit, krappere spreads op financiële markten et cetera. De werking van de markten kan op zichzelf verbeteren. Het is dus niet bedoeld – mogelijk dat de woordvoerders daar anders over denken – om high-frequency trading te ontmoedigen of te beperken maar om de risico's ervan te bestrijden.

Welke eisen worden er gesteld binnen MiFID/MiFIR? Alle personen die HFT-technieken gebruiken, dienen een vergunning als beleggingsonderneming te hebben. Daardoor moeten zij voldoen aan alle eisen die MiFID II aan dergelijke financiële ondernemingen stelt. Bedrijven die deze technieken gebruiken, moeten aantoonbaar effectieve risicomanagementsystemen en interne beheersingssystemen hebben. Daarnaast moeten zij hun algoritmen zorgvuldig ontwikkelen, testen en monitoren, om zodoende onordelijke handel en marktmisbruik te voorkomen. Verder wordt voorzien in de verplichting voor beleggingsondernemingen die algoritmehandel bedrijven en bepaalde «market making»-strategieën uitvoeren, om in beginsel continu voor liquiditeit te zorgen. Ook worden beleggingsondernemingen verplicht om de toezichthouder inzage te geven in hun handelsstrategieën en dienen voor computeralgoritmen gegenereerde orders gemarkeerd te worden. Dat stelt de toezichthouder in staat om inzicht te houden in handelspatronen, waardoor gedrag kan worden onderkend dat de ordelijke werking van de markt zou kunnen verstoren of bedreigen.

Welke eisen worden gesteld aan de exploitant van het handelsplatform waar high-frequency trading wordt toegepast? Deels gaat het om dezelfde eisen. De exploitant dient te beschikken over effectieve risicomanagementsystemen en interne beheersings- en filtersystemen. Een vergelijkbare verplichting geldt voor partijen die orderuitvoering faciliteren. Ik geloof dat ik niet alle technieken van de richtlijn hoeft te lezen. Aan de ESMA wordt de bevoegdheid gegeven om eisen voor handelsplatformen die raken aan algoritmehandel, al nader uit te werken, om zodoende uniformiteit in de toepassing van de regelgeving en in de

toepassing van het toezicht te waarborgen. De ESMA zal geharmoniseerde tick sizes vaststellen, die rekening houden met zowel de prijs als de liquiditeit van het betreffende instrument, teneinde oneigenlijke concurrentie en een race to the bottom tussen toezichthouders en landen ten aanzien van handelsplatformen te voorkomen.

De heer Koolmees heeft in het bijzonder gevraagd of er nog steeds grenzen kunnen worden gesteld aan de «order to trade»-ratio. Handelsplatformen moeten in staat zijn om de «order to trade»-ratio te beperken en de order flow te vertragen, in het geval dat de maximumcapaciteit van een systeem dreigt te worden bereikt. Dit blijft dus mogelijk. In het Raadscompromis is nooit een limiet ingesteld voor het aantal ingeleigde orders. Daarnaast is er een mogelijk compromisvoorstel bereikt waar onder andere het harmoniseren van het «tick size»-regime onderdeel van is. Een kleinere tick size betekent dat het mogelijk is om prijzen nauwkeuriger vast te stellen, hetgeen kan leiden tot een krappere spread tussen aan- en verkoopprijzen in de markt en daarmee lagere transactie- en frictiekosten. Echter, een te kleine en nauwe tick size kan leiden tot ongewenste liquiditeitsfragmentatie over te veel verschillende prijspunten. Daartussen moet dus een balans worden gevonden.

De heer **Koolmees** (D66): Kunt u dat laatste herhalen?

Minister **Dijsselbloem**: Als het te klein en te nauw is, krijg je ongewenste liquiditeitsfragmentatie in het orderboek. Ik zie dat de heer Koolmees ja knikt, dus dat is geruststellend. De ESMA zal onder andere geharmoniseerde tick sizes vaststellen, die rekening houden met zowel de prijs als de liquiditeit van het desbetreffende instrument.

