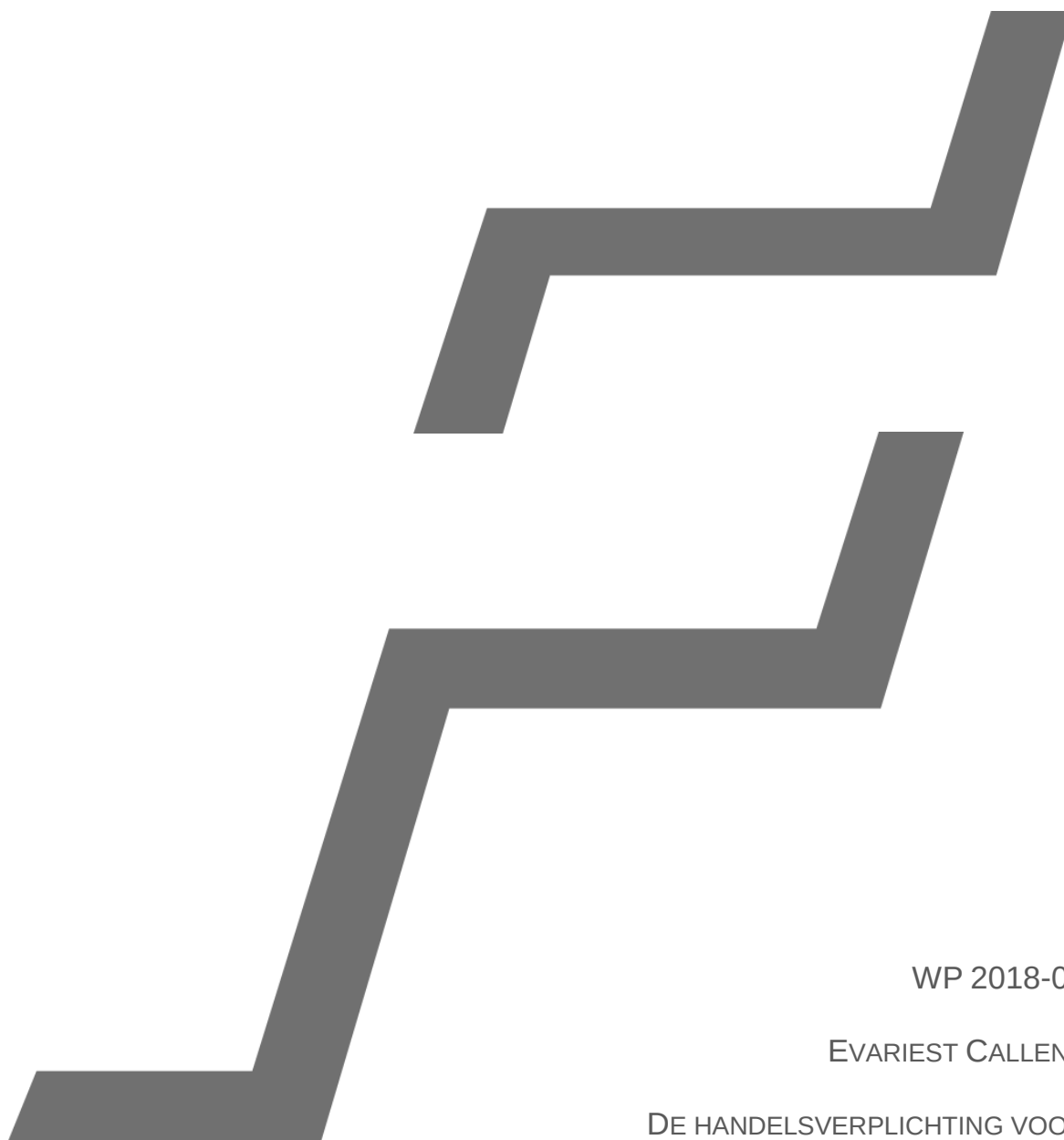


FINANCIAL LAW INSTITUTE

WORKING PAPER SERIES



WP 2018-04

EVARIEST CALLENS

DE HANDELSVERPLICHTING VOOR
DERIVATEN ONDER MIFIR

WP 2018-04

EVARIEST CALLENS

DE HANDELSVERPLICHTING VOOR DERIVATEN ONDER MiFIR

ABSTRACT

In deze bijdrage wordt de draagwijdte van de handelsverplichting voor derivatencontracten onder MiFIR onderzocht. Nadat in een eerste deel op functionele wijze het onderscheid tussen de verschillende handelsplatformen onder MiFID II wordt toegelicht, pogen we in een tweede en derde deel na te gaan welke marktparticipanten en derivatencontracten worden onderworpen aan de MiFIR-handelsverplichting. Daarbij beperken we ons niet tot het reguleringsniveau van de genoemde verordening (en richtlijn), maar besteden we ook aandacht aan de meer technische gedelegeerde verordeningen. Finaal exploreren we in welke mate publiek- en privaatrechtelijke mechanismen kunnen worden aangewend om de handelsverplichting af te dwingen.

The author welcomes your comments at Evariest.Callens@UGent.be.

The final version of this paper will be published in *Verslagboek IFR-studiedagen 2017-2018*.

The entire working paper series can be consulted at <http://www.law.ugent.be/fli/>.

INLEIDING¹

1. Context – MiFIR² en MiFID II³ implementeren de belofte die de “leiders” van de G20 eind 2009 te Pittsburgh maakten om alle gestandaardiseerde *over-the-counter* (OTC) derivaten, in de mate van het mogelijke, te verhandelen op beurzen of elektronische handelsplatformen.⁴

De meeste bepalingen van MiFIR en MiFID II werden – na een jaar uitstel – finaal van kracht op 3 januari 2018.⁵ Op een aantal punten wordt MiFIR aangevuld door gedelegeerde verordeningen, dewelke voor het grootste deel samen met MiFID II en MiFIR van kracht werden op 3 januari 2018. Deze gedelegeerde verordeningen behoeven uiteraard geen omzetting in nationaal recht, nu zij in essentie verordende kracht – en dus directe werking – hebben.

2. Handelsverplichting – MiFIR introduceert een handelsverplichting voor een aantal welomschreven derivatencontracten voor zover zij worden aangegaan tussen bepaalde marktpartijen.⁶ De geïmplementeerde transacties mogen enkel worden uitgevoerd op een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit, een georganiseerde handelsfaciliteit of een handelsplatform van een derde land dat gelijkwaardig is verklaard door de Europese Commissie. De gereguleerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten en georganiseerde handelsfaciliteiten worden samen aangeduid als *handelsplatformen*.⁷ Indien

¹ De auteur wenst Maarten CLEPPE (Head of Legal, AXA Bank Belgium en praktijkassistent, Instituut Financieel Recht, UGent) te bedanken voor de zinvolle suggesties bij een eerdere versie van deze tekst.

² Met het acroniem “MiFIR” wordt verwezen naar Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 84. MiFIR staat voor *Markets in Financial Instruments Regulation*.

³ Met het acroniem “MiFID II” wordt verwezen naar Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349. MiFID staat voor *Markets in Financial Instruments Directive*. MiFID II is de opvolger van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 145, 1, waarnaar in het vervolg van deze bijdrage zal worden verwezen als “MiFID I”. De notie “MiFID” zal in het vervolg van deze bijdrage worden aangewend om te verwijzen naar MiFID I en MiFID II samen.

⁴ G20, *Leaders’ Statement: The Pittsburgh Summit*, september 2009, http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/president/pdf/statement_20090826_en_2.pdf, randnummer 13, bullet 3: “All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest.”

⁵ Artikel 55 MiFIR en artikel 93 MiFID II. In de Pittsburghverklaring van de G20 werd nochtans het engagement uitgesproken om gestandaardiseerde OTC-derivaten uiterlijk tegen eind 2012 op beurzen of elektronische handelsplatformen te verhandelen. De EU-lidstaten kregen van de Europese wetgever tot 3 juli 2017 de tijd om de bepalingen van MiFID II om te zetten in nationaal recht. Het merendeel van de MiFID II-bepalingen werd door de Belgische wetgever pas omgezet door middel van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, *BS* 7 december 2017.

⁶ Artikel 28 (1) MiFIR.

⁷ Artikel 4 (1) (24) MiFID II.

een bepaalde transactie onder de handelsverplichting valt, is het dus in principe verboden het desbetreffende derivatencontract bilateraal te verhandelen.

3. Respons op de financiële crisis – De idee om de verhandeling van bepaalde derivaten te concentreren op handelsplatformen moet gezien worden in het licht van de financiële crisis van 2007-2009. Hoewel de primaire oorzaak van de financiële crisis wellicht eerder macro-economisch van aard was (op dat vlak valt voornamelijk te denken aan de Amerikaanse vastgoedbubbel),⁸ hebben ook derivaten een zekere rol gespeeld bij het ontstaan van de turbulentie op de financiële markten. Voornamelijk *credit default swaps* (CDS) vertolkten een prominente rol bij de totstandkoming van de neerwaartse spiralen waarin een aantal grote financiële entiteiten in de loop van 2008 verwickeld raakten.⁹ In essentie kan een protectiekoper middels een CDS-contract – tegen de betaling van een periodieke vergoeding – een betaling bekomen van de protectieverkoper wanneer een contractueel omschreven *credit event* met betrekking tot een referentieverbintenis van de referentie-entiteit zich manifesteert.¹⁰ De protectieverkoper verbindt er zich meer bepaald toe om – indien een omschreven *credit event* zich voordoet – de geaffecteerde referentieactiva tegen hoofdsom over te kopen van de protectiekoper, dan wel het verschil tussen de hoofdsom en de gedaalde waarde van de activa te verrekenen met de protectiekoper.¹¹ Via een CDS-contract kan men het kredietrisico gekoppeld aan bepaalde financiële activa dus overdragen. Het is echter niet noodzakelijk dat de protectiekoper een risico loopt ten aanzien van de referentie-entiteit opdat hij een CDS zou kunnen sluiten. Doordat dergelijk verzekeraar belang (*insurable interest*) niet vereist wordt, lenen CDS-contracten zich ook tot een gebruik voor speculatieve doeleinden. Een en ander zorgde ervoor dat net voor het uitbarsten van de financiële crisis in 2008 het gesommeerde notionele bedrag van de wereldwijd uitstaande CDS-contracten – volgens de schattingen van de *Bank of International Settlements* (BIS) – meer dan 57.000 miljard US dollar bedroeg.¹² Veel van deze swapcontracten refereerden aan gestructureerde hypotheekproducten (bijvoorbeeld *mortgage backed securities* (MBS)).¹³ Door deze connectie met hypotheekproducten werd de kans op wanprestatie onder de CDS-contracten van een aantal considerabele protectieverkopers gradueel reëler naarmate het verzuim op de

⁸ A. MUSSO, S. NERI, L. STRACCA, “Housing, consumption and monetary policy: How different are the US and the euro area?”, *Journal of Banking & Finance* 2011, (3019) 3019. Zie bijvoorbeeld ook J. V. DUCA, J. MUELLBAUER, A. MURPHY, “Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: Lessons for the future”, *Journal of Financial Stability* 2010, vol. 6, 203-217.

⁹ EUROPESE COMMISSIE, *Communication from the Commission: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, juli 2009, COM(2009) 332, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/communication_en.pdf, 2. Daarbij valt in eerste instantie te denken aan de overname van het noodlijdende Bearn Stearns door JP Morgan, de *bail-out* van AIG en de *default* van Lehman Brothers.

¹⁰ F. BOGAERT, *Overdracht van kredietrisico. Kredietderivaten en effectisering*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 74.

¹¹ F. G. B. GRAAF, R. A. STEGEMAN, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS. Ontmanteling van de 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'?*, Deventer, Kluwer, 2011, 4.

¹² BIS, *OTC derivatives market activity in the first half of 2008*, november 2008, https://www.bis.org/publ/otc_hy0811.htm, 6.

¹³ F. G. B. GRAAF, R. A. STEGEMAN, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS. Ontmanteling van de 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'?*, Deventer, Kluwer, 2011, 33.

Amerikaanse hypotheekmarkt toenam. Door de gebrekkige transparantie van de derivatenmarkt hadden de verschillende marktparticipanten evenwel geen zicht op de precieze blootstellingen van hun tegenpartijen.¹⁴ Deze onzekerheid leidde tot onderling wantrouwen, waardoor de liquiditeit in de markt opdroogde.¹⁵ Het feit dat marktparticipanten met een centrale rol – onder andere via derivatencontracten – nauw met elkaar verbonden waren, versterkte de beschreven mechanismen nog. Gaandeweg werden de *credit ratings* van de marktparticipanten die verliezen zouden lijden naar aanleiding van hun CDS-contracten neerwaarts herzien.¹⁶ De lagere ratings noopten de tegenpartijen van de noodlijdende marktparticipanten ertoe bijkomend onderpand te vragen op de openstaande transacties (*margin calls*), wat voor marktpartijen zonder cashbuffer problematisch was gelet op de afwezigheid van liquiditeit in de markt.¹⁷

4. Wetgevende reacties op de rol van derivaten in de financiële crisis – Door de hierboven geschetste ontwikkelingen kwamen OTC-derivaten in het vizier van de Europese wetgever. Begin 2009 publiceerde de Europese Commissie een beleidsdocument waarin *inter alia* toekomstige initiatieven gericht op de stabilisatie van de financiële markten werden geformuleerd.¹⁸ Met betrekking tot de derivatenmarkten werden de transparantie en de stabiliteit van de markten naar voor geschoven als voornaamste doelstellingen.¹⁹

Met de introductie van EMIR in 2012 intervenueerde de Europese wetgever een eerste maal in de derivatenmarkten.²⁰ Het primaire objectief van EMIR bestaat enerzijds uit de mitigatie van risico's die verband houden met de financiële stabiliteit en anderzijds uit de verbetering

¹⁴ EUROPESE COMMISSIE, *Commission Staff Working Paper Accompanying the Commission Communication: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, juli 2009, SEC(2009) 905, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/report_en.pdf, 5.

¹⁵ Zie over de transmissiemechanismen die ten grondslag lagen aan deze *credit crunch* bijvoorbeeld M. K. BRUNNERMEIER, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008", *Journal of Economic Perspectives* 2009, vol. 23, 77-100. Lees voor een vulgariserend overzicht van de gebeurtenissen voor, tijdens en na de *credit crunch* A. R. Sorkin, *Too Big to Fail*, New York, Viking Press, 2009, 600 p.

¹⁶ F. G. B. GRAAF, R. A. STEGEMAN, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS. Ontmanteling van de 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'?*, Deventer, Kluwer, 2011, 33-34.

¹⁷ Zie voor een theoretische onderbouwing van het mechanisme van de "*margin spirals*" M. K. BRUNNERMEIER, L. H. PEDERSEN, "Market Liquidity and Funding Liquidity", *Review of Financial Studies* 2009, vol. 22, 2201-2238. BRUNNERMEIER en PEDERSEN beargumenteren in essentie dat verhoogde *margins* en dalende marktprijzen financiële markten in een neerwaartse spiraal brengen.

¹⁸ EUROPESE COMMISSIE, *Communication for the spring European Council: Driving European recovery vol. 1*, maart 2009, COM(2009) 114, 19 p., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>.

