

MiFID II – Derde landen beleid

mr. B. Jennen en mr. N. Bernard¹

Onder het huidige regime van MiFID² is markttoegang voor beleggingsondernemingen uit derde landen (met andere woorden: beleggingsondernemingen gevestigd buiten de EER) het wetgevingsterrein van iedere afzonderlijke lidstaat. In afwezigheid van een Europese regeling hebben lidstaten voortgebouwd op al bestaande en sterk uiteenlopende nationale regelingen.³ Dit heeft tot gevolg dat een beleggingsonderneming uit een derde land die wil toetreden tot de Europese markt aan een verscheidenheid van afzonderlijke nationale vereisten moet voldoen om in alle lidstaten beleggingsdiensten- of activiteiten aan te kunnen bieden. Bij de herziening van MiFID heeft de Europese wetgever besloten dat deze fragmentatie ongewenst is. In MiFID II⁴/MiFIR is daarom een gemeenschappelijk regelgevend kader opgenomen om de nationale regelingen te harmoniseren, zekerheid te verschaffen en een gelijke behandeling te garanderen voor beleggingsondernemingen uit derde landen die toegang wensen tot de Europese Unie.⁵ In dit artikel worden de gevolgen van MiFID II/MiFIR voor het huidige Nederlandse derde landen beleid toegelicht. Hiertoe zetten wij allereerst het huidige Nederlandse derde landen beleid uiteen (paragraaf 1). Vervolgens lichten wij in paragraaf 2 toe hoe de regeling onder MiFID II/MiFIR luidt. In paragraaf 3 geven wij enkele observaties met betrekking tot de gevolgen voor de Nederlandse situatie. Wij sluiten af met een conclusie in paragraaf 4.

1. Huidige Nederlandse derde landen beleid

1.1. Toetreding tot de Nederlandse markt

Op dit moment is het voor beleggingsondernemingen uit derde landen, evenals voor Nederlandse beleggingsinstellingen, in beginsel verboden om in Nederland beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten zonder een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM).⁶ Deze vergunningplicht geldt voor zowel beleggingsondernemingen die actief willen zijn via een Nederlands bijkantoor als voor beleggingsondernemingen die hun diensten grensoverschrijdend (dus zonder bijkantoor) willen aanbieden. Of een beleggingsonderneming in haar thuisland buiten de EER over een vergunning beschikt is dus niet relevant. Het komt er in de praktijk op neer dat er voor beleggingsondernemingen uit derde landen

drie mogelijkheden zijn om diensten te verlenen in Nederland⁷:

1. dienstverlening op grond van de *initiative test*
2. vrijstelling voor beleggingsondernemingen uit Australië, de Verenigde Staten van Amerika en Zwitserland;
3. aanvragen van een Nederlandse vergunning.⁸ Wij lichten de *initiative test* en de vrijstelling hierna kort toe. Beleggingsondernemingen die van deze mogelijkheden geen gebruik kunnen maken rest dus niets anders dan het aanvragen van een vergunning bij de AFM.

1.2. Initiative test

De vergunningplicht geldt niet als grensoverschrijdende dienstverlening (dus niet via een bijkantoor in Nederland) aan Nederlandse cliënten plaatsvindt op initiatief van die cliënten. In dit geval worden de activiteiten namelijk geacht niet in Nederland plaats te vinden. Deze zogenaamde ‘*initiative test*’ vloeit voort uit de bewoordingen van art. 2:96 Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) en de interpretatie van de AFM.⁹ Indien een beleggingsonder-

1. Mr. Bas Jennen en mr. Nienke Bernard zijn werkzaam bij Allen & Overy LLP.
2. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 30 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, *PbEU* L 145 (hierna: MiFID).
3. Overweging 41 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, *PbEU* 2014, L 173/84 (hierna: MiFIR).
4. Richtlijn 2014/65/EU, *PbEU* L 173, 15 mei 2014 (hierna: MiFID II).
5. Overweging 41 MiFIR.
6. Art. 2:96 Wft.