Mevrouw De Vries heeft gevraagd of het gebruik van de instrumenten of de high-frequencytechnieken door de maatregelen niet ontmoedigd of beperkt wordt; is de balans nog goed? De Nederlandse positie is niet dat het moet worden ontmoedigd of beperkt, maar dat de risico's moeten worden tegengegaan. Dat vereist wel een adequaat toezichtsregime. De maatregelen die nu worden voorgesteld richten zich ook echt op die risico's. Dat is dus in lijn met de Nederlandse positie. De maatregelen zijn niet bedoeld om het te ontmoedigen of te beperken. Naar ons oordeel is de balans op dit moment dus goed. De geschetste risico's worden niet alleen in Europees verband maar mondiaal erkend door regelgevers en toezichthouders, en het ligt voor de hand om het op Europees niveau te regelen.

Naar aanleiding van een aflevering van het programma Tegenlicht heeft de heer Nijboer specifiek gevraagd naar de positie van pensioenfondsen. Ik heb daar wel iets over gehoord maar ik heb die aflevering niet gezien. Het was blijkbaar heel verontrustend. Soms leveren zalen vol met computers die de handel overnemen, een heel verontrustend beeld op voor mensen die niet weten hoe het werkt. Maar serieus: de huidige geautomatiseerde en gefragmenteerde marktomgeving vereist van alle marktdeelnemers dat zij snappen hoe de markt precies werkt en dat zij gerichte maatregelen treffen die hen in staat stellen daarmee om te gaan. Dit brengt natuurlijk kosten met zich mee. Ook pensioenfondsen zullen echter onderkennen dat elektronische handelsomgevingen hebben geleid tot efficiencyvoordelen. Pensioenfondsen kunnen daarbij gebruikmaken van transaction cost analyses om te herkennen of zij gegamed worden. Dat is het mogelijke nadeel van de high-frequency trading: als daar een pensioenfonds in opereert met grote orders, kunnen de prijzen worden opgedreven of juist gedrukt met alle nadelige gevolgen van dien. Bevat MiFID maatregelen om deze risico's te mitigeren? Ja, zoals de al genoemde mogelijkheid van waivers en de mogelijkheid van een discretionaire afhandeling via de OTF.

Voordat ik in een discussie terechtkom over de uitzending van Tegenlicht, die ik niet heb gezien, zal ik de overige opmerkingen daarover overslaan.

De heer Nijboer heeft gevraagd of toezichhouders wel afdoende toegerust zijn om voldoende toezicht te houden op high-frequency trading. De automatisering van die handel vraagt om geavanceerde toezichtstools. Het is een voortdurende rat race van kennis en systemen om toezicht te kunnen houden. Dat vergt gerichte investeringen, zowel in mensen als in middelen, in IT-systemen, in de wijze van werken en in de expertise van medewerkers. De AFM werkt op dit vlak nauw samen met de andere toezichhouders en wisselt veel kennis uit met een kopgroep van internationale collega-toezichhouders. Nederland kent natuurlijk veel high-frequency trading. De AFM heeft daar dus forse expertise op ontwikkeld. MiFID II zal leiden tot meer inzicht in het handelsgedrag van marktpartijen, onder andere middels de toegang tot buitenlandse orderboeken, ««algo-flagging» – die term heb ik net vermeden, dus daar zal ik niet op terugkomen – en meer tools voor de toezichhouders om effectief toezicht te kunnen houden en tijdig bij te kunnen sturen. Dan kom ik bij de grondstofderivaten en positielimieten. De insteek van de motie-De Lange/Koopmans was dat wij ten aanzien van positielimieten niet onder moesten doen voor de VS. Daarbij moet wel worden vermeld dat het Amerikaanse beleid zich op een beperkt aantal instrumenten richt. Het Europese beleid richt zich op alle mogelijke instrumenten en is dus veel breder. Dat is dus wel een verschil. Het Europees beleid is op dat punt dus breder en ambitieuzer dan het Amerikaanse beleid. De vraag van mevrouw De Vries richtte zich op het feit dat de nationale toezichthouder de positielimieten gaat vaststellen en toepassen. Zij is er beducht voor dat de toezichthouder regelgever wordt en dat er verschillen tussen landen kunnen ontstaan. Er ligt nu een compromisvoorstel met betrekking tot de vraag wie de positielimieten moet vaststellen. De heer Merkies heeft daarnaar gevraagd. Het EP en de Commissie waren steeds van mening dat de bevoegdheid tot vaststelling bij de ESMA moest worden belegd. Het grootste deel van de Raad pleitte er echter voor om die bevoegdheid bij de nationale toezichthouders neer te leggen. Het nadeel van beleggen bij de ESMA is dat zij niet het gedetailleerde dagelijkse toezicht op de handel op de verschillende platformen houdt. Er is dus een goed compromis bereikt: de nationale toezichthouder blijft daar het toezicht op houden. De concrete positielimiet voor een bepaald grondstofderivaat wordt vastgesteld door een nationale toezichthouder. Die doet dat op basis van technische voorschriften die de ESMA heeft vastgesteld; dat is dus vergelijkbaar met het model dat we net hebben beschreven. Vervolgens dient de ESMA de door de nationale toezichthouder vastgestelde positielimiet wel goed te keuren. De ESMA zal beoordelen of die positielimiet aanleiding geeft tot toezichtsarbitrage. Indien een grondstofderivaat op handelsplatformen in verschillende jurisdicties wordt verhandeld, dienen de nationale toezichthouders onderlinge overeenstemming te bereiken over de hoogte van de limiet. Indien die toezichthouders geen overeenstemming bereiken, zal de ESMA beslissen. Ook kan de ESMA bij de toepassing van positielimieten coördinerend en handhavend optreden, indien nationale toezichthouders niet of in onvoldoende mate handhaven. Daarmee wordt enerzijds het risico van de race to the bottom voorkomen en anderzijds wordt de veel sterkere positie van de nationale toezichthouders in het toezicht op de handel op grondstoffenderivaten benut en behouden. Dat compromisvoorstel is acceptabel voor de Nederlandse regering.