¹⁹ EUROPESE COMMISSIE, *Communication for the spring European Council: Driving European recovery vol. 1*, maart 2009, COM(2009) 114, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>, 7. Deze doelstellingen werden in een later stadium ook opgepikt door de Raad van de Europese Unie. Zie RAAD VAN DE EU, *Presidency Conclusions*, juni 2009, 11225/09, 7, no. 18, beschikbaar via www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/101346.pdf.

²⁰ Met het acroniem "EMIR" wordt verwezen naar Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, *Pb.L.* 27 juli 2012, afl. 201, 1. EMIR staat voor *European Markets Infrastructure Regulation*.

van de transparantie van derivatencontracten.²¹ Wat betreft OTC-derivaten, schrijft EMIR voor dat welomschreven derivaten gesloten tussen bepaalde marktparticipanten centraal moeten worden gecleard door een *central counterparty* (CCP).²² Voor de derivatencontracten die niet aan deze verplichting tot centrale clearing worden onderworpen verlangt EMIR de toepassing van een aantal bilaterale technieken gericht op risicomitigatie.²³ Verder voorziet EMIR een rapportageverplichting die dicteert dat *alle* derivatentransacties moeten worden gerapporteerd aan een *trade repository* (TR).²⁴ Finaal reguleert EMIR ook de marktinfrastructuur (*i.e.* CCPs en TRs) die nodig is om de voorgaande verplichtingen tot uitvoer te brengen.

Reeds in de voorbereidende fase van EMIR, werd evenwel ook het idee geopperd om de verhandeling van bepaalde gestandaardiseerde derivaten verplicht te verschuiven naar gereguleerde handelsplatformen.²⁵ Volgens de Europese Commissie faciliteert dergelijke handelsverplichting transparantie, competitie, marktoverzicht en prijsinformatie.²⁶ Ook verhoogde liquiditeit, operationele efficiëntie en toegankelijkheid voor marktparticipanten zouden behoren tot de voordelen van de (verplichte) verhandeling op handelsplatformen.²⁷ In het vervolg van deze bijdrage analyseren we deze handelsverplichting voor derivatencontracten. Zoals verder zal blijken, is de MiFIR-handelsverplichting in belangrijke mate geënt op de clearingverplichting uit EMIR. Op bepaalde punten doorheen de tekst zal dus noodzakelijkerwijs aan EMIR worden gerefereerd.

5. Doel en structuur van de bijdrage – In deze bijdrage onderzoeken we de draagwijdte van de handelsverplichting voor derivatencontracten onder MiFIR. Nadat we in een eerste deel op functionele wijze het onderscheid tussen de verschillende handelsplatformen onder MiFID II toelichten, pogen we in een tweede en derde deel na te gaan welke marktparticipanten en derivatencontracten worden onderworpen aan de MiFIR-handelsverplichting. Daarbij beperken we ons niet tot het reguleringsniveau van de genoemde verordening (en richtlijn), maar besteden we ook aandacht aan de meer technische gedelegeerde verordeningen. Finaal exploreren we in welke mate publiek- en

²¹ Cf. considerans 4 EMIR.

²² Artikel 4 EMIR.

²³ Artikel 11 EMIR.

²⁴ Artikel 9 EMIR.

²⁵ EUROPESE COMMISSIE, *Communication from the Commission: Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, juli 2009, COM(2009) 332, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/communication_en.pdf, 11; EUROPESE COMMISSIE, *Commission Staff Working Paper. Consultation Document: Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets*, juli 2009, SEC(2009) 914, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/derivatives/derivatives_consultation.pdf, 9.

²⁶ EUROPESE COMMISSIE, *Public consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, 8 december 2010, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm, 12.

²⁷ R. STEGEMAN, A. BERKET, "Derivatives: Trading, Clearing, STP, Indirect Clearing, and Portfolio Compression" in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017, (391) 395.

privaatrechtelijke mechanismen kunnen worden aangewend om de handelsverplichting af te dwingen.

I. HANDELSPLATFORMEN

6. Handelsplatformen – MiFIR verlangt dat bepaalde derivatentransacties enkel worden verricht op gereglementeerde handelsplatformen. Zoals hoger reeds aangehaald, omvat de notie “handelsplatformen” onder MiFID II alle gereglementeerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten en georganiseerde handelsfaciliteiten. De begrippen gereglementeerde markt en multilaterale handelsfaciliteit bestonden reeds onder MiFID I.²⁸ MiFID II introduceert het nieuwe concept “georganiseerde handelsfaciliteit”. Op het moment van schrijven zijn er 99 gereglementeerde markten, 71 multilaterale handelsfaciliteiten en 13 georganiseerde handelsfaciliteiten gevestigd in landen van de EER.²⁹

Gelet op de afbakening van deze bijdrage, beogen we in wat volgt geen exhaustief overzicht te geven van de (verschillen tussen) de toepasselijke regelgeving voor de te onderscheiden handelsplatformen.³⁰ We beperken ons hoofdzakelijk tot het aanstippen van een aantal juridische gelijkenissen en verschillen tussen de verschillende types handelsplatformen die relevant kunnen zijn voor marktparticipanten die hun derivaten (moeten) verhandelen op een van de respectievelijke handelsplatformen.³¹ Hieronder brengen we in eerste instantie de concepten gereglementeerde markt en multilaterale handelsfaciliteit in herinnering. Nadien vervolgen we met een begripsomschrijving van het nieuwe begrip georganiseerde handelsfaciliteit. De door de Europese Commissie gelijkwaardig verklaarde handelsplatformen van derde landen komen niet aan bod.³²

²⁸ Artikel 4 (14) en (15) MiFID I.

²⁹ Zie het relevante register (*MiFID2/MiFIR Trading venues/Systematic internalisers/Data Reporting Service providers database*) op de website van ESMA, beschikbaar via <https://www.esma.europa.eu/databases-library/registers-and-data> (data bijgewerkt tot en met 16 maart 2018). De twee in België gevestigde gereglementeerde markten zijn Euronext Brussels en Euronext Brussels Derivatives. Voorts zijn onder andere Euronext Access Brussels, MTS Belgium en Ventes Publiques (Expert Market) in België gevestigd als multilaterale handelsfaciliteiten. Tot op heden zijn er geen Belgische georganiseerde handelsfaciliteiten.

³⁰ Zie daarvoor bijvoorbeeld J. SMETHURST, “MiFID/MiFIR Trading Venues” in J. HERBST, *A Practitioner’s Guide to MiFID II*, London, Thomson Reuters, 2015, 297-373.

³¹ We behandelen bijvoorbeeld niet de verboden wijzen van uitvoering van transacties op een georganiseerde handelsfaciliteit. Zie voor een overzicht daarvan evenwel D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, Deventer, Kluwer, 2015, 134-137.

³² Zie evenwel artikel 28 (4) MiFIR. De Europese Commissie publiceerde – minder dan een maand voor het van kracht worden van MiFIR – een uitvoeringsbesluit waarin 37 Amerikaanse platformen equivalent werden verklaard. Zie Uitvoeringsbesluit (EU) 2017/2238 van de Commissie van 5 december 2017 betreffende de gelijkwaardigheid van het wettelijke en toezichtskader dat in de Verenigde Staten van Amerika overeenkomstig Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van toepassing is op designated contract markets en swap execution facilities, *Pb.L.* 6 december 2017, afl. 320, 11. Zie in ditzelfde kader, maar voor de Verenigde Staten: Commodity Futures Trading Commission, Order of Exemption of Multilateral Trading Facilities and Organised Trading Facilities Authorized Within the European Union from the Requirement to Register with the Commodity Futures Trading Commission as Swap Execution Facilities, 8 december 2017, https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@requestsandactions/documents/ifdocs/mtf_otfor12-08-17.pdf.

§ 1. GERELEMENTEERDE MARKTEN EN MULTILATERALE HANDELSFACILITEITEN

7. Gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten – De noties gereguleerde markt³³ en multilaterale handelsfaciliteit³⁴ worden verduidelijkt in MiFID II, doch blijven *in se* ongewijzigd in vergelijking met de definities uit MiFID I. Beide begrippen leunen zeer nauw bij elkaar aan daar zij dezelfde georganiseerde handelsfuncties beogen te omvatten.³⁵

Een aantal cruciale elementen treft men inderdaad aan in de definities van zowel de gereguleerde markt als de multilaterale handelsfaciliteit. Beide handelsplatformen zijn namelijk multilaterale systemen die meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten — binnen het systeem en volgens niet-discretionaire regels — samenbrengen op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit.

De notie *systeem* omvat alle markten die bestaan uit een geheel van regels en een handelsplatform, maar ook markten die enkel op basis van een geheel van regels werken.³⁶ Enkel de systemen waarin meerdere koop- en verkoopintenties³⁷ van derden met betrekking tot financiële instrumenten op elkaar kunnen inwerken (*i.e. multilaterale systemen*),³⁸ kunnen aanleiding geven tot een kwalificatie als gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit. Bilaterale systemen waarbij een beleggingsonderneming bij iedere transactie voor eigen rekening optreedt (zelfs indien de beleggingsonderneming in principe geen risico draagt door zich in een transactie tussen koper en verkoper te positioneren) vallen niet onder de definities.³⁹ Bijzonder van belang in beide definities is dat de koop- en verkoopintenties aan de hand van *niet-discretionaire* regels moeten worden samengebracht. De regels van het multilateraal systeem mogen de exploitant van de gereguleerde markt of de multilaterale handelsfaciliteit dus geen enkele mogelijkheid laten om de interactie tussen de koop- en verkoopintenties te beïnvloeden.⁴⁰ Op dit punt onderscheiden gereguleerde

³³ Artikel 4 (1) (21) MiFID II definieert een gereguleerde markt als “een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten — binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem — samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig titel III van [MiFID II].”

³⁴ Artikel 4 (1) (22) MiFID II definieert een multilaterale handelsfaciliteit als “een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten — binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels — samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig titel II van [MiFID II].”

³⁵ Cf. considerans 7 MiFIR.

³⁶ Considerans 7 MiFIR. Dit is opmerkelijk nu de gereguleerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten en georganiseerde handelsfaciliteiten gezamenlijk toch worden aangeduid als *handelsplatformen*.

³⁷ Daarbij moet de notie *koop- en verkoopintenties* een ruime invulling krijgen. Orders, koersen en blikken van belangstelling vallen er in ieder geval onder volgens considerans 7 MiFIR.

³⁸ Cf. artikel 4 (1) (19) MiFID II.

³⁹ Considerans 7 MiFIR.

⁴⁰ Considerans 7 MiFIR.

markten en multilaterale handelsfaciliteiten zich van georganiseerde handelsfaciliteiten (zie *infra* X). Finaal moet er volgens beide definities ook een overeenkomst voortvloeien uit het samenbrengen van de intenties. Volgens de Europese wetgever zal dit zich voordoen wanneer de uitvoering plaatsvindt volgens de regels, de protocollen of de interne exploitatieprocedures van het multilateraal systeem.⁴¹

8. Gereguleerde markten versus multilaterale handelsfaciliteiten – Gelet op de voorgaande gelijkenissen in begripsomschrijving, rijst de vraag naar het criterium op basis waarvan men gereguleerde markten kan onderscheiden van multilaterale handelsfaciliteiten. Het staat vast dat een systeem een vergunning als gereguleerde markt dient te verkrijgen alvorens het kan worden beschouwd als een gereguleerde markt.⁴² De vaststelling dat een handelsplatform dat vergund is als een gereguleerde markt een gereguleerde markt is, vormt echter slechts een weinig verhelderende cirkelredenering.⁴³ Zoals hieronder zal worden geïllustreerd, manifesteert het werkelijke onderscheid tussen gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten zich ons inziens voornamelijk op het vlak van de (intensiteit van) de toepasselijke regelgeving. Hoewel de regelen die vastknopen aan de respectievelijke noties te onderscheiden zijn, is de toepasselijkheid van de ene dan wel de andere set van regelen finaal gedetermineerd door de keuze gemaakt door het handelsplatform zelf,⁴⁴ en zijn dus slechts de *gevolgen* van de kwalificatie als dusdanig verschillend.

De verschillende toepasselijke regelgeving vloeit in belangrijke mate voort uit het feit dat het exploiteren van een multilaterale handelsfaciliteit – in tegenstelling tot de exploitatie van een gereguleerde markt – een beleggingsactiviteit vormt.⁴⁵ Dit impliceert dat een vergunde beleggingsonderneming, mits onderwerping aan een aantal specifieke bijkomende voorschriften,⁴⁶ een multilaterale handelsfaciliteit kan exploiteren. De exploitant van een multilaterale handelsfaciliteit zal bijgevolg worden onderworpen aan de MiFID II-regelen die gelden voor beleggingsondernemingen.⁴⁷ Het exploiteren van een gereguleerde markt vormt daarentegen geen beleggingsactiviteit, waardoor de exploitant van een gereguleerde markt⁴⁸ niet aan de regels voor beleggingsondernemingen wordt

⁴¹ Considerans 7 MiFIR.

⁴² Zie artikel 44 e.v. MiFID II.

⁴³ Cf. T. VAN DYCK, *De geharmoniseerde prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 509.

⁴⁴ N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014, 463; A. P. H. KLEIN, C. W. M. LIEVERSE, "Handelsplatformen onder de MiFID: gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten", *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2008, nr. 1/2, (23) 26.

⁴⁵ Artikel 4 (1) (2) *juncto* bijlage I, deel A (8) MiFID II.

⁴⁶ Zie bijvoorbeeld artikelen 18-20 MiFID II.

⁴⁷ Artikel 1 (7) lid 1 MiFID II.

⁴⁸ Zie ook artikel 4 (1) (18) MiFID II.

onderworpen. MiFID II voorziet evenwel een gelijkaardige – doch niet identieke⁴⁹ – set van regelen waaraan de exploitanten van gereguleerde markten zich dienen te houden.⁵⁰

De keuze van een handelsplatform om te opteren voor het (strenger gereguleerde) statuut van de gereguleerde markt, zal veelal zijn ingegeven door het kwaliteitslabel dat vastkleeft aan de verkrijging van de vergunning als gereguleerde markt.⁵¹ De toelatings- en openbaarmakingsstandaarden die van toepassing zijn op instrumenten die toegelaten zijn tot de handel op een gereguleerde markt vervullen immers een signaalfunctie. Doordat de genoemde voorwaarden aan potentiële investeerders een bepaalde zekerheid verschaffen aangaande de kwaliteit van de informatie omtrent de genoteerde instrumenten, zullen de emittenten van de financiële instrumenten hun *cost of capital* gereduceerd zien.⁵² Zo moet bijvoorbeeld enkel voor effecten toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt verplicht een prospectus worden voorzien.⁵³ Ook de specifieke MiFID-verplichtingen aangaande de toelating van financiële instrumenten tot de handel zijn – in tegenstelling tot wat men zou kunnen vermoeden op basis van de Nederlandstalige versie van de richtlijn⁵⁴ –

⁴⁹ Cf. D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, Deventer, Kluwer, 2015, 131; N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014, 463.

⁵⁰ Artikel 1 (7) lid 1 MiFID II.

⁵¹ N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014, 463.

⁵² N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014, 463.

