

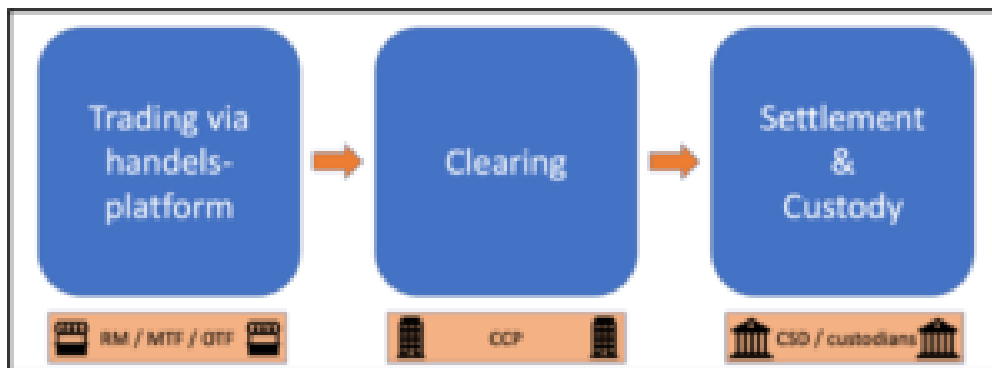
FINNIUS

De ESMA-opinie over multilaterale systemen: what's all the fuss about?

24 mei 2023

 10 MINUTEN

Weinig werelden binnen de financiële sector vind ik zo interessant als de wereld van beleggen. Het interessante – en tegelijkertijd complexe – zit naar mijn mening vooral in de infrastructuur die het mogelijk maken om – tegenwoordig met slechts een paar klikken – ‘eigenaar’ te worden van een ergens in de wereld genoteerd aandeel, obligatie of ander financieel instrument. De belegger ziet na de aankoop van een financieel instrument enkel een bijgewerkte interface op zijn of haar beleggingsapp, maar achter de schermen gaat een wereld schuil van technologie, samenwerkingsverbanden en toezichtwetgeving.



[1]

Handelsplatformen – de eerste schakel in bovenstaande afbeelding – hebben gemeen dat zij “*multilaterale systemen*” zijn en op grond van MiFID II zoals geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht moeten beschikken over een vergunning. Er zijn sinds 3 januari 2018 drie soorten gereguleerde handelsplatformen: de gereguleerde markt (**RM**), de multilaterale handelsfaciliteit (**MTF**) en de georganiseerde handelsfaciliteit (**OTF**). Alle drie de handelsplatformen komen voor in Nederland.[2]

Momenteel is er in de sector veel aandacht voor een [opinie](#) van de European Securities and Markets Authority (**ESMA**) van 2 februari 2023 over de vraag wanneer marktpartijen een multilateraal systeem exploiteren en daarom over een vergunning als handelsplatform zouden moeten beschikken (de **ESMA-Opinie**). De AFM plaatste op 7 maart 2023 hierover het volgende [bericht](#) op haar website:

Handelsplatform of niet? ESMA verduidelijkt het begrip multilateraal systeem

De European Securities and Markets Authority (ESMA) heeft recentelijk in een opinie duidelijkheid gegeven over wanneer systemen van marktpartijen kwalificeren als multilaterale systemen. Aan de hand van deze ESMA-opinie kunnen marktpartijen nagaan of hun systemen kwalificeren als multilateraal systeem en of ze onder de juiste vergunning opereren. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) beoordeelt of marktpartijen voldoen aan de gestelde eisen en past deze opinie toe in haar toezicht.

ESMA heeft de nationale autoriteiten, in Nederland de AFM, verzocht ervoor te zorgen dat marktpartijen hun eigen systemen beoordelen aan de hand van de ESMA-Opinie. Binnenkort vindt er bij de AFM ook een expertmeeting plaats over dit onderwerp.