De heer **Merkies** (SP): Is dit het compromisvoorstel van de Raad? Ik begreep namelijk dat men er nog niet uit is in de triloog. Ik begrijp dat hier nog best wel stevig op gelobbyd wordt, met name vanuit Engeland, om het toch per land te laten bepalen. Het is ook mogelijk dat er weer extra uitzonderingen op komen. Ik roep de Minister dus op om erop in te zetten dat het wel centraal wordt vastgesteld. Dit lijkt een soort middenweg: het is wel per land, maar volgens de regels van de ESMA. Is het dan echt

alleen maar iets mechanisch in de trant van: een land moet precies die regels volgen en kan daar niet zijn eigen interpretatie aan geven?

Minister **Dijsselbloem**: Nee, het is het systeem dat ik heb beschreven. Er zal altijd enige arbitrage plaatsvinden en enige ruimte zijn voor een toezichthouder om vroeger of eerder op te treden, maar dit moet wel gebeuren op basis van technische voorschriften die de ESMA heeft vastgesteld. Alle toezichthouders moeten die voorschriften dus toepassen. De ESMA ziet toe per vastgestelde positielimiet en moet daar ook expliciet goedkeuring voor geven. Het is niet van «we houden het een beetje half in de gaten». Waar de nationale toezichthouder een limiet vaststelt, zal de ESMA goedkeuring moeten verlenen. Ik denk dat dit de goede combinatie is van enerzijds het benutten van de specifieke positie van de nationale toezichthouder, die veel dichter op de platformen zit, en anderzijds het op Europees niveau vaststellen van een aantal regels door de ESMA.

De heer **Merkies** (SP): Op die manier kan ik mij er iets bij voorstellen. In feite is de nationale toezichthouder dan een soort uitvoerende en is het niet aan zijn inzicht om een en ander te bepalen. Als je namelijk zou zeggen «wij hebben nu eenmaal een ander inzicht over die limieten», krijg je een race to the bottom. Ik hoop dat de Minister dat kan bevestigen. Als dat inderdaad de conclusie is, vraag ik mij af waarover dan nog strijd is in Europa.