⁵³ De Prospectusrichtlijn schrijft voor dat de “aanbieding van effecten aan het publiek” en “elke toelating van effecten tot de handel op een [...] gereguleerde markt” de publicatie van een prospectus vereist. Zie artikelen 1 (1) en 3 (1) en (3) Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb.L.* 31 december 2003, afl. 345, 64. Uit het voorgaande blijkt dat de prospectusplicht slechts speelt bij de toelating tot de handel van bepaalde effecten op een gereguleerde markt. Voor de verhandeling van effecten op multilaterale en georganiseerde handelsfaciliteiten is slechts een prospectus vereist voor zover de verhandeling kwalificeert als, of gepaard gaat met, een aanbieding aan het publiek. Cf. T. VAN DYCK, *De geharmoniseerde prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 505. Ook wanneer de Prospectusverordening van kracht zal zijn geworden, blijft deze redenering gelden. Zie artikelen 1 (1) en 3 (1) en (3) Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG, *Pb.L.* 30 juni 2017, afl. 168, 12. Op 21 juli 2019 zal de Prospectusrichtlijn worden vervangen door de Prospectusverordening (artikel 46 *juncto* artikel 49 Prospectusverordening).

⁵⁴ De Nederlandstalige versie van artikel 18 (5) MiFID II met betrekking tot de toepasselijkheid van onder andere de regelen inzake de toelating tot de handel bevat namelijk een foutieve verwijzing. De Nederlandstalige versie van de richtlijn verlangt – in weerwil van bijvoorbeeld de Engelstalige, Franstalige, Duitstalige en Spaanstalige versies van artikel 18 (5) MiFID II – van de exploitant van een multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteit de naleving van de verplichtingen aangaande (1) de synchronisatie van beursklokken (artikel 50 MiFID II); en (2) de toelating van financiële instrumenten tot de handel (artikel 51 MiFID II). Deze verplichtingen zijn echter enkel van toepassing zijn op gereguleerde markten en niet op multilaterale en georganiseerde handelsfaciliteiten. De Engelstalige, Franstalige, Duitstalige en Spaanstalige versies van artikel 18 (5) MiFID II verlangen van de exploitant van een multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteit de naleving van de verplichtingen aangaande (1) de weerbaarheid van systemen, handelonderbrekers en elektronische handel (artikel 48 MiFID II); en (2) verhandelingsseenheden voor financiële instrumenten (artikel 49 MiFID II). De wet tot omzetting van MiFID II naar Belgisch recht hanteert wel de correcte verwijzingen en volgt de Nederlandstalige versie van de richtlijn dus terecht niet. Zie artikel 46, §5) *juncto* artikelen 22 en 23 van de wet van 21 november 2017 over de

enkel van toepassing op gereguleerde markten.⁵⁵ Deze bepalingen schrijven onder meer voor dat gereguleerde markten duidelijke en transparante regels moeten handhaven betreffende de toelating van financiële instrumenten tot de handel.⁵⁶ Specifiek voor derivatencontracten, moeten de regels van de gereguleerde markt ervoor zorgen dat de vorm van het derivatencontract verenigbaar is met een ordelijke koersvorming en met doeltreffende afwikkelingsvoorwaarden.⁵⁷ Voorts impliceert de toepassing van de genoemde regelen ook dat gereguleerde markten – in tegenstelling tot multilaterale handelsfaciliteiten – gehouden zijn te verifiëren of de emittenten van de effecten die zijn toegelaten tot de handel op de gereguleerde markt de verplichtingen inzake informatieverstrekking nakomen.⁵⁸

§ 2. GEORGANISEERDE HANDELSFACILITEITEN

9. Georganiseerde handelsfaciliteiten – Net zoals een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit, vormt een georganiseerde handelsfaciliteit een multilateraal systeem waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden kunnen interageren.⁵⁹ Een georganiseerde handelsfaciliteit onderscheidt zich echter van gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten doordat de exploitant van een georganiseerde handelsfaciliteit orders op discretionaire wijze dient uit te voeren.⁶⁰ Daarbij moet de exploitant evenwel rekening houden met de transparantievereisten en de *best execution*-verplichtingen. De exploitant van een georganiseerde handelsfaciliteit moet blijken de overwegingen voorafgaand aan MiFIR op twee verschillende beslissingsniveaus over de genoemde discretionaire ruimte kunnen beschikken: (i) bij de beslissing tot het al dan niet plaatsen (of intrekken) van een order op de georganiseerde handelsfaciliteit; en (ii) bij de beslissing om op een bepaald moment een gegeven order niet te matchen met de in het systeem beschikbare orders, mits zulks in overeenstemming is met de specifieke instructies van de cliënten en met de *best execution*-verplichtingen.⁶¹ De genoemde discretionaire

infrastructuren voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, BS 7 december 2017.

⁵⁵ Artikel 51 MiFID II. Zie evenwel artikel 18 (2) MiFID II.

⁵⁶ Artikel 51 (1) lid 1 MiFID II. Gereguleerde markten moeten ook regelmatig verifiëren of de door hen tot de handel toegelaten financiële instrumenten nog aan de toelatingsvoorwaarden voldoen. Zie artikel 51 (4) MiFID II.

⁵⁷ Artikel 51 (2) MiFID II.

⁵⁸ Artikel 51 (3) lid 1 MiFID II. Zie daarover ook gedelegeerde verordening (EU) 2017/568 van de Commissie van 24 mei 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van technische reguleringsnormen voor de toelating van financiële instrumenten tot de handel op gereguleerde markten, Pb.L. 31 maart 2017, afl. 87, 117.

⁵⁹ Artikel 4 (1) (23) MiFID II definieert een georganiseerde handelsfaciliteit als “een multilateraal systeem, anders dan een gereguleerde markt of een MTF, waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot obligaties, gestructureerde financiële producten, emissierechten en derivaten op zodanige wijze met elkaar kunnen interageren dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig titel II van [MiFID II].”

⁶⁰ Considerans 9, lid 1 MiFIR.

⁶¹ Zie considerans 9, lid 1 MiFIR. De discretionaire ruimte om de interactie tussen koop- en verkoopintenties te beïnvloeden noopt BUSCH ertoe te besluiten dat de georganiseerde handelsfaciliteit niet enkel

bevoegdheid mag de neutraliteit van de georganiseerde handelsfaciliteit evenwel niet in de weg staan. Zo moet de exploitant van de georganiseerde handelsfaciliteit bijvoorbeeld op voorhand verduidelijken hoe de discretionaire bevoegdheid (op beide voornoemde niveaus) zal worden uitgeoefend⁶² en moeten er niet-discriminerende bepalingen worden opgesteld die de toegang tot het platform regelen.⁶³

Een ander punt waarop de georganiseerde handelsfaciliteit verschilt van de gereguleerde markt en de multilaterale handelsfaciliteit, betreft de financiële instrumenten waarvoor koop- en verkoopintenties van derden worden samengebracht. Op een georganiseerde handelsfaciliteit kunnen uitsluitend intenties van derden met betrekking tot obligaties, gestructureerde financiële producten, emissierechten en derivaten worden samengebracht.⁶⁴ De verhandeling van *equity*-instrumenten kan bijgevolg niet als dusdanig plaatsvinden op een georganiseerde handelsfaciliteit.

De genese (en de daarmee samengaande regulering) van de georganiseerde handelsfaciliteit heeft volgens de Europese wetgever tot doel de transparantie en efficiëntie van de financiële markten te bevorderen en gelijke concurrentievoorwaarden te creëren tussen de verschillende platformen die multilaterale transactiediensten aanbieden.⁶⁵ Door een brede definitie te hanteren voor de georganiseerde handelsfaciliteit hoopt de Europese wetgever te anticiperen op toekomstige (technologische) evoluties en zodoende alle (toekomstige) types van georganiseerde uitvoering en regeling van handel – die niet overeenkomen met de functionaliteiten of regelgevingsspecificaties van de bestaande platformen – onder het regelgevend kader van de georganiseerde handelsfaciliteiten te kunnen brengen.⁶⁶ MiFID II realiseert deze doelstelling evenwel per definitie slechts partieel, nu de verhandeling van *equity*-instrumenten alvast niet kan plaatsvinden op een georganiseerde handelsfaciliteit (*supra*). Wanneer men de doelstellingen van de Europese regelgever bij de introductie van de georganiseerde handelsfaciliteit pragmatischer benadert, dan moet men vaststellen dat de hoger aangehaalde G20-beloofte om de handel in gestandaardiseerde OTC-derivaten te

beleggingsactiviteiten voert (het exploiteren van een georganiseerde handelsfaciliteit), maar ook beleggingsdiensten verleent. Zie D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, Deventer, Kluwer, 2015, 134.

⁶² Artikel 18 (1) MiFID II *juncto* considerans 9, lid 2 MiFIR.

⁶³ Artikel 18 (3) MiFID II. ESMA beschouwt in dat opzicht bijvoorbeeld als niet-toelaatbaar: (1) het van een marktparticipant vereisen dat deze een minimum aan transacties uitvoert op de OTF; of (2) het van een marktparticipant vereisen dat deze een *direct clearing member* is bij een CCP. Zie ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR market structures topics*, 18 december 2017, <https://www.esma.europa.eu/document/qa-mifid-ii-and-mifir-market-structures-topics-0>, 34.

⁶⁴ Artikel 4 (1) (23) MiFID II. Merk op dat de Europese Commissie initieel niet voornemens was de op georganiseerde handelsfaciliteiten verhandelbare financiële instrumenten te beperken. Zie EUROPESE COMMISSIE, *Public consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, 8 december 2010, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm, 9.

⁶⁵ Considerans 8, lid 1 MiFIR.

⁶⁶ Zie consideransen 6 en 8, lid 1 MiFIR; EUROPESE COMMISSIE, *Public consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, 8 december 2010, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm, 9.

verschuiven naar beurzen of elektronische handelsplatformen, allicht een belangrijke reden is geweest om de georganiseerde handelsfaciliteit boven het doopvont te houden.⁶⁷ De (pre-MiFID II ongereguleerde) alternatieve handelsplatformen – waar een deel van de derivatenhandel zich afspeelt – vallen immers onder de nieuwe notie georganiseerde handelsfaciliteit. De conceptie van het begrip georganiseerde handelsfaciliteit laat toe om de G20-belofte te vervullen, zonder noodzakelijkerwijs alle handel in voldoende gestandaardiseerde OTC-derivaten te moeten “verschuiven” naar gereguleerde markten of multilaterale handelsfaciliteiten. Door de aanvulling van de bestaande regulering met de regelen opgebouwd rond het concept “georganiseerde handelsfaciliteit” verschaft de Europese wetgever zichzelf immers een aanknopingspunt dat alle elektronische handelsplatformen omvat en zodus toelaat de G20-belofte waar te maken.

§ 3. “MULTILATERALE OVER-THE-COUNTER HANDELSPLATFORMEN”

10. OTC – De verhandeling van een derivatencontract op een van de omschreven handelsplatformen belemmert volgens de Europese wetgever niet noodzakelijkerwijs dat een derivaat als OTC kan worden gecatalogeerd. Voor de toepassing van EMIR en MiFIR kwalificeren alle derivaten waarvan de uitvoering niet plaatsvindt op een gereguleerde markt⁶⁸ of op een equivalent verklaarde markt van een derde land⁶⁹ immers als OTC-derivatencontracten.⁷⁰ Ook derivaten verhandeld op multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteiten worden dus als OTC-derivatencontracten beschouwd.⁷¹ Dit is opmerkelijk. Multilaterale en georganiseerde handelsfaciliteiten zijn immers – net zoals gereguleerde markten – multilaterale handelsplatformen waarop meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot derivaten op elkaar kunnen inwerken. Dit multilateraal karakter contrasteert met de bilaterale transacties die traditioneel als OTC worden aangemerkt.⁷²

⁶⁷ Cf. J. DINANT, “Nieuwe regels voor marktstructuur als gevolg van MiFID II” in Nederlands Compliance Instituut (ed.), *Jaarboek Compliance 2015*, Deventer, Kluwer, 2015, (265) 268; D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, Deventer, Kluwer, 2015, 163.

⁶⁸ Ex artikel 4 (1) (24) MiFID II (voormalig artikel 4 (1) (14) MiFID I).

⁶⁹ Ex artikel 2 *bis* EMIR.

⁷⁰ Artikel 2 (7) EMIR. MiFIR voorziet geen eigen definitie van OTC-derivaten en verwijst ook niet expliciet naar EMIR voor de invulling van dit begrip. Toch vindt de EMIR-definitie onrechtstreeks toepassing. Zoals *infra* zal blijken, kunnen immers enkel derivaten die onder de clearingverplichting ex artikel 5 EMIR vallen worden onderworpen aan de MiFIR-handelsverplichting (zie artikel 32 (1) (a) MiFIR). Deze EMIR-bepaling refereert op haar beurt wel aan de OTC-notie zoals ze vevat ligt in EMIR en maakt de EMIR-definitie van OTC-derivaten dus ook van toepassing voor de MiFIR-handelsverplichting.

⁷¹ De Europese Commissie zondigt evenwel tegen deze indeling in artikelen 2 (2) en 3 (2) Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/2020 van de Commissie van 26 mei 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in financiële instrumenten met technische reguleringsnormen betreffende criteria om uit te maken of aan de clearingverplichting onderworpen derivaten aan de handelsverplichting moeten worden onderworpen, *Pb.L.* 19 november 2016, afl. 313, 2 (hierna: Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR). Zie *infra* nr. X.

⁷² Cf. bijvoorbeeld D. DUFFIE, A. LI, T. LUBKE, *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 424, 2010, beschikbaar via https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr424.html, 1; G. FERRARINI, P. SAGUATO, “Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MiFIR”, *Journal of Corporate Law Studies* 2013, vol.

De opdeling tussen OTC verhandelde derivaten en derivaten verhandeld op een gereglementeerde markt is niet zonder belang. Zoals verder in deze tekst zal blijken, knoopt de verplichting tot centrale clearing uit EMIR immers aan bij de OTC-notie. De MiFIR-handelsverplichting kan op haar beurt enkel worden opgelegd voor derivatencontracten die aan de clearingverplichting zijn onderworpen (*infra* X). Een en ander heeft als gevolg dat derivaten die kwalificeren als “verhandeld op een gereglementeerde markt” niet aan de handelsverplichting kunnen worden onderworpen, wat – zoals verder zal worden beargumenteerd in randnummer X – potentieel problematisch is in het licht van de *ratio legis* van de MiFIR-handelsverplichting.

II. MARKTPARTIJEN ONDERWORPEN AAN DE HANDELSVERPLICHTING

11. Geviseerde marktparticipanten – Een door de regelgever geviseerd derivatencontract (*infra* X) moet enkel verplicht op een handelsplatform worden verhandeld indien de regelgever ook de beide partijen bij het contract viseert. Op dit punt vertoont MiFIR een sterke parallel met het toepassingsgebied van de clearingverplichting uit EMIR. De Europese wetgever onderwerpt namelijk enerzijds financiële tegenpartijen en anderzijds clearingplichtige niet-financiële tegenpartijen aan de MiFIR-handelsverplichting.⁷³ Hieruit volgt dat geviseerde derivaten geïnitieerd tussen (i) twee financiële tegenpartijen; (ii) een financiële tegenpartij en een clearingplichtige niet-financiële tegenpartij; of (iii) twee clearingplichtige niet-financiële tegenpartijen, in beginsel op een handelsplatform moeten worden uitgevoerd.

