

# DE TRADING OBLIGATION VOOR OTC-DERIVATEN ONDER MiFIR

Door Hans Hintzen

**Sinds 3 januari 2018 geldt de verplichting om bepaalde otc-derivaten op een handelsplatform te verhandelen. Hoewel deze zogenoemde trading obligation deel uitmaakt van het omvangrijke MiFID II pakket, is zij onlosmakelijk verbonden met de verplichtingen die op grond van EMIR gelden.**

Het MiFID II pakket bestaat uit een richtlijn (MiFID) en een verordening (MiFIR). Het merendeel van de MiFID II normen heeft betrekking op beleggingsdienstverlening. Wat betreft de regels die van toepassing zijn op het verlenen van beleggingsdiensten is de beleggingsdienstverlener de normgeadresseerde. De trading obligation voor otc-derivaten vormt in dit verband een uitzondering. De trading obligation is niet op beleggingsdienstverleners gericht. Bij de trading obligation zijn de tegenpartijen bij otc-

derivaten normgeadresseerde. Dit zijn niet zelden de cliënten van beleggingsdienstverleners. In dit opzicht is de trading obligation voor otc-derivaten binnen MiFID II een vreemde eend in de bijt.

De trading obligation is onlosmakelijk verbonden met de verplichtingen die op grond van EMIR gelden. De basis voor de trading obligation ligt besloten in de slotverklaring na de G20 bijeenkomst in Pittsburgh, in september 2009. Deze slotverklaring bepaalde onder meer (i) dat otc-derivaten gerapporteerd moeten worden aan een transactieregister, (ii) dat gestandaardiseerde otc-derivaten centraal gecleard moeten worden via een central counterparty (CCP) en (iii) dat gestandaardiseerde otc-derivaten op handelsplatformen verhandeld moeten worden. De verplichting tot rapportage van otc-derivaten en de clearingplicht zijn verankerd in EMIR. De verplichting tot verhandeling van gestandaardiseerde otc-derivaten op handelsplatformen is opgenomen in MiFIR. Hieronder wordt nader ingegaan op deze trading obligation voor otc-derivaten.

## TRADING OBLIGATION

De kern van de trading obligation is de verplichting ex art. 28 MiFIR om bepaalde gestandaardiseerde en liquide otc-derivaten op een handelsplatform te verhandelen. Derivaten die aan de trading obligation zijn onderworpen moeten verhandeld worden op een gereguleerde markt (beurs), op een multilateral trading

*De trading obligation voor otc-derivaten onder MiFIR is onlosmakelijk verbonden met EMIR.*

facility (MTF) of op een organised trading facility (OTF). De OTF is een nieuw type handelsplatform dat met de komst van MiFID II is geïntroduceerd. De definitie van de OTF is ruim van opzet, zodat veel elektronische handelsplatformen voor het verhandelen van otc-derivaten onder de noemer OTF zijn komen te vallen. Wat de OTF onderscheidt van de MTF is dat de exploitant van een OTF een discretionaire bevoegdheid heeft met betrekking tot het uitvoeren van transacties. De OTF is de Europese pendant van de Amerikaanse swap execution facility (SEF).

De otc-derivaten die op een handelsplatform worden verhandeld, moeten via een CCP centraal worden gecleard. De trading obligation voor otc-derivaten is derhalve enkel van toepassing voor zover op grond van EMIR tevens een clearingplicht geldt (clearing test). Daarnaast moet er een handelsplatform zijn waarop



Hans Hintzen

de betreffende otc-derivaten verhandeld kunnen worden (venue test). De trading obligation is voorts alleen van toepassing als de betreffende otc-derivaten voldoende liquide zijn (liquidity test). De voornaamste reden dat otc-derivaten uitsluitend aan de trading obligation worden onderworpen als deze voldoende liquide zijn, is dat de trading obligation bij minder liquide otc-derivaten een ongunstige invloed op de prijsvorming kan hebben. Voorafgaande aan de implementatie van de trading obligation is met name veel discussie geweest over de vraag welke otc-derivaten voldoende liquide zijn. De trading obligation is uiteindelijk van toepassing verklaard op fixed-to-float renteswaps in bepaalde looptijden en met bepaalde kenmerken van standaardisatie, alsmede op bepaalde index-credit default swaps met een looptijd van vijf jaar.