Minister **Dijsselbloem**: Er werd mij net ingefluisterd dat de trilogie op dit punt nog niet is afgelopen. Daarover vindt nog verdere discussie plaats. Het is wel het compromisvoorstel dat de Raad heeft gedaan. Nogmaals, in een systeem waarbij de nationale toezichthouder er bovenop zit en de technische voorschriften van de ESMA hanteert, heb je de combinatie te pakken van een bodem in de markt – dit is wat je moet toepassen – waarbij je maximaal gebruikmaakt van de positie van de nationale toezichthouder, die er veel beter zicht op heeft, met daarna altijd een check van de ESMA. Ik vind het dus the best of both worlds. Mevrouw De Vries van de VVD heeft een vraag gesteld over open access. Zij vindt het belangrijk dat er zo veel mogelijk derivaten centraal worden gecleared en vroeg zich af of dat nog wel het geval is in het compromisvoorstel. In een eerdere verordening, de EMIR (European Market Infrastructure Regulation), betreffende OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, is geregeld welke en hoeveel derivaten verplicht centraal gecleared dienen te worden. De onderhandelingen die momenteel plaatsvinden over de «open access»-bepalingen wijzigen dat niet. Dat is al vastgelegd. Bovendien bevat MiFIR de verplichting voor een exploitant van een beurs om ervoor te zorgen dat derivaten die worden verhandeld op die beurs gecleared worden. Maar nogmaals, deze voorstellen hebben geen invloed op de hoeveelheid derivaten die centraal gecleared moeten worden, want dat was en blijft geregeld in de EMIR. De heer Nijboer heeft gevraagd naar cliëntclassificatie. Moet je als cliënt, als belegger, worden geclassificeerd als retailbelegger of als professioneel belegger? De heer Nijboer vindt het gewenst om zo veel mogelijk gemeenten, misschien ook semipublieke instellingen, zoals woningbouwcorporaties, ziekenhuizen en scholen, als retailbelegger, dus als niet-professioneel, te beschouwen en daarmee een hoger niveau van bescherming en een grotere verantwoordelijkheid bij de beleggingsonderneming neer te leggen. Het huidige compromis van MiFID II voorziet in de mogelijkheid dat lidstaten nadere regels mogen stellen, met het oog op de expertise en kennis van «municipalities and local public authorities», indien deze verzoeken om aangemerkt te worden als professionele beleggers. Wij hebben nog geen beslissing genomen over de nationale invulling. Ik neem dus kennis van de opvatting van de heer Nijboer ter zake, maar zal daar zeker over praten met de gemeenten zelf. Er zijn

overigens grote verschillen tussen gemeenten, dus daar moeten we nog goed naar kijken. Er is zeker een verschil tussen gemeenten en semipublieke instellingen. Semipublieke instellingen zijn volgens MiFID op basis van een aantal criteria in principe professioneel. Het is nationaal beleid, dat wij recent aan de Kamer hebben gestuurd, dat de vakministers instellingen mogen verplichten om een hogere bescherming aan te vragen. Op basis van criteria, zoals jaaromzet en balanstotaal, zijn semipublieke instellingen volgens de richtlijn in principe professionele instellingen, maar ze mogen een verzoek doen om te worden behandeld als retail. Dan krijgen zij meer bescherming, begeleiding en advies. In het kabinet hebben we afgesproken dat alle Ministers daar expliciet een beslissing over nemen en de mogelijkheid hebben om dat aan hun sector op te leggen. De Minister van Onderwijs kan dus de onderwijssector opleggen om de meer beschermde positie van niet-professionele belegger aan te vragen.

De **voorzitter**: Ik dank de Minister. Dan kunnen wij gelijk door met de tweede termijn van de Kamer. Als eerste is het woord weer aan mevrouw De Vries van de VVD.

Mevrouw **Aukje de Vries** (VVD): Voorzitter. Ik dank de Minister voor de antwoorden en de uitgebreide toelichting, ook al was het – zo zeg ik tegen de mensen die thuis zitten te kijken – soms nogal technisch. Eén punt van mij is blijven liggen. De Minister gaf aan dat het provisieverbod het eenvoudiger en transparanter maakt en dat het zeker niet verder gaat dan wat wij in Nederland doen. Dat klinkt heel goed, maar kan de Minister dit beter onderbouwen? Als dat nu niet kan, dan graag schriftelijk. Ook ben ik benieuwd naar de invoeringsdatum. De Minister heeft namelijk aangegeven dat hij dat per 1 januari 2014 wil invoeren. Op welke termijn gaat het bovendien in de Europese regelgeving ingevoerd worden?

De heer **Merkies** (SP): Voorzitter. Ik heb nog een vraag over de dark pools. Er wordt gezegd dat die minder worden als het meer binnen de handelsplatformen gebeurt. De grap zit «m er nu juist in dat die dark pools ook in die waivers, in die uitzonderingen, zitten, onder andere in MTF's en zo meteen in OTF's. Daarmee is het dus niet helemaal opgelost. In het kader van die waivers wil ik nog ingaan op de block orders. Ik begrijp dat er wordt gezegd: ik wil het voor één prijs, want als het meteen openbaar wordt, gaat die prijs omhoog. Op zich valt daar ook wel wat voor te zeggen, want als jij eenmaal een grote order doet, wordt het goed schaars en gaat de prijs natuurlijk omhoog. Ik kan mij er dus wel wat bij voorstellen dat er transparantie vooraf is. Graag een reactie hierop. Ik wacht de beslissing over de positielimieten in spanning af. Wanneer komt men daarover in de triloog tot een conclusie? Is het mogelijk om ons de komende tijd enigszins op de hoogte te houden van de voortgang in de triloog ten aanzien van de positielimieten?