7. Art. 1:18, 1:19 en 2:97 Wft kennen nog andere uitzonderingen van de vergunningplicht van art. 2:96 Wft. Daarnaast is er ook ontheffing mogelijk op grond van art. 2:96 Wft. Omdat deze mogelijkheden in de praktijk niet veel gebruikt worden laten wij deze verder onbesproken.
8. Art. 2:96 Wft.
9. Zie <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/beleggingsondernemingen-doorlopend-toezicht/niet-lidstaat-euronext>. Meer aanknopingspunten zijn te vinden in de Beleidsregel Actief zijn in Nederland van de AFM. Deze beleidsregel ziet

neming slaagt voor de initiatieve test dat de Wft in geheel niet van toepassing. Deze mogelijkheid is in de praktijk vooral relevant voor beleggingsondernemingen uit derde landen die aan professionele beleggers¹⁰ diensten verlenen.

1.3. Vrijstellingsregeling Wft

Beleggingsondernemingen met zetel in Australië, de Verenigde Staten van Amerika en Zwitserland zijn op grond van de Vrijstellingsregeling Wft vrijgesteld van de vergunningplicht voor zover de beleggingsonderneming in het land van herkomst onder toezicht staat voor de beleggingsdienst die zij in Nederland verleent. Daarnaast moeten zij zich voorafgaand melden bij de AFM en bepaalde informatie verstrekken.¹¹ De achtergrond van de vrijstelling is dat het toezicht in deze landen geacht wordt in voldoende mate waarborgen te bieden ten aanzien van de belangen die de Wft beoogt te beschermen. Bovendien heeft de AFM met de toezichthouders van deze landen afspraken over informatie-uitwisseling gemaakt. Omdat het hier een puur Nederlandse regeling betreft is het niet mogelijk deze vrijstelling te paspoorten naar andere lidstaten. Als de beleggingsonderneming tevens actief wil zijn in een andere lidstaat moet dus aan de nationale toetredingsregels in die lidstaat worden voldaan.

Vrijgestelde beleggingsondernemingen die enkel diensten aanbieden aan in aanmerking komende tegenpartijen¹² of professionele beleggers of handelen

weliswaar op het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling, maar kan ook in geval van andere financiële diensten uitkomst bieden.

10. Op grond van art. 1:1 Wft vallen onder de definitie van 'professionele belegger' banken, beheerders van beleggingsinstellingen of icbe's, beheerders van pensioenfondsen of daarmee vergelijkbare rechtspersonen of vennootschappen, beleggingsinstellingen, beleggingsondernemingen, nationale of regionale overheidslichamen of overheidslichamen die een overheidsschuld beheren, centrale banken, financiële instellingen, internationale of supranationale publiekrechtelijke organisaties of daarmee vergelijkbare internationale organisaties, icbe's, marketmakers, ondernemingen wiens belangrijkste activiteit bestaat uit het beleggen in financiële instrumenten, het verrichten van securitisaties of andere financiële transacties, pensioenfondsen of daarmee vergelijkbare rechtspersonen of vennootschappen, personen of vennootschappen die voor eigen rekening handelen in grondstoffen en grondstofderivaten, plaatselijke ondernemingen, ondernemingen die aan bepaalde schaalvereisten voldoen en verzekeraars.

11. Art. 10 Vrijstellingsregeling Wft.

12. Onder de definitie van 'in aanmerking komende tegenpartij' vallen op grond van art. 1:1 Wft banken, beheerders van beleggingsinstellingen of icbe's, beheerders van pensioenfondsen of daarmee vergelijkbare rechtspersonen of vennootschappen, beleggingsinstellingen, beleggingsondernemingen, nationale of regionale overheidslichamen of overheidslichamen die een overheidsschuld beheren, centrale banken, financiële instellingen, internationale of supranationale publiekrechtelijke organisaties of daarmee vergelijkbare internationale organisaties, market-

voor eigen rekening zijn grotendeels uitgezonderd van het prudentiële regels van Deel 3 van de Wft¹³ en de gedragsregels van Deel 4 van de Wft.¹⁴ Om deze reden wordt de uitzondering van art. 10 Vrijstellingsregeling in de praktijk met name gebruikt voor dienstverlening aan professionele beleggers.

2. Regeling MiFID II/MiFIR

MIFID II en MiFIR introduceren tot op zekere hoogte een gemeenschappelijk kader voor de toetreding van beleggingsondernemingen uit derde landen. Dit heeft gevolgen voor het huidige Nederlandse derde landen beleid. Na implementatie van MiFID in de Nederlandse wetgeving en de inwerkingtreding van MiFIR zijn er voor beleggingsondernemingen uit derde landen de volgende mogelijkheden om diensten te verlenen in Nederland:

- dienstverlening op grond van de initiatieve test
- met een ESMA-registratie voor dienstverlening aan in aanmerking komende tegenpartijen en professionele beleggers; en
- openen Nederlands bijkantoor en aanvragen van een vergunning.