12. Financiële tegenpartijen en clearingplichtige niet-financiële tegenpartijen – De invulling van de begrippen financiële en niet-financiële tegenpartij gebeurt volledig conform de EMIR-definities. Bijgevolg kwalificeren de volgende entiteiten als *financiële tegenpartijen* voor zover zij – overeenkomstig de toepasselijke Europese regelgeving – een vergunning hebben verkregen om hun respectievelijke activiteiten uit te oefenen: beleggingsondernemingen, kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen, herverzekeringsondernemingen, instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) en desgevallend hun beheermaatschappijen, instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening en alternatieve beleggingsfondsen beheerd door Alternative Investment Fund Managers (AIFMs).⁷⁴ *Niet-financiële tegenpartijen* worden daarentegen negatief gedefinieerd als zijnde alle in de EU gevestigde ondernemingen die geen financiële tegenpartij of CCP zijn.⁷⁵ Hieruit

13, part 2, (319) 322; F. G. B. GRAAF, R. A. STEGEMAN, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS. Ontmanteling van de 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'?*, Deventer, Kluwer, 2011, 117.

⁷³ Artikel 28 (1) MiFIR.

⁷⁴ Artikel 2 (8) EMIR.

⁷⁵ Artikel 2 (9) EMIR.

volgt meteen dat alle transacties met niet-ondernemingen worden uitgesloten van het toepassingsgebied van de handelsverplichting.⁷⁶

Zoals hoger reeds duidelijk werd, worden enkel de clearingplichtige niet-financiële tegenpartijen aan de handelsverplichting onderworpen. Niet-financiële tegenpartijen zijn clearingplichtig onder EMIR indien zij een gecumuleerde positie in OTC-derivatencontracten innemen dewelke boven de EMIR-clearingdrempel⁷⁷ uitkomt. Zulks wordt slechts geacht het geval zijn indien de gemiddelde lopende positie over een periode van 30 werkdagen boven de clearingdrempel uitkomt (de niet-financiële tegenpartij dient evenwel *onmiddellijk* ESMA en de bevoegde nationale autoriteit in kennis stellen bij de eerste overschrijding van de clearingdrempel).⁷⁸ Bij de berekening van haar posities in de OTC-derivatenmarkt moet de niet-financiële tegenpartij alle OTC-derivatencontracten in rekening brengen die zijn gesloten door de niet-financiële tegenpartij zelf en door andere niet-financiële entiteiten binnen de groep waartoe de niet-financiële tegenpartij behoort.⁷⁹ Het voorgaande geldt slechts in de mate dat van de genoemde contracten niet objectief kan worden aangetoond dat ze risico's verminderen die rechtstreeks met de commerciële bedrijvigheid of de activiteiten betreffende het beheer van de kasmiddelen van de niet-financiële tegenpartij of van de groep verband houden.⁸⁰ Hoewel EMIR op dat vlak geen verplichtingen stelt, heeft de praktijk technieken ontwikkeld waarmee marktparticipanten elkaar bilateraal of multilateraal notificaties kunnen sturen aangaande hun "status" onder EMIR. Zo voorziet de International Swaps and Derivatives Association (ISDA) in een protocol dat deelnemers toelaat aan te geven of zij

⁷⁶ Cf. D. BUSCH, "MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets", *Law and Financial Markets Review* 2017, vol. 11, nos. 2-3, (126) 136.

⁷⁷ Op basis van de bevoegdheid die zij daartoe krijgt in artikel 10 (4) EMIR stelde de Europese Commissie clearingdrempels vast in de Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende indirecte clearingregelingen, de clearingverplichting, het openbaar register, toegang tot een handelsplatform, niet-financiële tegenpartijen, risico-inperkingstechnieken voor niet door een CTP geclearde OTC-derivatencontracten, *Pb.L.* 23 februari 2013, aflevering 52, 11 (hierna: Gedelegeerde Verordening nr. 149/2013). Artikel 11 van de genoemde Gedelegeerde Verordening bepaalt het hiernavolgende: "De clearingdrempelwaarden voor de toepassing van de clearingverplichting zijn: a) 1 miljard EUR in bruto notionele waarde voor otc-kredietderivatencontracten; b) 1 miljard EUR in bruto notionele waarde voor otc-aandelenderivatencontracten; c) 3 miljard EUR in bruto notionele waarde voor otc-rentederivatencontracten; d) 3 miljard EUR in bruto notionele waarde voor otc-valutaderivatencontracten; e) 3 miljard EUR in bruto notionele waarde voor otc-grondstoffenderivatencontracten en andere otc-derivatencontracten waarin onder de punten a) tot en met d) niet is voorzien."

⁷⁸ Artikel 10 (1) (a) en (b) EMIR. Een standaardformulier voor de kennisgeving aan ESMA is beschikbaar via <https://www.esma.europa.eu/document/notification-exceeding-clearing-threshold>.

⁷⁹ Artikel 10 (3) EMIR.

⁸⁰ Artikel 10 (3) EMIR. Gedelegeerde Verordening nr. 149/2013 poneert in artikel 10 de criteria om te bepalen van welke OTC-derivatencontracten objectief kan worden vastgesteld dat zij risico's verminderen. Een bespreking van deze criteria valt buiten het bestek van deze bijdrage, maar in essentie wordt in het genoemde artikel een vrij ruime notie van *hedging* geconcipeerd en moeten alle derivaten die zijn aangegaan met het oog op *hedging* buiten beschouwing worden gelaten bij de positieberekening.

kwalificeren als een (al dan niet clearingplichtige) niet-financiële tegenpartij en dat ook de contractuele gevolgen vastlegt van het doorgeven van een foutieve kwalificatie.⁸¹

We stellen vast dat de Europese wetgever zich – net zoals onder EMIR – niet heeft beperkt tot het viseren van financiële entiteiten. Ook grote *corporates* worden aan de handelsverplichting onderworpen. De Europese wetgever verantwoordt deze onderwerping door te wijzen op de op het vermeende systeemrisico verbonden aan posities van niet-financiële tegenpartijen die de clearingdrempel overschrijden.⁸²

13. Entiteiten in derde landen – De voorgaande uiteenzetting impliceert niet dat de beide entiteiten die contractspartij zijn bij de transactie in een lidstaat moeten zijn gevestigd opdat de handelsverplichting toepassing zou kunnen vinden.

De handelsverplichting geldt immers ook voor geïsoleerde tegenpartijen (zoals omschreven onder X) die derivatentransacties aangaan met entiteiten in derde landen die onder de clearingverplichting zouden vallen indien ze in een lidstaat zouden zijn gevestigd.⁸³ Naar analogie met transacties tussen twee entiteiten die in een lidstaat zijn gevestigd, geldt het voorgaande uiteraard slechts voor zover de transactie een derivatenklasse betreft waarop de handelsverplichting van toepassing is verklaard.

Voorts speelt de handelsverplichting ook tussen twee entiteiten die zijn gevestigd in derde landen en die onder de clearingverplichting zouden vallen indien zij in een lidstaat zouden zijn gevestigd, voor zover zij derivatentransacties aangaan die behoren tot een derivatenklasse waarop de handelsverplichting van toepassing is verklaard.⁸⁴ Bijkomende voorwaarde is in dit geval dat het derivatencontract een rechtstreeks, substantieel en te voorzien effect moet hebben binnen de EU/EER of dat de handelsverplichting nodig of passend moet zijn om de ontwijking van MiFIR-bepalingen te voorkomen.⁸⁵

⁸¹ Zie ISDA, *ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol*, maart 2013, <https://www.isda.org/protocol/isda-2013-emir-nfc-representation-protocol/>.

⁸² Zie bijvoorbeeld Memorie van toelichting voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, 7.

⁸³ Artikel 28 (2) MiFIR.

⁸⁴ Artikel 28 (2) MiFIR.

⁸⁵ Een rechtstreeks, substantieel en te voorzien effect zal in essentie voorliggen indien (1) de twee in een derde land gevestigde entiteiten via hun bijkantoren in de EU/EER het OTC-derivatencontract aangaan en als financiële tegenpartijen zouden worden aangemerkt, mochten zij in de EU/EER zijn gevestigd; of (2) wanneer – onder bepaalde voorwaarden – ten minste één in een derde land gevestigde entiteit een garantie geniet die is verstrekt door een in de EU/EER gevestigde financiële tegenpartij. Zie artikel 2 Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/579 van de Commissie van 13 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in financiële instrumenten met technische reguleringsnormen betreffende het rechtstreekse, substantiële en te voorziene effect van derivatencontracten binnen de Unie en het voorkomen van de ontwijking van voorschriften en verplichtingen, *Pb.L.* 31 maart 2017, aflevering 87, 189.

14. Uitzonderingen – Intragroeptransacties⁸⁶ en transacties die beleggingsrisico's beperken die rechtstreeks verband houden met de financiële solvabiliteit van pensioenregelingen⁸⁷ worden onder bepaalde voorwaarden uitgesloten van het toepassingsgebied van de handelsverplichting.

III. DERIVATEN ONDERWORPEN AAN DE HANDELSVERPLICHTING

15. Geviseerde derivaten – Zoals hoger reeds aangestipt, speelt de handelsverplichting enkel voor derivaten die behoren tot een klasse van derivaten waarvoor de handelsverplichting geldt krachtens de relevante gedelegeerde verordeningen.⁸⁸ In het proces tot identificatie van de derivaten die aan de handelsverplichting moeten worden onderworpen vertolkt ESMA een centrale rol. ESMA stelt namelijk de ontwerpen op van de gedelegeerde verordeningen die bepalen welke derivaten verplicht moeten worden verhandeld op een handelsplatform.⁸⁹ Pas in een volgende fase beslist de Europese Commissie of de gedelegeerde verordeningen ook effectief worden vastgesteld.⁹⁰ Vooraleer we hieronder de uitkomst van dit identificatieproces toelichten, onderzoeken we hoe ESMA via het uitvoeren van een *bottom-up* identificatieprocedure tot dit resultaat is kunnen komen. Aansluitend bekijken we een alternatieve *top-down* procedure die ESMA zou kunnen volgen

⁸⁶ Artikel 28 (1) MiFIR *juncto* artikel 3 EMIR. Daarbij volstaat het evenwel niet dat een OTC-derivaat wordt aangegaan tussen twee tegenpartijen die tot dezelfde groep behoren. Conform EMIR gelden bijkomende voorwaarden opdat een derivatencontract als een intragroeptransactie zou kunnen worden aangemerkt. Die voorwaarden verschillen naargelang de relevante marktpartij een financiële dan wel een niet-financiële tegenpartij is. Een bespreking van de vernoemde voorwaarden past echter niet binnen het bestek van deze bijdrage. Zie daarover evenwel artikel 3 EMIR.

⁸⁷ Artikel 28 (1) MiFIR *juncto* artikel 89 EMIR. Initieel gold de uitzondering voor pensioenregelingen slechts voor een overgangsperiode van drie jaar na de inwerkingtreding van EMIR (zie de oorspronkelijke versie van artikel 89 EMIR). Die overgangsperiode werd nadien echter meerdere malen verlengd. Zolang er door CCPs nog geen passende technische oplossing is ontwikkeld voor de overdracht *non-cash collateral* als *variation margin*, is de Europese wetgever ervoor bevreesd de verplichting tot centrale clearing op te leggen aan pensioeninstellingen. Zie artikel 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/1515 van de Commissie van 5 juni 2015 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad wat de verlenging van de overgangsperiodes voor pensioenregelingen betreft, *Pb.L.* 15 september 2015, aflevering 239, 63 (eerste verlenging van twee jaar tot 15 augustus 2017) en artikel 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/610 van de Commissie van 20 december 2016 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad wat de verlenging van de overgangsperiodes voor pensioenregelingen betreft *Pb.L.* 31 maart 2017, aflevering 86, 3 (bijkomende verlenging van tot 15 augustus 2018). In de voorgestelde EMIR-wijzigingen van mei 2017 wordt andermaal een verlenging voorgesteld, deze maal voor drie jaar. Zie artikel 1 (20) Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 wat betreft de clearingverplichting, de opschorting van de clearingverplichting, de rapportagevereisten, de risicolimiteringstechnieken voor otc-derivatencontracten die niet door een centrale tegenpartij worden gecleard, de registratie van en het toezicht op transactieregisters en de vereisten voor transactieregisters, 4 mei 2017, COM(2017) 208.

⁸⁸ Op basis van artikel 28 (1) MiFIR moet ESMA op haar website ook een register bijhouden waarin de volgende gegevens dienen te worden vermeld: de derivaten waarvoor de handelsverplichting geldt, de platformen waar deze derivaten tot de handel zijn toegelaten of worden verhandeld en de data met ingang waarvan de verplichting in werking treedt. Zie artikel 34 MiFIR en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_trading_obligation.pdf.

⁸⁹ Artikel 32 (1) (a) MiFIR.

⁹⁰ Artikel 32 (1) *in fine* MiFIR.

om bepaalde derivaten aan de handelsverplichting te onderwerpen. ESMA's identificatieproces blijft ook voor de toekomst relevant nu de uitkomst van dit proces (*i.e.* de aan de handelsverplichting onderworpen derivaten) geen statisch gegeven is. ESMA kan namelijk te allen tijde overgaan tot een evaluatie van de bestaande gedelegeerde verordeningen of initiatief nemen om gedelegeerde verordeningen te ontwikkelen die bijkomende derivatenklassen onderwerpen aan de handelsverplichting.⁹¹

§ 1. **BOTTOM-UP IDENTIFICATIEPROCEDURE**

16. Voorwaarden voor onderwerping aan de handelsverplichting – Opdat een bepaalde klasse van derivaten onder de MiFIR-handelsverplichting zou kunnen vallen, dienen in beginsel een aantal cumulatieve voorwaarden te zijn vervuld.⁹² Vooreerst moet de klasse van derivaten onder de EMIR-verplichting tot centrale clearing vallen. Opdat de handelsverplichting in werking zou kunnen treden moet de klasse van derivaten evenwel ook worden verhandeld op ten minste één handelsplatform en voldoende liquide zijn. Hieronder analyseren we deze drie – door ESMA te toetsen – voorwaarden in respectievelijke volgorde. Vooreerst moeten we echter de betekenis en het belang van het in dit kader relevante begrip “derivatenklassen” verifiëren.

17. Derivatenklassen en relevante subsets van derivatenklassen – EMIR definieert een klasse van derivaten als een groep van derivaten die essentiële kenmerken gemeen hebben.⁹³ Volgens de tekst van EMIR dient in dat opzicht *minstens* de verhouding tot de onderliggende activa, het type van de onderliggende activa en de valuta van het notioneel bedrag gemeenschappelijk te zijn. De overwegingen bij de gedelegeerde verordening betreffende de liquiditeitstest merken ook de vervaldatum, de aanvangstermijn van de looptijd, de serie (*on-* of *off-the-run*) en het al dan niet gebaseerd zijn op een standaardcontract aan als kenmerken die aanleiding kunnen geven tot opdeling in een derivatenklasse.⁹⁴ Derivaten met enkel een verschillende looptijd kunnen (uiteraard) wel tot dezelfde derivatenklasse behoren.⁹⁵ Men kan dus – voor de verschillende valuta – onder andere de volgende derivatenklassen onderscheiden: rentederivaten, kredietderivaten, *equityderivaten*, *foreign exchange* derivaten en *commodity* derivaten.⁹⁶ ESMA splitst deze derivatenklassen verder op in relevante subsets op basis van enig ander kenmerk dat dienstig kan zijn om contracten binnen een bepaalde klasse van elkaar te onderscheiden.⁹⁷ ESMA concipieert dus respectievelijk klassen en subklassen door essentiële kenmerken *tussen* groepen te onderscheiden van niet-

⁹¹ Zie artikelen 32 en 28 (2) *in fine* MiFIR.