De heer **Koolmees** (D66): Voorzitter. Ik dank de Minister voor de heldere uiteenzetting over deze ingewikkelde technische materie. Het uitgangspunt voor D66 is het vergroten van de transparantie en het verbeteren van de concurrentie. Ik vind het zeer terecht dat de Minister in zijn beantwoording ook de voordelen van efficiënte en liquide markten benadrukt. Natuurlijk moeten we instrumenten bedenken om de risico's te beheersen. Dat is al ingewikkeld genoeg, omdat je in de liquide markten continu moet onderscheiden tussen wat wel en wat geen misbruik is. Ook geeft de Minister terecht aan dat het vooral op Europees niveau moet worden geregeld.

Ik ben dus zeer tevreden over de beantwoording, maar op het punt van het provisieverbod ga ik dieper in. Ik bedank de Minister voor zijn toezeg-

ging van een evaluatie. Ik ben het met hem eens dat je die niet al na één jaar kunt houden, want de markt moet zich eerst zetten. Ik begrijp die termijn dus wel en het is ook goed dat de AFM de vinger aan de pols houdt, maar nu die markt langzaam op gang begint te komen, ontvang ik veel signalen dat er in de praktijk heel wat fouten zitten. Ik zal die signalen doorsturen naar de Minister, zodat hij die met de AFM kan bespreken. Dat lijkt mij het makkelijkst. Ik heb er namelijk geen zin in dat wij naar aanleiding van de evaluatie over drie jaar moeten constateren dat een heleboel zaken in de praktijk niet goed werken. Ik deel dit dus liever proactief met de Minister dan dat wij een en ander tot de evaluatie moeten opschorten. Dat ga ik dus gewoon doen, juist om te voorkomen dat we achter de feiten aanlopen.

De heer **Nijboer** (PvdA): Voorzitter. Ik dank de Minister voor de uitgebreide behandeling van deze vrij technische maar niet onbelangrijke materie.

Ik ga nog in op drie zaken, allereerst de zorgplicht voor semipublieke en publieke instellingen. Omdat de Minister heeft gezegd dat hij daarop terugkomt, krijg ik graag de toezegging dat dit schriftelijk op enig moment gebeurt.

Ook heb ik een verhelderend antwoord gekregen op mijn vraag hoe het toezicht op de dark pools is geregeld. Ik dank de Minister daarvoor. Ik vond het belangrijk om dat onder de aandacht te brengen.

Een punt van zorg is de uitzending van Tegenlicht. Nog niet helemaal beantwoord is mijn vraag over vermoedens van criminele handelingen, door mensen voor te laten gaan en daar misbruik van te maken. Dat wil ik graag opgehelderd zien. Kwam dat signaal alleen in die uitzending naar voren of zijn er meer signalen bekend, bijvoorbeeld bij de AFM of de Minister? Op welke manier kan daartegen worden opgetreden? Dat signaal kan ik als politicus niet beoordelen, maar het is wel dusdanig serieus dat het aandacht verdient.

Minister **Dijsselbloem**: Voorzitter. De resterende vragen zijn betrekkelijk overzichtelijk. Mevrouw De Vries heeft gevraagd of het provisieverbod een en ander daadwerkelijk eenvoudiger maakt. Het karakter van het compromis dat zich nu dreigt af te tekenen, namelijk dat provisies wel zijn toegestaan maar dat je ze niet mag houden, is echt ingewikkelder om toezicht op te houden. Welke provisies worden er ontvangen door de tussenpersoon, door de adviseur of in dit geval de beleggingsonderneming? Worden die daadwerkelijk doorgegeven en in mindering gebracht op de prijs die in rekening wordt gebracht bij de cliënt, de belegger? Als we dat effectief inzichtelijk willen maken, zal dat tot heel veel administratieve rompslomp en toezichtsactiviteiten leiden. Als de bedoeling ervan is dat de cliënt het geld dat hij moet betalen voor het product, vervolgens weer terugkrijgt, kunnen we ook afspreken dat hij dat deel van de prijs niet hoeft te betalen. Dat is het provisieverbod. Het is niet bedoeld als een nationale kop of om sneller of harder te gaan dan Europa, maar om een ingewikkeld compromis dat bedacht is in de onderhandelingen in Brussel te vervangen door een tamelijk eenduidige en eenvoudige afspraak. Ik hoop dat dat voldoende onderbouwing is. Verder heeft mevrouw De Vries gevraagd naar de invoeringsdatum. Dat is afhankelijk van het moment waarop er een akkoord is bereikt over de richtlijn en de verordening en van de publicatiedatum daarvan. Ik vermoed dat er twee jaar voor wordt genomen om het in nationale wetgeving te implementeren. Die tijd hebben we ook nodig. Het wordt dus op zijn vroegst 2016, maar dat is afhankelijk van het antwoord op de vraag hoe snel het compromis in Europa wordt bereikt en of het op steun kan rekenen.