2.1. Initiatieve test

Met inwerkingtreding van MiFIR krijgt de initiatieve test in Nederland een meer expliciete wettelijke basis. Lidstaten mogen in geval een cliënt zelf het initiatief tot de dienstverlening neemt geen eisen stellen aan deze dienstverlening. Een individueel initiatief van een dergelijke cliënt geeft een beleggingsonderneming uit een derde land echter niet het recht om aan de betrokken persoon nieuwe of andere categorieën van producten of diensten aan te bieden.¹⁵

2.2. ESMA-registratie voor dienstverlening aan in aanmerking komende tegenpartijen en professionele beleggers

Gelijkwaardigheidsbesluit en registratie

Allereerst introduceert MiFIR een gemeenschappelijk regelgevend kader voor beleggingsondernemingen uit derde landen die diensten verlenen aan in aanmerking komende tegenpartijen en professionele beleggers *pur sang*.¹⁶ Om in aanmerking te

makers, pensioenfondsen of daarmee vergelijkbare rechtspersonen of vennootschappen, personen of vennootschappen die voor eigen rekening handelen in grondstoffen en grondstofderivaten, plaatselijke ondernemingen en verzekeraars.

13. Zie art. 18 Vrijstellingsregeling Wft. Deze beleggingsondernemingen blijven wel gebonden aan het verbod opvorderbare gelden aan te trekken (art. 3:5 Wft), op te treden als waarborg- of garantiefonds (art. 3:6 Wft) en het verbod op het gebruik van het woord 'bank' (art. 3:7 Wft).

14. Zie art. 35 Vrijstellingsregeling Wft.

15. Art. 46 lid 5 MiFIR en art. 42 MiFID II.

16. Ingevolge art. 46 lid 1 MiFIR gaat het hier enkel om professionele beleggers als genoemd in deel 1 van

komen voor dit regime moet de wetgeving en het toezicht in het derde land als effectief gelijkwaardig zijn erkend door de Europese Commissie.¹⁷ De Europese Commissie een dergelijk gelijkwaardigheidsbesluit nemen als uit onderzoek blijkt dat de wetgeving en het toezicht ten aanzien van beleggingsondernemingen in het derde land voldoet aan de volgende vereisten:

- vergunningplicht en zijn doorlopend effectief toezicht en effectieve handhaving;
- toereikende kapitaalvereisten en passende vereisten met betrekking tot aandeelhouders en leden van hun leidinggevend orgaan (beleidsbepalend en toezichthoudend orgaan);
- adequate organisatorische eisen op het gebied van interne controlefuncties;
- passende bedrijfsvoeringsregels;
- markttransparantie en -integriteit is gewaarborgd door marktmissbruik in de vorm van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie te voorkomen.

Wanneer de Europese Commissie een gelijkwaardigheidsbesluit heeft genomen, kunnen beleggingsondernemingen uit het betreffende derde land zich voor registratie aanmelden bij de European Securities and Markets Association (hierna: ESMA). ESMA houdt een register bij van zowel de gelijkwaardigheidsbesluiten als de beleggingsondernemingen die zich onder dit regime geregistreerd hebben. Daarnaast sluit ESMA samenwerkingsregelingen met de toezichthouders van de derde landen. In deze samenwerkingsregelingen worden afspraken gemaakt over onder andere informatie-uitwisseling en coördinatie van toezichtactiviteiten.¹⁸

Geregistreerde beleggingsondernemingen mogen in de EER vrij beleggingsdiensten verlenen aan of beleggingsactiviteiten verrichten aan in aanmerking komende tegenpartijen en/of professionele beleggers. Deze beleggingsondernemingen vallen in het geheel niet onder toezicht van de lidstaten.