⁹² Zie evenwel *infra* X voor de alternatieve identificatieprocedure.

⁹³ Artikel 2 (6) EMIR.

⁹⁴ Considerans 7 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

⁹⁵ Artikel 2 (6) EMIR.

⁹⁶ Cf. R. STEGEMAN, A. BERKET, “Derivatives: Trading, Clearing, STP, Indirect Clearing, and Portfolio Compression” in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017, (391) 401-402.

⁹⁷ ESMA, *Discussion Paper. MiFID II/MiFIR*, ESMA/2014/548, 22 mei 2014, 185, nr. 3.

essentiële kenmerken *binnen* groepen. Hoewel de handelsverplichting wordt opgebouwd vanuit de begrippen “derivatenklassen en relevante subsets van derivatenklassen”, heeft ESMA aangegeven eventueel nog bijkomende kenmerken te zullen specificeren om tot een meer fijnzinnige opdeling te komen.⁹⁸ Wij menen uit het voorgaande te mogen afleiden dat de in MiFIR gehanteerde notie “klasse van derivaten of relevante subset daarvan” *an sich* weinig (rechts)gevolgen sorteert. ESMA’s invulling van de noties “derivatenklasse” en “subset van derivatenklasse” laat immers toe om bij het opstellen van de gedelegeerde verordeningen die bepalen welke derivaten aan de handelsverplichting worden onderworpen *de facto* te differentiëren op het niveau van de derivatencontracten zelf. Zoals *infra* zal blijken, is deze vaststelling relevant in het licht van de handelsplatformtest.

A. CENTRALE CLEARING CONFORM EMIR

18. Onderwerping aan de verplichting tot centrale clearing – Enkel indien een bepaalde klasse (of een relevante subset daarvan) van derivaten onder de verplichting tot centrale clearing van EMIR valt,⁹⁹ kan ESMA die derivaten ook onderwerpen aan de handelsverplichting.¹⁰⁰ Na onder meer de contractuele en operationele standaardisatie, het volume, de liquiditeit en de beschikbaarheid van betrouwbare prijsinformatie van de verschillende klassen van derivaten in ogenschouw te hebben genomen,¹⁰¹ besloot ESMA dat verschillende klassen van OTC-rentederivaten in EUR, USD, GBP, JPY, NOK, PLN en SEK en OTC-kredietderivaten in EUR verplicht centraal moeten worden gecleard door CCPs.¹⁰² Een diepgaande analyse van ESMA’s proces tot identificatie van de derivaten die onderworpen zijn aan de EMIR-clearingverplichting past evenwel niet binnen het bestek van deze bijdrage.

De noodzakelijke onderwerping aan de EMIR-clearingverplichting impliceert meteen dat derivaten verhandeld op een gereguleerde markt niet aan de MiFIR-handelsverplichting kunnen worden onderworpen.¹⁰³ Nu derivatencontracten verhandeld op een gereguleerde markt niet kwalificeren als OTC-derivaten en de EMIR-clearingverplichting per definitie enkel toepassing kan vinden voor dergelijke OTC-derivaten, is het uitgesloten dat

⁹⁸ ESMA, *Discussion Paper. MiFID II/MiFIR*, ESMA/2014/548, 22 mei 2014, 185, nr. 3; ESMA, *Final Report. Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-227, 28 september 2017, 9, nrs. 24-26.

⁹⁹ Zie artikel 5 (2) en (4) EMIR.

¹⁰⁰ Artikel 32 (1) (a) MiFIR.

¹⁰¹ Art. 5 (4) (1) en considerans 21 EMIR.

¹⁰² Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/2205 van de Commissie van 6 augustus 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting, *Pb.L.* 1 december 2015, afl. 314, 13 (hierna: Gedelegeerde Verordening 2015/2205 tot aanvulling van EMIR); Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/592 van de Commissie van 1 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting, *Pb.L.* 19 april 2016, afl. 103, 5 (hierna: Gedelegeerde Verordening 2016/592 tot aanvulling van EMIR); Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1178 van de Commissie van 10 juni 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen inzake de clearingverplichting, *Pb.L.* 20 juli 2016, afl. 195, 3 (hierna: Gedelegeerde Verordening 2016/1178 tot aanvulling van EMIR).

¹⁰³ Zie daarover reeds kort *supra* X.

derivaten verhandeld op een gereglementeerde markt onder de handelsverplichting zouden vallen.¹⁰⁴ De relevantie van deze vaststelling ligt in de consequenties van de niet-onderwerping aan de handelsverplichting: derivaten verhandeld op een gereglementeerde markt mogen nog steeds bilateraal worden verhandeld. Er bestaat dus een zeker risico dat handel in deze derivaten – in weerwil van de doelstelling van de handelsverplichting – zou verschuiven van gereglementeerde markten naar een puur bilaterale sfeer.¹⁰⁵ ESMA onderkent deze problematiek, maar meent dat het risico op een verschuiving eerder beperkt is door de transparantievereisten en de kwantitatieve drempels van toepassing op het nieuwe regime voor *systematic internalisers* (SIs).¹⁰⁶

B. HANDELSPLATFORMTEST

19. Handelsplatformtest – MiFIR bepaalt dat de klasse van derivaten (of een relevante subset daarvan) reeds zal moeten zijn toegelaten tot de handel of worden verhandeld op ten minste één handelsplatform alvorens die derivatenklasse aan de handelsverplichting kan worden onderworpen door ESMA.¹⁰⁷

20. Beschikbaarheid voor verhandeling – De notie “toegelaten tot de handel” behoeft weinig interpretatie. Nu de loutere toelating tot de handel op een handelsplatform geen *de facto* verhandeling impliceert, mag worden aangenomen dat ESMA op basis van deze notie slechts moet toetsen of er een handelsplatform *beschikbaar* is voor verhandeling.

¹⁰⁴ Ook de alternatieve *top-down* procedure beschreven in randnummer X kan geen soelaas bieden. Cf. R. STEGEMAN, A. BERKET, “Derivatives: Trading, Clearing, STP, Indirect Clearing, and Portfolio Compression” in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017, (391) 404. Opdat ESMA gebruik zou kunnen maken van de *top-down* procedure wordt immers vereist dat voor de geïmplementeerde derivaten “nog geen centrale tegenpartij een vergunning heeft op grond van artikel 14 of artikel 15 [EMIR]” of dat de geïmplementeerde derivaten “nog niet tot de handel zijn toegelaten of worden verhandeld op een in artikel 28, lid 1 [MiFIR] genoemd handelsplatform.” Door de verplichting tot centrale clearing van alle op gereglementeerde markten verhandelde derivaten (artikel 29 MiFIR) zal de eerste voorwaarde nooit voldaan zijn. Ook de tweede alternerende voorwaarde zal voor derivaten verhandeld op een gereglementeerde markt uiteraard nooit vervuld zijn.

¹⁰⁵ R. STEGEMAN, A. BERKET, “Derivatives: Trading, Clearing, STP, Indirect Clearing, and Portfolio Compression” in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017, (391) 404.

¹⁰⁶ ESMA, *Final Report. Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, ESMA/2015/1464, 28 september 2015, 191, nr. 20. Een *systematic internaliser* wordt in artikel 4 (1) (20) MiFID II gedefinieerd als “een beleggingsonderneming die op georganiseerde, frequente, systematische en aanzienlijke basis voor eigen rekening handelt bij het buiten een gereglementeerde markt of een MTF of OTF uitvoeren van orders van cliënten zonder een multilateraal systeem te exploiteren.” Zie artikel 14 e.v. MiFIR voor wat betreft de transparantievereisten waarvan sprake. De kwantitatieve drempels voor *systematic internalisers* waaraan gerefereerd wordt in artikel 4 (1) (20) *in fine* MiFID II worden verder gespecificeerd in de artikelen 12-17 Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb.L.* 31 maart 2017, afl. 87, 1. Zie met betrekking tot derivaten in het bijzonder artikel 15 van de genoemde gedelegeerde verordening.

¹⁰⁷ Artikel 32 (2) (a) MiFIR.

De notie “worden verhandeld” lijkt daarentegen op het eerste zicht te refereren aan de werkelijke verhandeling van derivaten. Een aantal marktparticipanten zijn dan ook de mening toegedaan dat ESMA bij het uitvoeren van de handelsplatformtest moet nagaan of bepaalde derivaten ook *de facto* worden verhandeld op het desbetreffende handelsplatform.¹⁰⁸

Deze redenering wordt niet bijgetreden door ESMA. ESMA meent namelijk dat de daadwerkelijke verhandeling van derivaten irrelevant is voor de toepassing van de handelsplatformtest. Het feit dat een bepaalde klasse van derivaten *beschikbaar* is voor verhandeling op een Europees handelsplatform is naar de mening van ESMA voldoende voor de vervulling van de handelsplatformtest.¹⁰⁹ ESMA argumenteert in dat kader dat de handelsplatformtest overeenkomstig artikel 32 (2) (a) MiFIR moet worden uitgevoerd op het niveau van de klasse van derivaten (of een relevante subset daarvan) en dat het in de praktijk onmogelijk is om vast te stellen of er al dan niet werkelijke verhandeling is voor *alle* derivaten binnen een bepaalde klasse.¹¹⁰ Merk op dat de assumptie die ten grondslag ligt aan deze gedachtegang haaks lijkt te staan op de ruime invulling die ESMA geeft aan de notie “klasse van derivaten of subset daarvan”. De ruime interpretatie laat ESMA immers toe te differentiëren op het niveau van het individuele derivatencontract (*supra* X).

Wij zijn, net zoals ESMA, de mening toegedaan dat de Europese wetgever bij de invulling van de handelsplatformtest met de notie “worden verhandeld” – volledig parallel met wat het geval is voor de notie “toelating tot de handel” – slechts heeft willen toetsen of er een handelsplatform *beschikbaar* is voor verhandeling. Anders oordelen lijkt overigens afbreuk te doen aan de relevantie van de liquiditeitstest (*infra* X).¹¹¹

Wellicht kan een verklaring voor de enigszins ongelukkige woordkeuze van de Europese wetgever worden gevonden in de gangbare legislatieve aanwending van de noties “toegelaten tot de handel” en “worden verhandeld”. De notie “toelating tot de handel” wordt door de Europese wetgever immers in beginsel voorbehouden voor verwijzingen naar *de beslissing van een geregementeerde markt*¹¹² om de verhandeling van bepaalde financiële

¹⁰⁸ ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 11, nr. 22. In de hypothese (die wij niet onderschrijven, *infra*) dat beide aangehaalde noties refereren aan *alle* handelsplatformen, komt deze argumentatie merkwaardig voor. Nu de bewoordingen van de Europese wetgever duidelijk wijzen op een altemeer criterium (“of”) en het “worden verhandeld” van een klasse van derivaten de “toelating tot de handel” van die klasse van derivaten lijkt te impliceren, valt moeilijk in te zien hoe het vereisen van de toetsing van de effectieve verhandeling enige additionele waarde zou kunnen toevoegen aan het criterium.

¹⁰⁹ ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 12, nr. 23.

¹¹⁰ ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 11-12, nr. 23.

¹¹¹ Zoals *infra* zal worden beargumenteerd, menen wij dat de liquiditeitstest peilt naar de liquiditeit van een bepaalde klasse van derivaten in de bilaterale markt én op de handelsplatformen.

¹¹² De voorbeelden zijn legio: (i) de definitie van geregementeerde markt vermeldt dat overeenkomsten op een geregementeerde markt slechts tot stand kunnen komen met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de geregementeerde markt tot de handel zijn toegelaten, terwijl de definities van

instrumenten op haar platform toe te laten.¹¹³ De notie “worden verhandeld” krijgt daarentegen veelal een ruimere invulling en wordt gehanteerd om te refereren aan de (beschikbaarheid voor verhandeling op)¹¹⁴ handelsplatformen in het algemeen (*i.e.* zonder een distinctie te maken tussen gereguleerde markten en multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteiten).¹¹⁵ Het verschillende gebruik van de twee concepten door de Europese wetgever is dus voornamelijk gelieerd aan het onderscheid tussen gereguleerde markten en andere handelsplatformen. Het laatstgenoemde onderscheid is pertinent omdat een aantal Europeesrechtelijke verplichtingen enkel spelen voor financiële instrumenten die beschikbaar zijn voor verhandeling op een gereguleerde markt (*supra* X). Om aan te duiden dat bepaalde verplichtingen enkel aanknopen bij gereguleerde markten heeft de Europese wetgever strikt genomen evenwel geen nood aan de onderscheiden noties “toegelaten tot de handel” en “worden verhandeld”. Een simpele verwijzing naar de geïsoleerde handelsplatformen kan immers volstaan. Het voorbehouden van de notie “toegelaten tot de handel” voor het refereren aan gereguleerde markten schept verwarring. Hoewel artikel 51 MiFID II (“toelating van financiële instrumenten tot de handel” [eigen onderstreping]) enkel van toepassing is op gereguleerde markten (*supra* X en voetnoot X), zullen financiële instrumenten in de praktijk immers ook moeten worden toegelaten tot de handel op multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteiten.¹¹⁶

de multilaterale en de georganiseerde handelsfaciliteit geen dergelijke verwijzing naar een toelating tot de handel bevatten (zie artikel 4 (1) (21) (22) en (23) MiFID II); (ii) het artikel waarin de handelsverplichting voor derivaten vervat ligt heeft het over “[...] worden toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of [...] worden verhandeld op elk handelsplatform [...]”, waaruit blijkt dat “toegelaten tot de handel” wordt voorbehouden om te refereren aan gereguleerde markten, terwijl “worden verhandeld” wordt gehanteerd om te verwijzen naar alle handelsplatformen (zie artikel 28 (3) MiFIR); (iii) artikel 18 (8) MiFID II behoudt de notie “toelating tot de handel” voor aan gereguleerde markten en contrasteert dit met het “worden verhandeld” op een multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteit: “[i]ndien een effect dat tot de handel op een gereguleerde markt is toegelaten, ook in een [multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteit] wordt verhandeld [...]”; (iv) artikel 28 (2) MiFID II koppelt de notie “toelating tot de handel” aan gereguleerde markten, terwijl het de notie “worden verhandeld” vastknoopt aan handelsplatformen in het algemeen. *Contra*: artikelen 25 (4) (a) en 33 (3) (a) MiFID II maken gewag van financiële instrumenten toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit.

¹¹³ De beslissing tot toelating tot de handel dient te worden onderscheiden van de beslissing tot goedkeuring van het prospectus. De beslissing tot toelating tot de handel (*admission to trading*) is immers een bevoegdheid die bij de gereguleerde markt ligt. De goedkeuring van het prospectus door de bevoegde nationale autoriteit impliceert dus niet de toelating tot de handel op de gereguleerde markt. C. GEBHARDT, J. STRECKER, “Primary Market: Bringing Products to the Market” in R. FRANCIONI R., A. SCHWARTZ (eds.), *Equity Markets in Transition: The Value Chain, Price Discovery, Regulation, and Beyond*, Cham, Springer, 2017, (71) 74.

¹¹⁴ Weliswaar in de zin van artikel 18 (2) MiFID II (*i.e.* een letterlijke en theoretische lezing van het eerste lid van deze bepaling sluit niet uit dat financiële instrumenten die voldoen aan de regels opgesteld door de multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteiten worden verhandeld op de respectievelijke platformen zonder dat de handelsplatformen daartoe toelating verlenen; zie evenwel *infra* en voetnoot X voor een meer realistische interpretatie).