De heer Merkies heeft zijn zorg uitgesproken over de intransparantie van de dark pools; waivers leiden er toch weer toe dat een deel niet-



transparant is. Mijn antwoord valt uiteen in twee elementen. In de eerste plaats zijn waivers op zichzelf gewenst vanwege de positie van de pensioenfondsen. Over de block orders heeft de heer Merkies gezegd dat het toch logisch is dat de prijs omhooggaat als je veel wilt kopen in de markt; dat is transparantie, dus maak het maar bekend. Als een pensioenfonds een flinke order zou willen plaatsen, kunnen anderen dat zeer vroegtijdig onderkennen met high-frequency trading en de bijbehorende infrastructuur. Vervolgens kunnen zij de prijs verder opdrijven en daar winsten op maken, waardoor de pensioenfondsen meer geld kwijt zijn dan ze in een «normale» markt kwijt zouden zijn geweest. De prijs wordt dus bewust opgedreven, omdat men ziet dat er een grote partij is die een bepaald aandeel in grote volumes wil gaan inkopen. Om dat te voorkomen, maken we het dus mogelijk om zo'n grote order in stukken op te knippen en in de tijd te spreiden.

In de tweede plaats vroeg de heer Merkies zich af of er niet toch transparantie zou moeten zijn op dat punt. Er is wel sprake van posttrade transparency. De toezichthouder krijgt na afloop, posttrade, dus inzicht in de transactierapportages. Het is dus zeker in het belang van de pensioenfondsen dat zij die grote orders niet in alle openheid hoeven te plaatsen maar deze mogelijkheden hebben.

De heer **Merkies** (SP): Daar kan ik mij wel iets bij voorstellen, maar stel dat je in twee grote happen hebt gekocht. Dan zal de prijs na de eerste keer waarschijnlijk omhoog zijn gegaan en zul je dus de tweede keer waarschijnlijk een hogere prijs betalen. Er is immers schaarste gecreëerd. Ik heb dus een beetje het gevoel dat je als je het als block order tegen de dan geldende prijs in de markt koopt, eigenlijk te goedkoop koopt.

Minister **Dijsselbloem**: Ik denk dat de tegenpartij daar echt wel anders over zal denken. Als zij vindt dat het te goedkoop is, zal er wel een correctie op plaatsvinden. Het enige wat wij proberen te voorkomen, is het volgende. Een groot risico van high-frequency trading, waar de pensioenfondsen terecht op hebben gewezen en, sterker nog, waar zij al mee te maken hebben gehad, is dat zodra pensioenfondsen een instrument beginnen te kopen – dat gaat dan vaak in wat grotere volumes – anderen onmiddellijk denken: dit is een kans, wij gaan de prijs opdrijven en daar winst op maken et cetera. Dat is een van de nadelen die wij proberen te mitigeren. Ik denk dus dat het verstandig is.

De heer **Merkies** (SP): De Minister zegt: ik denk dat de tegenpartij er anders over zal denken. Dat is juist het probleem, want de tegenpartij hoort het pas achteraf. Vooraf weet zij dus van niets. Zij kan dus niet anticiperen. Ik begrijp de bezwaren die de Minister heeft, maar ik hoop dat hij ook het bezwaar begrijpt dat dan te goedkoop wordt gekocht.