Maar staan er dan nieuwe, baanbrekende dingen in de ESMA-Opinie? En lopen marktpartijen die op de een of andere manier een rol vervullen in het bij elkaar brengen van vraag en aanbod, nu massaal het risico te opereren zonder vereiste vergunning als handelsplatform?

Een klein stukje toezichtrecht-geschiedenis

Voor een goede duiding van de ESMA-Opinie is het goed eerst stil te staan bij de rechtsontwikkeling die de afgelopen 15 jaar op dit onderwerp heeft plaatsgevonden.

Vóór de inwerkingtreding van MiFID II op 3 januari 2018 beschikten verschillende marktpartijen – veelal grote internationaal opererende banken – over interne matchingsystemen (zogenoemde *broker crossing systems*, **BCS**). Deze marktpartijen bedienden veel cliënten en konden daardoor tegengestelde orders van hun cliënten uitvoeren door ze intern tegen elkaar ‘weg te strepen’. De algemene opvatting was destijds dat dergelijke BCS niet als handelsplatform kwalificeren, maar als het verlenen van de beleggingsdienst ‘uitvoeren van orders’. In tegenstelling tot bij een RM of MTF (de OTF bestond nog niet) was bij BCS namelijk sprake van discretie bij het matchen van orders.

[3]

BCS zorgden naar verluidt voor een goedkopere, snellere en veiligere orderuitvoering doordat orders niet eerst door de (externe) ‘hoepels’ van trading, clearing en settlement hoefden te gaan. Criticasters wezen echter op de beperkte prijstransparantie van dergelijke matchingsystemen en

meenden dat deze systemen – ook wel *dark pools* genoemd – strenger gereguleerd moesten worden.

In aanloop naar de invoering van MiFID II/MiFIR bestond het antwoord van de Europese Commissie op deze kritiek aanvankelijk uit de introductie van de OTF als nieuw type gereguleerd handelsplatform. De oorspronkelijke (concept)definitie van OTF omvatte BCS-achtige systemen, zodat deze systemen voortaan als handelsplatform zouden kwalificeren en aan transparantieregels moesten voldoen.

De OTF-definitie is in de finale tekst van MiFID II/MiFIR echter fundamenteel gewijzigd. Waar de definitie van OTF aanvankelijk zag op multilaterale handel in alle financiële instrumenten, beperkt de OTF-definitie die uiteindelijk in MiFID II is opgenomen zich tot handel in ‘non-equity’ instrumenten. Dit betekende dat BCS met betrekking tot onder andere aandelenhandel en ETFs toch niet zouden gaan kwalificeren als OTF.

Bleef de situatie met betrekking tot het intern matchen van cliëntorders in aandelen en vergelijkbare instrumenten dan helemaal bij het oude? Nee, zeker niet. De exploitatie van interne matchingsystemen op multilaterale basis met betrekking tot onder andere aandelen en ETFs is in de finale versie van MiFIR onder de reikwijdte van de MTF-vergunningplicht gebracht.^[4] De slotsom is derhalve dat exploitanten van BCS vanaf 3 januari 2018 ofwel over een vergunning als MTF ofwel over een vergunning als OTF moeten beschikken, mede afhankelijk dus van de typen financiële instrumenten die worden gematcht.^[5]

De Europese wetgever is in MiFID II/MiFIR echter nog een stap verder gegaan. Zij heeft daarin opgenomen dat ieder “*multilateraal systeem voor de handel in financiële instrumenten*” als RM, MTF of OTF moet opereren.^[6] Dit komt feitelijk neer op een vergunningplicht voor multilaterale systemen, dus ook andere systemen dan BCS. Achterliggende gedachte van de wetgever is dat gereguleerde handelsplatformen de beste plaats zijn voor vraag en aanbod om samen te komen, gelet op de specifieke wetgeving voor handelsplatformen.