¹¹⁵ Zie de voorbeelden aangehaald in voetnoot X.

¹¹⁶ A. P. H. KLEIN, C. W. M. LIEVERSE, “Handelsplatformen onder de MiFID: gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten”, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2008, nr. 1/2, (23) 26; T. VAN DYCK, *De geharmoniseerde prospectusplicht*, Brugge, die Keure, 2010, 508-509. Zie ook artikel 18 (2) MiFID II.

21. Aantal handelsplatformen – Uit de verwoording van de handelsplatformtest blijkt voorts dat de toelating tot de handel of de verhandeling van een bepaalde derivatenklasse op één handelsplatform volstaat om de test te doorstaan.¹¹⁷ De beschikbaarheid voor verhandeling op een handelsplatform in het Verenigd Koninkrijk kwalificeert daarbij heden uiteraard nog als het zijn toegelaten tot de handel of het worden verhandeld op een Europees handelsplatform. Bepaalde marktparticipanten verzochten ESMA de drempel op te trekken tot twee of drie handelsplatformen.¹¹⁸ De vrees bestond dat indien een bepaalde klasse van derivaten slechts zou zijn toegelaten tot de handel op één handelsplatform, bepaalde marktparticipanten mogelijks uitgesloten zouden kunnen worden van de handel in die klasse van derivaten indien het handelsplatform de marktparticipant zou weigeren. Er moet in dat kader evenwel worden gewezen op het principe van niet-discriminatie bij de toegang tot een handelsplatform.¹¹⁹ Nu MiFIR de drempel van het aantal handelsplatformen vastlegt, lijkt de bevoegdheid om de drempel te verhogen overigens ook niet aan ESMA toe te komen.

Aangezien ESMA reeds bij onderwerping van een bepaalde derivatenklasse aan de EMIR-clearingverplichting nagaat of die klasse van derivaten ook voor clearing aanvaard is door minstens één CCP, moet dit met het oog op de onderwerping aan de handelsverplichting niet meer worden geverifieerd.¹²⁰

C. LIQUIDITEITSTEST

22. Liquiditeitstest – Bij het opstellen van de ontwerpen van gedelegeerde verordeningen, dient ESMA ook na te gaan of er in een bepaalde klasse van derivaten (of een relevante subset daarvan) voldoende koop- en verkoopintenties van derde partijen aanwezig zijn.¹²¹ Meer specifiek moet de klasse van derivaten kunnen worden aangemerkt als “*voldoende liquide*” om uitsluitend op handelsplatformen te worden verhandeld. ESMA beschikt ook over de bevoegdheid om te bepalen dat een bepaalde klasse van derivaten slechts als *voldoende liquide* kan worden gecatalogeerd voor zover de omvang van de transactie een bepaalde bovengrens niet overschrijdt.¹²² In haar finaal rapport over de handelsverplichting gaf ESMA echter te kennen geen gebruik te zullen maken van deze mogelijkheid nu MiFIR – naar de mening van ESMA – al voldoende flexibiliteit biedt om op grote transacties uit te voeren zonder noodzakelijkerwijs te worden blootgesteld aan informatielekken.¹²³

¹¹⁷ Artikel 32 (2) (a) MiFIR.

¹¹⁸ ESMA, *Final Report. Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-227, 28 september 2017, 7, nr. 9.

¹¹⁹ Zoals *supra* (nr. X) al werd beschreven met betrekking tot de georganiseerde handelsfaciliteit.

¹²⁰ R. STEGEMAN, A. BERKET, “Derivatives: Trading, Clearing, STP, Indirect Clearing, and Portfolio Compression” in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017, (391) 400.

¹²¹ Artikel 32 (2) (b) MiFIR.

¹²² Het betreft hier de zogenaamde uitzondering voor *large in scale* (LIS) transacties. Zie artikel 32 (3) *in fine* MiFIR.

¹²³ ESMA, *Final Report. Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-227, 28 september 2017, 8, nr. 14-19.

23. Toetsingscriteria – Om te bepalen of een bepaalde klasse van derivaten voldoende liquide is, toetst ESMA – tijdens een waarnemingsperiode van minstens drie maanden¹²⁴ – voor de desbetreffende klasse van derivaten de hiernavolgende criteria: (i) de gemiddelde frequentie van de handel;¹²⁵ (ii) de gemiddelde omvang van de handel;¹²⁶ (iii) het aantal actieve marktdeelnemers;¹²⁷ (iv) het aantal handelsplatformen;¹²⁸ (v) het type actieve marktdeelnemers;¹²⁹ (vi) de verhouding van het aantal marktdeelnemers tot het aantal contracten dat in een bepaalde productmarkt wordt verhandeld;¹³⁰ en (vii) de gemiddelde omvang van de spreads¹³¹.¹³² Bij de beoordeling van zowel de gemiddelde frequentie als de gemiddelde omvang van de handel, moet ESMA rekening houden met “*de verhouding tussen de handel op handelsplatformen en de otc-handel.*”¹³³ Zoals de Europese Commissie zelf aangeeft,¹³⁴ heeft zij hier eigenlijk de verhouding tussen de handel op handelsplatformen en de handel buiten handelsplatformen voor ogen. De gehanteerde bewoordingen zondigen dus

¹²⁴ Zie considerans 6 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR. De periode tijdens dewelke ESMA de liquiditeit toetst zal afhangen van de derivatenklasse (of de relevante subset daarvan) en van de vraag of er zich tijdens de testperiode al dan niet gebeurtenissen voordoen die de gebruikelijke handelspatronen verstoren.

¹²⁵ Daarbij neemt ESMA het aantal dagen waarop handel heeft plaatsgevonden en het aantal transacties in aanmerking. Zie artikel 2 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹²⁶ Daarbij neemt ESMA de gemiddelde dagelijkse omzet (*i.e.* de gesommeerde notionele waarde van alle transacties gedeeld door het aantal handelsdagen) en de gemiddelde waarde van de omzet (*i.e.* de gesommeerde notionele waarde van alle transacties gedeeld door het aantal transacties) in aanmerking. Zie artikel 3 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹²⁷ Om van een liquide markt te kunnen spreken moet er technisch gezien (*i.e.* volgens Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR) minstens meer dan één marktdeelnemer zijn die in de desbetreffende klasse van derivaten handelt. Zie artikel 4 (1) (a) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR. ESMA geeft echter aan dat zij een *benchmark* van een vijftigtal marktdeelnemers zal hanteren. Zie ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 19, nr. 63.

¹²⁸ Artikel 4 (1) (b) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹²⁹ ESMA neemt het aantal *marketmakers* en andere marktdeelnemers dat op grond van een bindende schriftelijke overeenkomst of een verplichting ertoe gehouden is liquiditeit te verschaffen in aanmerking. Zie artikel 4 (1) (c) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹³⁰ Het aantal marktdeelnemers wordt door ESMA ook vergeleken met de gemiddelde frequentie van de handel en de gemiddelde omvang van de handel. Zie artikel 4 (2) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹³¹ Indien er echter geen informatie over spreads beschikbaar is, dan staat de Europese Commissie ESMA toe om een vervangende indicator in aanmerking te nemen. Zie artikel 5 (2) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR. Nu het – zelfs na een publieke consultatie – niet duidelijk is welke vervangende indicator een correcte afspiegeling zou kunnen geven van de spreads, heeft ESMA aangegeven geen gebruik te zullen maken van deze mogelijkheid. Indien er geen informatie over de spreads beschikbaar is, zal ESMA dit criterium buiten beschouwing laten. Zie ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 22, nrs. 82-83. Voor zover er wel voldoende informatie over de spreads beschikbaar is, neemt ESMA de omvang van de gewogen spreads, inclusief de volume-gewogen spreads, over verschillende perioden en de spreads op verschillende tijdstippen van handelssessies in aanmerking. Zie artikel 4 (1) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR. Bredere spreads zullen allicht wijzen op een eerder beperkte liquiditeit.

¹³² Artikel 32 (3) MiFIR. Voor criteria (i) en (ii) beschouwt ESMA de gemiddelden in verschillende marktomstandigheden, gelet op de aard en levenscyclus van producten binnen de derivatenklasse.

¹³³ Zie artikelen 2 (2) en 3 (2) Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹³⁴ Zie considerans 2 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

tegen de invulling van het OTC-concept uit EMIR dat – zoals hoger aangetoond – ook toepassing vindt voor de handelsverplichting. De OTC-notie uit EMIR is immers allerm minst equivalent aan de verhandeling buiten handelsplatformen, nu het begrip uit EMIR ook de verhandeling op multilaterale en georganiseerde handelsfaciliteiten omvat.¹³⁵ Uit het voorgaande blijkt ons inziens dat de liquiditeitstest een gemengde test is die de liquiditeit van een bepaalde klasse van derivaten meet in de OTC-markt én op de handelsplatformen.¹³⁶ Het feit dat er meer transacties buiten een handelsplatform plaatsvinden dan op een handelsplatform, noopt echter niet noodzakelijkerwijs tot de conclusie dat een derivatenklasse niet geschikt zou zijn om aan de handelsverplichting te worden onderworpen.¹³⁷ De overige parameters van de liquiditeitstest moeten immers ook in ogenschouw worden genomen.

Het past om op deze plaats even stil te staan bij de relevantie van het vierde criterium van de liquiditeitstest (*i.e.* het aantal handelsplatformen). Van alle hoger beschreven parameters van de liquiditeitstest vindt enkel het aantal handelsplatformen geen rechtstreekse grondslag in MiFIR. Toch introduceert de relevante gedelegeerde verordening dit criterium. Dit is merkwaardig. Zoals ESMA zelf ook lijkt aan te geven,¹³⁸ verhoudt liquiditeit zich immers niet noodzakelijkerwijs recht evenredig tot het aantal handelsplatformen. De liquiditeit van een bepaalde derivatenklasse kan zich namelijk perfect concentreren op één handelsplatform. Vandaar dat ESMA ook hier, conform wat het geval is voor de handelsplatformtest, slechts een minimumdrempel van één handelsplatform hanteert.¹³⁹ Voorts toetst ESMA ook hier slechts de beschikbaarheid voor verhandeling en niet de werkelijke verhandeling (*cf.* ook hier met de handelsplatformtest). Het is ten slotte ook allerm minst ESMA's bedoeling om een (bijkomende) liquiditeitstest op handelsplatformniveau te introduceren in plaats of ter

¹³⁵ De Europese Commissie argumenteert echter dat de MiFID-definitie van OTC-derivaten enger is (*i.e.* de op multilaterale en georganiseerde handelsfaciliteiten verhandelde derivaten uitsluit) dan de gelijknamige EMIR-definitie en dat daardoor de handel buiten handelsplatformen terminologisch kan worden gelijkgesteld met OTC-handel. Zie considerans 2 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR. Hoewel wij hoger reeds beargumenteerden dat de OTC-definitie uit EMIR merkwaardig is nu zij potentieel *contra* de *ratio legis* van de handelsverplichting werkt, kan de EMIR-definitie niet zomaar langszij worden geschoven in wetgevende akten aangaande de handelsverplichting. Hoewel MiFID II – in tegenstelling tot wat de Europese Commissie lijkt aan te geven – geen definitie van OTC-derivaten bevat, hanteert MiFID II inderdaad een engere invulling van de OTC-notie. De invulling van het concept in MiFID II doet echter niet ter zake nu de handelsverplichting voor derivaten niet in MiFID II maar in MiFIR vervat ligt. MiFIR voorziet ook geen eigen definitie van het OTC-concept, doch verwijst op verschillende punten expliciet naar de EMIR-definitie (zie bijvoorbeeld artikelen 2 (1) (32), 30 (2), 35 (4) (a) en 36 (4) (a) MiFIR). Zoals hoger aangetoond vindt ook voor de MiFIR-handelsverplichting de OTC-definitie uit EMIR onrechtstreeks toepassing.

¹³⁶ Uit de door ESMA gebruikte methodologie blijkt ook dat data van zowel *trade repositories* (voor de OTC-markt) als van handelsplatformen werd gehanteerd. Zie bijvoorbeeld ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 13 (nrs. 27 en 32); 18 (nr. 58); 20 (nr. 69).

¹³⁷ Considerans 2 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹³⁸ ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 20, nr. 68.

¹³⁹ ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 20, nr. 68.

aanvulling van de gemengde liquiditeitstest zoals die hoger werd beschreven.¹⁴⁰ Gelet op al het voorgaande, rijst de vraag naar de meerwaarde van het omschreven criterium. Of er minstens één handelsplatform beschikbaar is wordt namelijk al getoetst in de handelsplatformtest en het aantal handelsplatformen lijkt geen solide afspiegeling te zijn van de liquiditeit in de markt.

Zoals reeds voldoende blijkt uit het voorgaande, kan de liquiditeitstest niet mechanisch worden toegepast. De test verlangt een eerder kwalitatieve toetsing op basis van de verschillende criteria.¹⁴¹ Ook de (ingeschatte) impact die het opleggen van de handelsverplichting voor een bepaalde klasse van derivaten kan hebben op de liquiditeit van die derivaten en de commerciële activiteiten van eindgebruikers die geen financiële entiteiten¹⁴² zijn, moet overigens door ESMA in rekening worden gebracht bij het opstellen van de ontwerpen van gedelegeerde verordeningen.¹⁴³

§ 2. TOP-DOWN IDENTIFICATIEPROCEDURE

24. Top-down procedure – Naast de hierboven omschreven standaardprocedure voorziet MiFIR ook een alternatieve route die ESMA kan volgen om bepaalde derivatencontracten aan de handelsverplichting te onderwerpen.¹⁴⁴ Derivatencontracten waarvoor nog geen vergunde CCP beschikbaar is of die nog niet zijn toegelaten tot de handel of worden verhandeld op ten minste één handelsplatform maar die onder de handelsverplichting zouden moeten vallen, kunnen door ESMA – na een openbare consultatie – alsnog aan de handelsverplichting worden onderworpen. Deze bepaling maakt het mogelijk voor ESMA om economisch equivalente derivaten die geconcipieerd zijn om de handelsverplichting te ontwijken alsnog onder het toepassingsgebied van de handelsverplichting te brengen.¹⁴⁵ MiFIR verlangt dat ESMA tijdens deze alternatieve identificatieprocedure rekening houdt met de hoger beschreven handelsplatform- en liquiditeitstest. STEGEMAN en BERKET merken terecht op dat dit tot de zonderlinge situatie kan leiden waarin ESMA de handelsplatformtest moet uitvoeren terwijl de alternatieve procedure net werd geïnitieerd omdat een bepaald derivatencontract niet

¹⁴⁰ ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 20, nr. 69.

¹⁴¹ Cf. J. SMETHURST, “MiFID/MiFIR Trading Venues” in J. HERBST, *A Practitioner’s Guide to MiFID II*, London, Thomson Reuters, 2015, (297) 370. Zie ook ESMA, *Final Report. Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-227, 28 september 2017, 8, nr. 12.

¹⁴² Merk op dat de term *financiële entiteit* niet wordt gedefinieerd in MiFID II, MiFIR of EMIR. Wellicht moet aansluiting worden gezocht bij de gedefinieerde term *financiële tegenpartij*.

¹⁴³ Artikel 32 (3), lid 2 MiFIR.

¹⁴⁴ Artikel 32 (4) MiFIR.