Minister **Dijsselbloem**: Dit is een beetje een wonderlijke discussie, omdat de woordvoerder van de SP nu de ultieme vrijemarktwerking bepleit. Het is een beetje een herhaling van zetten. Met de tegenpartij bedoel ik de partij die de prijs bepaalt in de onderhandeling met in dit geval het beleggings- of pensioenfonds dat een bepaald aandeel wil inkopen. Onderling bepalen zij de prijs. Wat je niet wilt, is dat derden – door high-frequency trading kan dat namelijk in een split second – ontdekken dat een Nederlands pensioenfonds of een andere grote belegger op een bepaald moment een partij Philips-aandelen wil inkopen, en dat zij daar snel in meedoen en de prijs opdrijven, om vervolgens te cashen als de transactie bijna is afgerond. Dat soort prijsopdrijving, dat schadelijk is en leidt tot meer kosten voor Nederlandse pensioenfondsen, wordt met deze waivers en mogelijkheden van posttrade transparency voorkomen. Ik weet niet of ik de heer Merkies kan overtuigen, maar ik denk dat het een belangrijk punt is.

De heer Merkies heeft ook gevraagd om de Kamer te blijven informeren over de voortgang. Uiteraard zullen wij dat doen. Mogelijk in december zullen al een aantal knopen worden doorgehakt. Wij blijven de Kamer daarvan op de hoogte houden.

De heer Koolmees heeft gezegd dat hij concrete signalen heeft die hij zal doorgeven. Heel graag, want ik wil niet dat te veel signalen te verspreid blijven waardoor we een trend die slecht is voor de consument, niet op tijd ontdekken. Hij kan ze doorgeven aan de AFM of aan mij.

De heer Nijboer heeft een vraag gesteld naar aanleiding van de uitzending van Tegenlicht. Ik stel voor om dat schriftelijk af te handelen, omdat het een vraag naar criminele handelingen betreft. Om iets op basis van een uitzending en een paar zinnen wel of niet te kwalificeren als criminele handeling, zou niet zeer correct zijn. Ik stel voor dat de heer Nijboer mij schriftelijk heel precies aangeeft wat zijn beeld is en wat zijn vragen zijn. Daar zullen wij schriftelijk op reageren en dan kan ik dat zo nodig met mijn collega's van Justitie afstemmen. Om op basis van een tv-uitzending, die ik in ieder geval niet gezien heb, te beoordelen of hetgeen daar gebeurt mogelijk een criminele handeling is, is voor mij namelijk onmogelijk. Het lijkt mij dus netjes om daar zorgvuldig naar te kijken.

Ik zie dat het enthousiasme van de heer Nijboer buitengewoon groot is. Mijnheer Nijboer, het hoeft niet, maar ik ga daar nu niet uit de losse pols op antwoorden.

De **voorzitter**: De heer Nijboer kan natuurlijk ook vragen of de Minister daar een brief over wil sturen.

De heer **Nijboer** (PvdA): Voorzitter, u haalt mij de woorden uit de mond. We hebben natuurlijk een schriftelijke ronde gehad, en ik breng het hier gewoon op in het debat. Op zichzelf is de vraag voldoende helder. Ik kan mij dus heel goed voorstellen dat er nu verder geen directe reactie komt. Het lijkt mij dan ook prima om daar schriftelijk op terug te komen. Om daar echter weer een aparte set Kamervragen aan te wijden, terwijl het hier gewoon aan de orde is ... Dan lijkt mij het voorstel van de voorzitter aanbevelenswaardig.

Minister **Dijsselbloem**: De reden dat ik de heer Nijboer heb gevraagd om zijn vragen heel specifiek te stellen, is als volgt. Ik ken de heer Nijboer als een heel precies iemand, die graag doorgraaft. Specifieke vragen zouden ons in staat stellen om ze ook zo precies mogelijk te beantwoorden, anders krijgt hij misschien net te algemene antwoorden of antwoorden die beside the point zijn. Ook kan het zijn dat wij denken dat het vooral over thema X ging terwijl de heer Nijboer vooral thema Y in de 32ste minuut van de uitzending bedoelde. Om die reden vraag ik om iets meer guidance, zoals dat in Brussel heet, zodat ik de vragen zo goed mogelijk kan beantwoorden. Maar dat kunnen we ook buiten de vergadering om doen.

De **voorzitter**: Dat lijkt mij de meest praktische oplossing. Daarmee zijn wij aan het einde gekomen van dit algemeen overleg. Ik dank allen voor hun inbreng.

Sluiting 14.59 uur.