Informatieplicht

Een geregistreerde beleggingsonderneming moet haar cliënten voorafgaand aan dienstverlening mededelen dat het haar niet is toegestaan diensten te verlenen aan anderen dan in aanmerking komende tegenpartijen en professionele beleggers en dat zij niet onder het toezicht in de EER valt.¹⁹

Geen gelijkwaardigheidsbesluit

Zolang er geen gelijkwaardigheidsbesluit is genomen of wanneer ESMA een bestaande registratie heeft ingetrokken, blijft de verlening van diensten door beleggingsondernemingen uit derde landen

een nationale aangelegenheid. De lidstaten mogen in dat geval zelf bepalen of, en zo ja onder welke voorwaarden een beleggingsonderneming uit een derde land beleggingsdiensten- of activiteiten mag aanbieden aan in aanmerking komende tegenpartijen en professionele beleggers.

2.3. Vergunningplicht en bijkantoor voor dienstverlening aan niet-professionele beleggers

MiFID II biedt lidstaten de mogelijkheid beleggingsondernemingen uit derde landen die voornemens zijn om in de desbetreffende lidstaat diensten aan te bieden aan niet-professionele beleggers en professionele beleggers die dit door opting up zijn geworden²⁰ een verplichting op te leggen een bijkantoor te openen.²¹ Met betrekking tot de eisen die lidstaten mogen stellen aan deze bijkantoren geeft MiFID II een gemeenschappelijk regelgevende kader waaraan de lidstaten zich moeten houden. Als een lidstaat gebruik maakt van de mogelijkheid is een beleggingsonderneming verplicht bij de betreffende nationale toezichthouder een vergunning aan te vragen.²² De toezichthouder mag alleen een vergunning verlenen indien voldaan is aan alle in MiFID II genoemde vereisten. Lidstaten mogen daarnaast geen andere verplichtingen opleggen en mogen beleggingsondernemingen uit derde landen niet gunstiger behandelen dan beleggingsondernemingen uit de EER. Indien een lidstaat er niet voor kiest om een bijkantoor verplicht te stellen, dan blijft markttoegang onderworpen aan nationale vereisten.

Implementatiewet MiFID II/MiFIR

Uit de consultatieversie van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 (hierna: Implementatiewet) volgt dat de Nederlandse wetgever voornemens is om het vereiste van het openen van een bijkantoor in de Wft op te nemen. De wetgever wil met de verplichtstelling van een bijkantoor bijdragen aan een betere bescherming van niet-professionele beleggers en beter toezicht door de AFM en DNB mogelijk maken.

3. Enkele beschouwingen

Beleggingsondernemingen die diensten willen aanbieden aan zowel professionele beleggers en/of in aanmerking komende tegenpartijen als niet-professionele beleggers

Beleggingsondernemingen uit derde landen die aan zowel professionele beleggers en/of in aanmerking komende tegenpartijen als niet-professionele beleggers willen aanbieden, zullen zowel de ESMA registratie route als de nationale procedure ten aanzien van niet-professionele beleggers moeten

bijlage II MiFID II zoals banken, beleggingsondernemingen en verzekeraars. Niet-professionele beleggers die op hun verzoek als professionele belegger zijn aangemerkt (zie deel 2 bijlage II MiFID II) vallen hier dus niet onder.

17. Art. 46 e.v. MiFIR.

18. Art. 47 lid 2 MiFIR.

19. Art. 46 lid 5 MiFIR.

20. Art. 39 lid 1 MiFID II.

21. Art. 39 MiFID II.

22. Art. 39 lid 2 MiFID II.

volgen. Een bij ESMA geregistreerde beleggingsonderneming en waaraan door de AFM een vergunning voor een bijkantoor is verleend, kan ook in andere lidstaten diensten verlenen aan in aanmerking komende tegenpartijen en professionele beleggers. Dit geldt niet voor dienstverlening aan niet-professionele beleggers. Daarvoor is immers overeenkomstig de lidstaatkeuze een vergunninghoudend bijkantoor of het volgen van een nationale procedure vereist. Het bijkantoor blijft onder het toezicht staan van de lidstaat waar het bijkantoor is gevestigd. Deze lidstaat mag echter wel evenredige samenwerkingsregelingen sluiten met de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst om passende beleggingsbescherming te waarborgen.²³