¹⁴⁵ ESMA, *Final Report. Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, ESMA/2015/1464, 28 september 2015, 190, nr. 18.

voldeed aan de handelsplatformtest.¹⁴⁶ Zij suggereren dat ESMA in dergelijk geval kan volstaan met het uitvoeren van de liquiditeitstest.

§ 3. DERIVATEN ONDERWORPEN AAN DE HANDELSVERPLICHTING

25. Derivaten onderworpen aan de handelsverplichting – Op 27 september 2017 vaardigde ESMA het finale ontwerp van de gedelegeerde verordening tot vaststelling van de aan de handelsverplichting onderworpen derivaten uit.¹⁴⁷ De Europese Commissie nam de door ESMA ontworpen tekst over in ongewijzigde vorm.¹⁴⁸ De genoemde gedelegeerde verordening onderwerpt bepaalde renteswaps (IRS) en *credit default swaps* (CDS) aan de handelsverplichting. Wat betreft de renteswaps, viseert de regelgeving enkel gestandaardiseerde *fixed-to-floatrenteswaps*¹⁴⁹ in EUR, GBP en USD met constant notioneel bedrag en zonder optionele component die voldoen aan de specificaties opgenomen in de onderstaande tabel. Bovendien deze renteswaps, bevond ESMA ook de hieronder vermelde CDS-indices in EUR voldoende liquide om aan de handelsverplichting te worden onderworpen.

Tabel 1: *fixed-to-floatrenteswaps* onderworpen aan de MiFIR-handelsverplichting¹⁵⁰

Settlement Currency	Trade Start Type	Tenor	Fixed Leg Payment Frequency	Fixed Leg Day Count Convention	Floating Leg Reference Index	Floating Leg Reset Frequency	Floating Leg Day Count Convention
EUR	Spot (T+2)	2 to 10, 12, 15, 20 and 30Y	Annual or semi-annual	30/360 or Actual/360	EURIBOR 6M	Semi-annual or quarterly	Actual/360
EUR	Spot (T+2)	2 to 7, 10, 15, 20 and 30Y	Annual or semi-annual	30/360 or Actual/360	EURIBOR 3M	Quarterly	Actual/360
USD	Spot (T+2)	2 to 7, 10, 12, 15, 20 and 30Y	Annual or semi-annual	30/360 or Actual/360	USD LIBOR 3M	Quarterly	Actual/360
USD	IMM (next 2 IMM dates)	2 to 7, 10, 12, 15, 20 and 30Y	Annual or semi-annual	30/360 or Actual/360	USD LIBOR 3M	Quarterly	Actual/360

¹⁴⁶ R. STEGEMAN, A. BERKET, "Derivatives: Trading, Clearing, STP, Indirect Clearing, and Portfolio Compression" in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, Oxford University Press, 2017, (391) 402.

¹⁴⁷ ESMA, *Final Report. Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-227, 28 september 2017, 55p.

¹⁴⁸ Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/2417 van de Commissie van 17 november 2017 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten in financiële instrumenten met technische reguleringsnormen betreffende de handelsverplichting voor bepaalde derivaten, *Pb.L.* 22 december 2017, afl. 343, 48 (hierna: Gedelegeerde Verordening 2017/2417 tot aanvulling van MiFIR).

¹⁴⁹ Renteswaps waarbij een variabele rentevoet wordt uitgewisseld tegen een vaste rentevoet worden soms ook couponswaps genoemd. Cf. B. COLMANT, A. PIERON, *Les nouveaux instruments financiers. Notions financières, comptables et fiscales*, Diegem, Kluwer, 1994, 131.

¹⁵⁰ Gebaseerd op het register bijgehouden door ESMA aangaande de MiFIR-handelsverplichting voor derivaten, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_trading_obligation.pdf.

USD	Spot (T+2)	2 to 7, 10, 12, 15, 20 and 30Y	Annual or semi- annual	30/360 or Actual/360	USD LIBOR 6M	Semi-annual or quarterly	Actual/360
USD	IMM (next 2 IMM dates)	2 to 7, 10, 12, 15, 20 and 30Y	Annual or semi- annual	30/360 or Actual/360	USD LIBOR 6M	Semi-annual or quarterly	Actual/360
GBP	Spot (T+0)	2 to 7, 10, 15, 20 and 30Y	Quarterly or semi- annual	Actual/365F	GBP LIBOR 6M	Semi-annual or quarterly	Actual/365F
GBP	Spot (T+0)	2 to 7, 10, 15, 20 and 30Y	Quarterly or semi- annual	Actual/365F	GBP LIBOR 3M	Quarterly	Actual/365F

Tabel 2: CDS-indices onderworpen aan de MiFIR-handelsverplichting¹⁵¹

Sub-type	Geographical Zone	Reference Index	Settlement Currency	Series	Tenor
Untranch Index	Europe	iTraxx Europe Main	EUR	On-the-run and first off-the-run	5Y
Untranch Index	Europe	iTraxx Europe Crossover	EUR	On-the-run and first off-the-run	5Y

In het licht van de hierboven beschreven liquiditeitstest, heeft de Europese regelgever ervoor geopteerd om enkel renteswaps aan de handelsverplichting te onderwerpen die een benchmark looptijd hebben.¹⁵² Teneinde omzeiling van de handelsverplichting tegen te gaan, worden derivaten evenwel ook geacht één van de geviseerde looptijden te hebben indien de periode tussen de datum waarop de verplichtingen uit hoofde van het contract van kracht worden en de einddatum van het contract gelijk is aan één van de geviseerde looptijden, plus of minus vijf dagen.¹⁵³

26. Packages – Pakketorders en pakkettransacties (samen: “pakketten” of “packages”) bestaan uit twee of meer financiële instrumenten, met dien verstande dat elk onderdeel van het pakket een betekenisvol economisch of financieel risico met zich meebrengt dat verband houdt met alle andere onderdelen en dat elk onderdeel simultaan wordt uitgevoerd en afhankelijk is van de uitvoering van alle andere onderdelen.¹⁵⁴ De onderwerping aan de

¹⁵¹ Gebaseerd op het register bijgehouden door ESMA aangaande de MiFIR-handelsverplichting voor derivaten, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_trading_obligation.pdf.

¹⁵² Considerans 3 Gedelegeerde Verordening 2017/2417 tot aanvulling van MiFIR.

¹⁵³ Artikel 1, lid 2 *juncto* considerans 3 Gedelegeerde Verordening 2017/2417 tot aanvulling van MiFIR.

¹⁵⁴ Cf. artikel 2 (1) (49) en (50) MiFIR en ESMA, *Opinion on the treatment of packages under the trading obligation for derivatives*, ESMA70-156-322, maart 2018, 2. Merk op dat MiFIR initieel geen definities aangaande *packages* bevatte. De definities werden pas ingevoegd door artikel 1 (2) Verordening (EU) 2016/1033 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juni 2016 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten, Verordening (EU) nr. 596/2014 betreffende marktmisbruik en Verordening (EU) nr.

handelsverplichting van een van de componenten van het pakket kan het onmogelijk of risicovoller maken om de verschillende onderdelen samen als één pakket uit te voeren.¹⁵⁵ Vermits *packages* de risicobeheersing van marktparticipanten kunnen faciliteren, kan het dus eventueel wenselijk zijn om alsnog de puur bilaterale verhandeling toe te laten van *packages* die één of meer aan de handelsverplichting onderworpen derivaten omvatten.¹⁵⁶ Reeds in een vroeg stadium van het wetgevend proces erkende ESMA de problematiek, doch zij meende niet over de bevoegdheid te beschikken om ter zake een ontwerp van gedelegeerde verordening op te stellen.¹⁵⁷ In een opinie – die dateert van na het van kracht worden van de handelsverplichting – biedt ESMA marktparticipanten evenwel enig comfort. Volgens ESMA moeten de pakketonderdelen die in principe onder de handelsverplichting zouden vallen enkel worden verhandeld op een handelsplatform voor zover dit geen overdreven operationele risico's of uitvoeringsrisico's doet ontstaan.¹⁵⁸ Deze benadering moet worden toegepast voor pakketten waarbij (i) alle onderdelen van het pakket onderworpen zijn aan de handelsverplichting; (ii) minstens één onderdeel van het pakket onderworpen is aan de handelsverplichting en alle andere onderdelen onderworpen zijn aan de EMIR-clearingverplichting; of (iii) minstens één onderdeel een aan de handelsverplichting onderworpen renteswap is en alle andere onderdelen staatsobligaties uitgedrukt in dezelfde valuta ("*spread overs*") zijn.¹⁵⁹ Andere pakketten met een component die in beginsel onder de handelsverplichting valt hoeven dus niet te worden uitgevoerd op een handelsplatform.

27. Temporele werking – Noteer finaal dat de handelsverplichting niet voor elk type contract van kracht werd op 3 januari 2018. Zo zal de handelsverplichting voor het merendeel van de niet-financiële tegenpartijen die geen *clearing member* zijn van een CCP pas toepassing vinden vanaf 21 december 2018 en 9 mei 2019 voor respectievelijk de hierboven omschreven renteswaps en CDS-indices.¹⁶⁰

909/2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie en betreffende centrale effectenbewaarinstellingen, *Pb.L.* 30 juni 2016, afl. 175, 1.

¹⁵⁵ Cf. ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 26, nr. 103; ESMA, *Opinion on the treatment of packages under the trading obligation for derivatives*, ESMA70-156-322, maart 2018, 3.

¹⁵⁶ Cf. considerans 10 Gedelegeerde Verordening 2016/2020 tot aanvulling van MiFIR.

¹⁵⁷ ESMA, *Final Report. Draft RTS on the trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-227, 28 september 2017, 9, nr. 21; ESMA, *Consultation Paper. The trading obligation for derivatives under MiFIR*, ESMA70-156-71, 19 juni 2017, 26-29, nrs. 103-109.

¹⁵⁸ ESMA, *Opinion on the treatment of packages under the trading obligation for derivatives*, ESMA70-156-322, maart 2018, 3.

¹⁵⁹ ESMA, *Opinion on the treatment of packages under the trading obligation for derivatives*, ESMA70-156-322, maart 2018, 3.

¹⁶⁰ Artikel 2 Gedelegeerde Verordening 2017/2417 tot aanvulling van MiFIR *juncto* artikel 3 (1) (d) Gedelegeerde Verordening 2015/2205 tot aanvulling van EMIR en artikel 3 (1) (d) Gedelegeerde Verordening 2016/592 tot aanvulling van EMIR. Zie voor meer informatie omtrent het gefaseerd van kracht worden van de handelsverplichting voor derivaten de tijdslijn opgenomen in het register dat wordt bijgehouden door ESMA https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_trading_obligation.pdf.

IV. AFDWINGING VAN DE HANDELSVERPLICHTING

28. Algemeen – De Europese verordening waarin de handelsverplichting voor derivaten vervat ligt (MiFIR) ontbeert elke verwijzing naar publiek- dan wel privaatrechtelijke afdwingsmechanismen. Dit komt doordat de bepalingen inzake de sanctionering van de miskenning van MiFIR-bepalingen zijn opgenomen in MiFID II.¹⁶¹ In tegenstelling tot de MiFIR-voorschriften zelf, behoeven de sanctioneringsmechanismen dus wel een omzetting naar nationaal recht.¹⁶²

Hieronder bespreken we eerst de publiekrechtelijke afdwingsmechanismen, vervolgens onderzoeken we in welke mate de handelsverplichting voor derivaten ook privaatrechtelijk kan worden afgedwongen.

§ 1. PUBLIEKRECHTELIJKE AFDWINGING

29. Publiekrechtelijke afdwingsmechanismen – Op het vlak van de publiekrechtelijke sanctionering van inbreuken op MiFID II en MiFIR verlangt MiFID II dat de lidstaten de bevoegde nationale autoriteiten bekleden met de bevoegdheid om bestuursrechtelijke sancties en maatregelen op te leggen.¹⁶³ Ook moeten de lidstaten in dat kader alle nodige maatregelen treffen om de toepassing van die sancties en maatregelen te garanderen en moeten de toepasselijke sancties en maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.¹⁶⁴ Voorts wordt in MiFID II aan de nationale wetgevers expliciet opgedragen om miskenningen van de MiFIR-handelsverplichting in de nationale publiekrechtelijke afdwingsregelen te erkennen als zijnde een sanctioneerbare inbreuk.¹⁶⁵ De Belgische wet tot omzetting van MiFID II geeft in navolging van de bovenstaande Europeesrechtelijke voorschriften zeer summier aan dat de FSMA (ook) toeziet op de naleving van MiFIR.¹⁶⁶ De Belgische wetgever heeft de FSMA voorzien van een heel arsenaal aan administratieve maatregelen en sancties om op te treden tegen de miskenning van MiFID II of MiFIR.¹⁶⁷ Zo kan de FSMA onder meer de stopzetting van de inbreuk bevelen, dwangsommen opleggen en (bijzonder forse) administratieve geldboeten opleggen.¹⁶⁸

¹⁶¹ Zie titel VI (“Bevoegde autoriteiten”) MiFID II in het algemeen en artikelen 69 (“Toezichtbevoegdheden”) en 70 (“Sancties voor inbreuken”) MiFID II in het bijzonder.

¹⁶² Zoals ook blijkt uit de bewoordingen van artikel 70 (1) lid 1 MiFID II.

¹⁶³ Artikel 70 (1) lid 1 MiFID II. Zie voor de toezichtsbevoegdheden waarmee de nationale toezichthouders ten minste moeten worden bekleed artikel 69 (2) MiFID II.

¹⁶⁴ Artikel 70 (1) lid 1 MiFID II.

¹⁶⁵ Artikel 70 (3) (b) (xxi) MiFID II.

¹⁶⁶ Artikel 71 wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, BS 7 december 2017. Zie ook artikel 37 bis wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, BS 4 september 2002 (hierna: Wet Financieel Toezicht).

¹⁶⁷ In tegenstelling tot wat het geval is voor de sancties die kunnen worden opgelegd naar aanleiding van een miskenning van de EMIR-clearingverplichting, verleent de Belgische wetgever deze bevoegdheden niet onder verwijzing naar de Wet Financieel Toezicht.

¹⁶⁸ Zie respectievelijk artikel 79, §1, lid 1; §1, lid 2, 2° en §2 *juncto* §3 wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU,

§ 2. PRIVAATRECHTELIJKE AFDWINGING

30. Privaatrechtelijke afdwinging: algemeen – Hoewel de Europese Commissie initieel dweept met een geharmoniseerd principe van burgerrechtelijke aansprakelijkheid,¹⁶⁹ werd dergelijk beginsel – mede door de felle tegenstand van bepaalde lidstaten¹⁷⁰ – niet weerhouden in de finale teksten van MiFID II. Reeds onder MiFID I was de potentiële privaatrechtelijke afdwinging van de MiFID-regelen echter voer voor discussie in de rechtsleer. Het debat situeerde zich in hoofdzaak rond de privaatrechtelijke doorwerking van de MiFID-gedragingsregelen voor het aanbieden van beleggingsdiensten.¹⁷¹ Ook onder MiFID II lijkt deze discussie onverminderd voort te woeden.¹⁷² Hoewel de verschillende strekkingen het niet eens zijn over de vraag of lidstaten *per se* privaatrechtelijke sanctiemechanismen dienen te

BS 7 december 2017. De administratieve geldboeten voor rechtspersonen kunnen oplopen tot vijf miljoen EUR of, indien dit hoger is, tien procent van de totale jaaromzet van de betrokken rechtspersoon volgens de recentste (desgevallend geconsolideerde) jaarrekening. Voor natuurlijke personen bedraagt de maximale administratieve geldboete vijf miljoen EUR. Indien de miskenning van de reglementaire voorschriften de overtreder evenwel winst heeft opgeleverd of ervoor heeft gezorgd dat een verlies kon worden vermeden, mogen de voormelde maxima voor zowel natuurlijke personen als rechtspersonen worden opgetrokken tot het dubbele van die winst of dat verlies. Zie voor de strafbepalingen relevant voor de miskenning van MiFID II en/of MiFIR artikelen 89, 90 en 91 van de voornoemde wet van 21 november 2017.