De ESMA-Opinie: interpretatie van de vier criteria om te bepalen of een systeem multilateraal is

Dat brengt mij bij de ESMA-Opinie van 2 februari 2023. Door de toevoeging in MiFID II dat ieder multilateraal systeem aan een handelsplatform-vergunningplicht is onderworpen, is het van groot belang dat in de EU duidelijkheid bestaat over wat daar wel en niet onder moet worden verstaan. MiFID II bevat een definitie van multilateraal systeem, die als volgt luidt:

“systeem of faciliteit waarin meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten op elkaar kunnen inwerken”

Echter, de opvattingen over hoe deze definitie precies moet worden gelezen, lopen in de EU uiteen. Het doel van de ESMA-Opinie – die volgt op het consultatiedocument dat ESMA op 28 januari 2022 publiceerde – is om de sector én toezichthouders meer duidelijkheid te bieden over wanneer sprake is van een multilateraal systeem.

In de Opinie loopt ESMA eerst de vier cumulatieve criteria uit de definitie af. Er moet steeds sprake zijn van:

1. een systeem of faciliteit;
2. meerdere koop- en verkoop intenties van derden;
3. intenties die op elkaar kunnen inwerken; en
4. intenties die betrekking hebben op financiële instrumenten.

Hierbij merk ik alvast op dat criteria 1 en 4 minder spannend zijn. In de praktijk bestaat vooral behoefte aan meer duidelijkheid over de precieze betekenis en reikwijdte van criteria 2 en 3. Niettemin zal ik de interpretatie van ESMA op alle vier de criteria hierna kort samenvatten.

1. Systeem of faciliteit

Onder systeem moet volgens ESMA worden verstaan een set aan regels die bepaalt hoe handelsintenties van derden op elkaar inwerken. De regels moeten elementen bevatten die zien op de *“matching, arranging and/or negotiation”* van intenties. Als de exploitant de regels vaststelt en

een softwareleverancier inschakelt voor het ontwikkelen/onderhouden van het systeem, dan zal de softwareleverancier zelf buiten de reikwijdte van de definitie blijven, aldus ESMA.

2. Meerdere koop- en verkoop intenties van derden

Het begrip ‘derden’ verwijst naar personen niet zijnde de exploitant van het systeem. Het woord ‘meerdere’ verwijst naar het systeem dat toestaat dat verschillende handelsintenties op elkaar inwerken.

ESMA merkt op dat ook systemen waar twee intenties op elkaar inwerken in scope van de definitie zijn, aangenomen dat dergelijke intenties worden samengebracht op basis van de regels van de derde partij-exploitant van het systeem. ESMA volgt hier de lijn van het Europese Hof van Justitie van 16 november 2017 ([Robeco/AFM](#)). Dit betekent dat het feit dat binnen het systeem van een exploitant steeds dezelfde liquidity provider als wederpartij optreedt van beleggers, onvoldoende is om een systeem als bilateraal in plaats van multilateraal te kwalificeren. Echter, systemen waarbij interactie uitsluitend plaatsvindt tussen twee wederpartijen, zonder dat een derde partij-exploitant daarbij betrokken is (zoals systemen van systematische internaliseerders, SIs), kwalificeren volgens ESMA niet als multilateraal (maar als bilateraal).

3. De intenties kunnen op elkaar inwerken (‘interaction’)

Ten aanzien van het derde criterium merkt ESMA op dat het ‘op elkaar inwerken’ van intenties (‘*interaction*’) niet alleen betekent dat het systeem verschillende handelsintenties weergeeft, maar ook vereist dat deelnemers aan het systeem kunnen reageren op elkaars intenties. Dit wil zeggen dat het mogelijk moet zijn om binnen het systeem informatie uit te wisselen met betrekking tot handelsintenties en dat deelnemers intenties kunnen matchen of regelen of kunnen onderhandelen over de essentiële voorwaarden van de transactie, met het oog op het sluiten van een overeenkomst.

Het daadwerkelijk kunnen sluiten van een overeenkomst binnen het systeem is echter geen noodzakelijke voorwaarde voor het vervullen van dit derde criterium, zo benadrukt ESMA. Een systeem waarin tussen deelnemers over de essentiële voorwaarden van een transactie

(bijvoorbeeld prijs/hoeveelheid) kan worden onderhandeld, maar waarbij de definitieve voorwaarden buiten het systeem worden overeengekomen, voldoet ook aan het criterium van 'interaction', aldus ESMA.