Implementatie initiatieve test

Op grond van voorgesteld art. 1:19c Wft zijn beleggingsondernemingen uit derde landen die uitsluitend op verzoek van een cliënt diensten aanbieden uitgezonderd van de Wft, met uitzondering van het Deel gedragstoezicht. Het uitzonderen van het Deel gedragstoezicht is ons inziens niet zuiver. Enerzijds begrijpen wij het argument van de wetgever dat de artikelen in MiFID II en MiFIR deze beleggingsondernemingen enkel uitzondert van de vergunningplicht.²⁴ Anderzijds vinden wij echter dat de toepassing van het Deel gedragstoezicht op deze ondernemingen niet strookt met het in de overwegingen van MiFID II en MiFIR verwoorde uitgangspunt dat 'indien een onderneming in een derde land diensten verricht op het eigen exclusief initiatief van een in de Unie gevestigde persoon, deze diensten niet geacht te worden te zijn geleverd op het grondgebied van de Unie'. In dat geval is uitsluitend de regelgeving van het derde land van toepassing. Dit is ook in lijn met de initiatieve test onder geldend recht. In de reacties op de consultatieversie zijn hierover twee opmerkingen gemaakt.²⁵ Het is afwachten of en zo ja, op welke wijze de wetgever met deze opmerkingen om zal gaan.

Art. 10 Vrijstellingsregeling

Op het eerste gezicht lijkt de nieuwe regeling in MiFID II met name consequenties te hebben voor vrijgestelde beleggingsondernemingen. Deze beleggingsondernemingen dienen immers een bijkantoor te openen en hiervoor een vergunning aan te vragen indien zij beleggingsdiensten willen (blijven) aanbieden aan of beleggingsactiviteiten willen (blijven) verrichten voor niet-professionele beleggers in Nederland. Of de impact echter daadwerkelijk zo groot is valt te betwijfelen. De meeste

beleggingsondernemingen die van de vrijstelling gebruik maken verlenen immers met name diensten aan professionele beleggers. De wetgever heeft aangegeven dat er ongeveer 45 beleggingsondernemingen door de nieuwe regeling geraakt worden.²⁶

4. Conclusie

Ten opzichte van de huidige gefragmenteerde nationale regelingen zal markttoegang voor beleggingsondernemingen uit derde landen zeker inzichtelijker geworden. Onder MiFID II/MiFIR wordt de Europese regeling ten aanzien van niet-professionele beleggers zeker niet geheel geharmoniseerd. Of dit daadwerkelijk harmonisatie en *een level playing field* zal brengen zal nog moeten worden bezien. Wij zien twee obstakels. Allereerst zal de lidstaatoptie om al dan niet een verplichting op te leggen tot het openen van een bijkantoor het probleem van verschillende nationale regelingen niet oplossen. Het feit dat MiFID II lidstaten zelf deze keuze geeft duidt erop dat de lidstaten op dit punt geen overeenstemming hebben kunnen bereiken. De implementatie van MiFID II zal daarom naar alle waarschijnlijkheid tot verschillende resultaten leiden. Het tweede obstakel in dit verband is dat een beleggingsonderneming uit een derde land die een vergunning om via een bijkantoor diensten te verlenen heeft verkregen in de ene lidstaat, niet op grond van een Europees paspoort (*'single licence'*) ook in andere lidstaten diensten kan aanbieden aan niet-professionele beleggers.

tot slot wijzen wij er nog op dat een andere belangrijke wijziging in MiFID II. Het opereren van een *organised trading facility* (hierna: OTF) komt onder de definitie van het verlenen van een beleggingsactiviteit te vallen.²⁷ Een OTF valt hierdoor ook binnen het toepassingsbereik van de derde landen regeling van MiFID II/MiFIR. Dit betekent dat een OTF uit een derde land die diensten in de EER willen aanbieden onderworpen is aan het derde landen beleid van MiFID II. Als gevolg hiervan zal ook een OTF aan de hierboven omschreven registratie- en vergunningvereisten moeten voldoen als zij in Nederland activiteiten wil verrichten.

23. Art. 47 lid 3 MiFIR.

24. MvT Wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter implementatie van de richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014, p. 47; art. 42 MiFID II; art. 46 lid 5 MiFIR.

25. Zie de reactie van de Nederlandse Vereniging van Banken en de reactie van de Dutch Fund and Asset Management Association op <https://www.internet-consultatie.nl/mifidii/reacties>.

26. MvT Wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter implementatie van de richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014, p. 18.

27. MiFID II brengt OTFs onder de definitie van 'financieel instrument' zoals gedefinieerd in art. 4 MiFID II. Als gevolg hiervan zijn de bepalingen ten aanzien van financiële instrumenten [Eventueel noot toevoegen naar artikel in deze uitgave waar dit in meer detail besproken wordt?]