¹⁶⁹ EUROPESE COMMISSIE, *Public consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, 8 december 2010, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm, 63.

¹⁷⁰ L. DIDŽIULIS, “Private Enforcement of European Financial Markets Regulation and Lithuanian Experience”, *Revue internationale des services financiers/International Journal for Financial Services* 2016, afl. 1, (97) 99.

¹⁷¹ Zie onder meer M. TISON, “The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective” in S. GRUNDMANN, B. HAAR, H. MERKT (ed.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, de Gruyter, 2010, 2621-2639; G. FERRARINI, “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture”, *European Review of Contract Law* 2005 19-43; M. KRUIHOF, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004-gedragingsregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 273-356; V. COLAERT, *De rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger*, Brugge, die Keure, 2011, 672 p.

¹⁷² Er bestaat in het bijzonder onenigheid over de lezing die dient te worden gegeven aan het nieuwe artikel 69 *in fine* MiFID II: “Member States shall ensure that mechanisms are in place to ensure that compensation may be paid or other remedial action be taken in accordance with national law for any financial loss or damage suffered as a result of an infringement of [MiFID II or MiFIR].” Zie onder meer O. ELOOT, H. TILLEY, “Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR. Een overzicht en toetsing van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, (179) 200; F. DELLA NEGRA, “The Effects of the ESMA’s Powers on Domestic Contract Law” in M. ANDENAS, G. DEIPENBROCK (eds.), *Regulating and Supervising European Financial Markets: More Risks than Achievements*, Zwitserland, Springer International Publishing, 2016, (139) 155-156; L. DIDŽIULIS, “Private Enforcement of European Financial Markets Regulation and Lithuanian Experience”, *Revue internationale des services financiers/International Journal for Financial Services* 2016, afl. 1, (97) 99-100; M. WEINBERGER, “La responsabilité des intermédiaires financiers” in C. JASSOGNE, D. BLOMMAERT, D. RAES, *Traité pratique de droit commercial: Droit bancaire et financier (tome 5, vol. 2)*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2016, (813) 879; D. BUSCH, “The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond”, *European Review of Contract Law* 2017, (70) 75; H. MALEK, S. BOUSFIELD, “Private enforcement under MiFID II & MiFIR”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2017, (485) 486-487; M. ANDENAS, F. DELLA NEGRA, “Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law”, *European Business Law Review* 2017, (499) 519.

voorzien,¹⁷³ staat in ieder geval wel vast dat sommige MiFID-regelen in bepaalde lidstaten een privaatrechtelijke reflexwerking genieten.¹⁷⁴ Zo is het naar Belgisch recht bijvoorbeeld onbetwist dat de schade die een cliënt lijdt ten gevolge van de miskenning van de MiFID-gedrageregelen door een financiële dienstverlener, aanleiding kan geven burgerrechtelijke vordering jegens de financiële dienstverlener.¹⁷⁵ Ook in andere lidstaten zijn in die context veelal privaatrechtelijke remediërmogelijkheden voorhanden,¹⁷⁶ maar de specifieke juridische mechanismen die veruitwendiging geven aan deze remediëring kunnen grondig verschillen tussen de lidstaten,¹⁷⁷ wat over de lidstaten heen leidt tot een diffuus pallet aan civielrechtelijke remediërmogelijkheden.

31. Privaatrechtelijke afdwinging: handelsverplichting – In de mate dat een miskenning van de MiFID-voorschriften aanleiding kan geven tot privaatrechtelijke remediëring, worden deze privaatrechtelijke sanctioneringsmechanismen traditioneel ingeroepen door cliënten ten

¹⁷³ Met betrekking tot de door financiële dienstverleners te respecteren gedrageregelen bij het aanbieden van beleggingsdiensten beantwoordde bijvoorbeeld KRUIHOF deze vraag negatief, terwijl bijvoorbeeld TISON affirmatief antwoordde. Zie M. KRUIHOF, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004-gedrageregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, (273) 304; M. TISON, “The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective” in S. GRUNDMANN, B. HAAR, H. MERKT (ed.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, de Gruyter, 2010, (2621) 2624. Aansluitend woedt ook over de eventuele beperkende privaatrechtelijke werking van de MiFID-gedrageregelen (i.e. de vraag naar het al dan niet maximaal harmoniserend karakter van de richtlijn) een hevige discussie in de rechtsleer. Zie bijvoorbeeld M. KRUIHOF, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004-gedrageregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, (273) 323-350; V. COLAERT, *De rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger*, Brugge, die Keure, 2011, 322 en 578.

¹⁷⁴ G. FERRARINI, “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture, *European Review of Contract Law* 2005 (19) 21; M. KRUIHOF, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004-gedrageregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, (273) 308 en 324; M. ANDENAS, F. DELLA NEGRA, “Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law”, *European Business Law Review* 2017, (499) 501.

¹⁷⁵ M. KRUIHOF, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004-gedrageregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, (273) 308 en de aldaar in voetnoot 129 aangehaalde verwijzingen.

¹⁷⁶ G. FERRARINI, “Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture, *European Review of Contract Law* 2005 (19) 21; M. TISON, “The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective” in S. GRUNDMANN, B. HAAR, H. MERKT (ed.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, de Gruyter, 2010, (2621) 2630.

¹⁷⁷ M. TISON, “The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective” in S. GRUNDMANN, B. HAAR, H. MERKT (ed.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, de Gruyter, 2010, (2621) 2631. Zie bijvoorbeeld ook M. KRUIHOF, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004-gedrageregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken” in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, (273) 304-323. Cf. D. BUSCH, “MiFID II: Europese aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen?”, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2011, (57) 57.

aanzien van ondernemingen op wie krachtens MiFID bijzondere verplichtingen rusten jegens de cliënt.¹⁷⁸ De vraag rijst of civielrechtelijke afdwingsmechanismen ook kunnen worden toegepast bij de miskenning van MiFID II- of MiFIR-verplichtingen die – zoals de handelsverplichting – niet in het bijzonder de bescherming van de cliënt voor ogen hebben. Zoals *supra* beschreven, poogt de Europese wetgever middels de handelsverplichting immers de transparantie en stabiliteit van de (derivaten)markten te faciliteren. Zoals ook hoger aangetoond, rust handelsverplichting op identieke wijze op de beide contractspartijen (*i.e.* beide partijen zijn normgeadresseerden). De verplichting tot verhandeling van bepaalde derivaten op een handelsplatform impliceert dus een veel evenwichtigere verhouding tussen de betrokken partijen dan bijvoorbeeld de gedragsregelen voor belegginsondernemingen, die in eerste instantie de bescherming van de cliënt voor ogen hebben.

Vooraleer een bepaald derivatencontract wordt gesloten zal veelal reeds een raamcontract aanwezig zijn.¹⁷⁹ Ons inziens valt echter moeilijk in te zien hoe individuele contractuele schade zou kunnen worden geleden ten gevolge van de miskenning van de handelsverplichting *as such*.¹⁸⁰ Hoewel de miskenning van de wettelijk geregelde handelsverplichting noodzakelijkerwijs een contractuele fout van beide contractspartijen impliceert,¹⁸¹ zal de foutieve bilaterale verhandeling van een bepaald derivaat op zich immers *niet noodzakelijkerwijs* individuele schade doen ontstaan. Enkel indien de bevoegde toezichthouder zou overgaan tot publiekrechtelijke sanctionering, zullen de contractspartijen mogelijks een financieel verlies lijden. Naar Belgisch recht moet echter enkel schadevergoeding worden voldaan voor hetgeen een onmiddellijk en rechtstreeks gevolg is van het niet uitvoeren van de overeenkomst.¹⁸² Enkel de schade die een *noodzakelijk gevolg* is van het niet uitvoeren van de overeenkomst dient dus te worden vergoed.¹⁸³ Het potentiële financiële verlies ten gevolge van gebeurlijke publiekrechtelijke sancties lijkt ons niet te kwalificeren als een onmiddellijk, rechtstreeks of noodzakelijk gevolg van het niet uitvoeren van de overeenkomst. Het voorgaande doet evenwel geen afbreuk aan de eventuele sancties die tussen partijen zouden zijn voorzien voor het miskennen van contractuele

¹⁷⁸ EUROPESE COMMISSIE, *Public consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, 8 december 2010, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/index_en.htm, 63. Te denken valt onder meer aan de regelen inzake informatieverstrekking (artikel 24 MiFID II), passendheids- en geschiktheidsbeoordelingen (artikel 25 MiFID II), *best execution*-verplichtingen (artikel 27 MiFID II) en *client order handling* (artikel 28 MiFID II).

¹⁷⁹ Bijvoorbeeld een ISDA Master Agreement.

¹⁸⁰ Ook vorderingen in een buitencontractuele sfeer lijken weinig aannemelijk, nu de handelsverplichting enkel het algemeen belang poogt te beschermen en individuele schade voor een niet-contractspartij dus zeer moeilijk aantoonbaar lijkt.

¹⁸¹ De twee contractspartijen zijn immers samen normgeadresseerden (*supra*) en de MiFIR-handelsverplichting *verbindt* hen (minstens ex artikel 1135 BW, voor zover de handelsverplichting in de overeenkomst niet expliciet zou zijn hernomen) tot de verhandeling op een handelsplatform, waardoor de niet-naleving van de handelsverplichting een contractuele wanprestatie vormt.

¹⁸² Artikel 1151 BW. Zie ook Cass. 19 maart 1992, *Arr.Cass.* 1991-92, 701; Cass. 9 mei 1986, *Pas.* 1986, I, 1100; Cass. 3 mei 1957, *Arr.Cass.* 1957, 734.

¹⁸³ *Cf.* Cass. 2 september 2004, *Arr.Cass.* 2004, 1271, concl. HENKES; Cass. 9 mei 1986, *Pas.* 1986, I, 1100.

kennisgevingsverplichtingen aangaande hun status als clearingplichtige niet-financiële tegenpartij onder EMIR (*supra* X).

32. (Ontstentenis van) parallel met EMIR – Er dient te worden opgemerkt dat aangaande privaatrechtelijke remediëring een analoge redenering zou kunnen worden opgebouwd voor de clearingverplichting onder EMIR. Ook bij de clearingverplichting treffen we immers een evenwichtige verhouding tussen de betrokken ondernemingen aan, nu beide contractspartijen op identieke wijze worden onderworpen aan de clearingverplichting. Deze principiële parallel tussen de MiFIR-handelsverplichting en de EMIR-clearingverplichting staat echter in schril contrast met discrepanties tussen de in beide verordeningen opgenomen aanknopingspunten aangaande privaatrechtelijke sanctionering. In artikel 12 (3) EMIR valt immers het volgende te lezen: “[o]vertredingen van de [clearingverplichting] hebben geen invloed op de geldigheid van een otc-derivatencontract noch op de mogelijkheid van de betrokken partijen om naleving van de bepalingen van een otc-derivatencontract af te dwingen. Aan overtreding van de [clearingverplichting] kan geen enkel recht op schadevergoeding worden ontleend ten aanzien van een partij bij een otc-derivatencontract.” Het verzuim om een clearingplichtig derivaat centraal te clearen kan dus in geen geval aanleiding geven tot het ontstaan van een recht op schadevergoeding ten aanzien van een van de contractspartijen. Voor een miskenning van de handelsverplichting wordt deze vorderingsmogelijkheid evenwel niet uitgesloten door de tekst van MiFID II of MiFIR. Wellicht moet de verklaring voor deze discrepantie gezocht worden in de verschillende aard van de regelen opgenomen in EMIR respectievelijk MiFID II en MiFIR. Waar EMIR louter regelen met betrekking tot risicomitigatie en marktinfrastructuur formuleert, bevat MiFID II ook regelen die de verhouding tussen de onderneming en de belegger-cliënt omvatten. Hoewel MiFIR in veel mindere mate regelen met dergelijk karakter bevat, worden de sanctioneringsmechanismen voor beide wetgevende akten gezamenlijk opgenomen in de tekst van MiFID II (*supra*). Gelet op de aard van de handelsverplichting, valt het ons inziens te betreuren dat de Europese wetgever geen analoge bepaling heeft opgenomen die ook voor de MiFIR-handelsverplichting de privaatrechtelijke remediëring uitsluit.

BESLUIT

33. Als (late) respons op de financiële crisis van 2007-2009, introduceert MiFIR de verplichting om welomschreven derivatencontracten aangegaan tussen bepaalde marktpartijen te verhandelen op handelsplatformen.

Voor zover de handelsverplichting toepassing vindt, kunnen contractspartijen opteren om hun derivaten te verhandelen op een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een georganiseerde handelsfaciliteit. Wij toonden aan dat de genese van de georganiseerde handelsfaciliteit onder meer in het licht van de handelsverplichting kan worden verklaard. Voorts is het – gelet de *ratio legis* van de handelsverplichting – opmerkelijk dat derivaten verhandeld op multilaterale of georganiseerde handelsfaciliteiten als OTC-derivatencontracten worden gecatalogeerd door de Europese wetgever.

Opdat een bepaalde transactie onder de handelsverplichting zou vallen is vereist dat beide contractspartijen door de regelgeving worden geïdendeerd. In dat opzicht onderwerpt MiFIR enerzijds financiële tegenpartijen en anderzijds clearingplichtige niet-financiële tegenpartijen aan de handelsverplichting. Op dit punt vertoont MiFIR dan ook een sterke parallel met het toepassingsgebied van de EMIR-clearingverplichting, nu naast financiële entiteiten ook grote *corporates* worden geïdendeerd.

Enkel de in de relevante gedelegeerde verordeningen aangewezen derivaten moeten verplicht op een handelsplatform worden verhandeld. Wij toonden aan dat een van de voorwaarden die ESMA dient te toetsen tijdens de *bottom-up* identificatieprocedure (*i.e.* de handelsplatformtest) waarmee derivaten worden aangewezen die aan de handelsverplichting moeten worden onderworpen onzorgvuldig is verwoord. Tot op heden bevonden ESMA en de Europese Commissie enkel een aantal gestandaardiseerde *fixed-to-float interest rate swaps* in EUR, GBP en USD met constant notioneel bedrag en zonder optionele component en bepaalde CDS-indices in EUR voldoende liquide om aan de handelsverplichting te worden onderworpen.

Voor wat betreft de afdwinging van de MiFIR-handelsverplichting dienen de handhavingsbepalingen uit MiFID II te worden toegepast. Ons inziens kan de handelsverplichting *as such* enkel publiekrechtelijk worden afgedwongen. Wij betreuren dan ook dat de Europese wetgever geen bepaling heeft opgenomen die de privaatrechtelijke afdwinging van de handelsverplichting expliciet uitsluit.

FINANCIAL LAW INSTITUTE

WORKING PAPER SERIES

The Financial Law Institute is a research and teaching unit in the Faculty of Law and Criminology of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The Working Paper Series, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. The working papers are provisional.