Algemene reclame en/of het enkel samenvoegen van handelsintenties kwalificeert volgens ESMA niet als 'interaction' en dus niet als multilateraal systeem.

4. De intenties hebben betrekking op financiële instrumenten

Tot slot moeten de handelsintenties betrekking hebben op financiële instrumenten zoals bedoeld in MiFID II. ESMA wijst erop dat *securities financing transactions* (SFTs) binnen de reikwijdte vallen.

De ESMA-Opinie: ESMA licht een aantal zaken uit

Na de behandeling van de vier criteria van 'multilateraal systeem' bespreekt ESMA in de Opinie drie specifieke onderwerpen/systemen, namelijk: (i) technologie providers, inclusief Order Management en Execution Management systemen (OMS en EMS), (ii) request-for-quote systemen en (iii) systemen voor het pre-arrangen van transacties waarna de transacties worden geformaliseerd op een handelsplatform.

ESMA kiest voor de behandeling van juist deze drie onderwerpen/systemen omdat de scheidslijn tussen multilateraal en niet-multilateraal systeem in deze gevallen in de praktijk erg dun kan zijn.

Hoe nu verder?

Hoewel de ESMA-Opinie naar mijn mening geen baanbrekend document is waarin ESMA allerlei onverwachte afslagen neemt, bevat zij wel een welkome verdere verduidelijking van de bestaande MiFID II-definitie van multilateraal systeem. Dat geldt zeker ook voor de bespreking door ESMA van de hiervoor genoemde specifieke onderwerpen/systemen. Niettemin blijft naar onze mening ruimte voor interpretatie binnen – vooral – het derde criterium van de definitie ('interaction') bestaan. Daarmee is het kwalificatievraagstuk helaas nog steeds geen uitgemaakte zaak voor een

aantal situaties die wij in de praktijk tegenkomen.

De ESMA-Opinie gaat in de eerste plaats beleggingsondernemingen aan, maar daarnaast ook dataproviders, leveranciers van ordersystemen etc. Gereguleerde én ongereguleerde partijen die op enigerlei wijze een faciliterende rol vervullen bij het samenbrengen van vraag naar en aanbod van financiële instrumenten, doen er dus goed aan hun eigen rol in dit proces nog eens kritisch onder de loep te nemen met inachtneming van de ESMA-Opinie. Het is raadzaam om deze interne beoordeling schriftelijk vast te leggen, zodat deze met de AFM kan worden gedeeld als zij daarom verzoekt. De AFM heeft immers aangekondigd de ESMA-Opinie in haar toezicht op marktpartijen te gaan betrekken.

[1] Sterk vereenvoudigde weergave; verschillende andere varianten zijn mogelijk, waaronder uitvoering en afwikkeling van transacties buiten een handelsplatform om (OTC).

[2] Een voorbeeld van een RM is Euronext Amsterdam N.V., een voorbeeld van een MTF is Bloomberg Trading Facility B.V. en een voorbeeld van een OTF is Tradeweb EU B.V.

[3] Deze discretie hield kort gezegd in dat de exploitant van de BCS naar eigen inzicht invloed kon uitoefenen op de wijze waarop orders van cliënten werden gematcht. Exploitanten van een RM en een MTF waren daarentegen verplicht om vraag en aanbod volgens niet-discretionaire regels samen te brengen.

[4] Zie artikel 23 lid 2 MiFIR.

[5] Een alternatief is overstappen naar het model van de systematische internaliseerder. Zie ook overweging 6 MiFIR.

[6] Zie artikel 1 lid 7 MiFID II.

Specialisten



Laurens Hillen

T +31 (0)20 767 01 80

T +31 (0)20 767 01 84 (direct)

M +31 (0)6 21 66 37 76

laurens.hillen@finnius.com