Omdat otc-derivaten die op een handelsplatform worden verhandeld tevens centraal gecleard moeten worden, is de trading obligation alleen van toepassing voor zover ook een clearingplicht onder EMIR geldt. Voor het bepalen van de datum waarop de trading obligation van toepassing wordt, is derhalve aangehaakt bij de vier categorieën tegenpartijen die EMIR onderscheidt voor de toepasselijkheid van de clearingplicht. De trading obligation voor categorie 1 en 2 tegenpartijen is met ingang van 3 januari 2018 van toepassing geworden. Voor categorie 3 en 4 tegenpartijen wordt de trading obligation van toepassing op de datum waarop onder EMIR de clearingplicht van kracht wordt. Bovendien is de uitzondering

*De trading obligation is alleen van toepassing voor zover op grond van EMIR tevens een clearingplicht geldt.*

*Handelsplatformen moeten voor het sluiten van een order nagaan of het derivatencontract de limieten overschrijdt die door de clearing member zijn gesteld.*

op de clearingplicht die op grond van EMIR aan pensioenfondsen is verleend in het kader van de trading obligation van overeenkomstige toepassing.

ESMA heeft op haar website inmiddels een register gepubliceerd, met (i) een opsomming van de otc-derivaten die aan de trading obligation zijn onderworpen, (ii) een opsomming van de handelsplatformen waarop deze otc-derivaten verhandeld kunnen worden en (iii) een overzicht van de data waarop de trading obligation voor deze otc-derivaten van kracht wordt voor de vier categorieën tegenpartijen die EMIR onderscheidt. ESMA is op grond van MiFIR verplicht om dit register te onderhouden.

#### **MARKTINFRASTRUCTUUR**

Met ingang van 3 januari 2018 zijn handelsplatformen, CCP's en clearing members verplicht om ervoor te zorgen dat derivaten zo snel als technologisch mogelijk (STP) centraal gecleard worden. Dit betekent onder meer dat een handelsplatform zich er voor het sluiten van een order met betrekking tot een derivatencontract van moet vergewissen dat het derivatencontract niet de limieten overschrijdt die door de clearing members aan de tegenpartijen bij het derivatencontract zijn gesteld. Om het handelsplatform hiertoe in staat te stellen, moeten clearing members informatie met betrekking tot de limieten die zij aan hun cliënten hebben gesteld aan het handelsplatform verschaffen. Mocht het desalniettemin niet lukken om een derivatencontract dat op een handels-

platform is verhandeld te clearen, dan geldt het volgende: als het derivatencontract elektronisch is verhandeld, dan beschouwt het handelsplatform het derivatencontract als nietig, zodat tussen de tegenpartijen geen verdere afwikkeling nodig is. Als een derivatencontract op een handelsplatform niet langs elektronische weg is verhandeld (voice trading), dan wordt de afwikkeling van het contract beheerst door de regels van het handelsplatform en anders door de overeenkomst tussen de tegenpartijen. «

- Sinds 3 januari 2018 geldt de verplichting om bepaalde otc-derivaten op een handelsplatform te verhandelen.
- Deze trading obligation is onlosmakelijk verbonden met de verplichtingen die op grond van EMIR gelden.
- Voor de data waarop de trading obligation van toepassing wordt, is aansluiting gezocht bij de data waarop de clearingplicht onder EMIR van toepassing wordt.
- Handelsplatformen, CCP's en clearing members zijn verplicht ervoor te zorgen dat derivaten zo snel mogelijk centraal gecleard worden.
- Een handelsplatform moet voor het sluiten van een order nagaan of het derivatencontract de limieten overschrijdt die door de clearing member zijn gesteld.

**Dit artikel is geschreven door Hans Hintzen, juridisch adviseur en interim jurist financieel recht bij Hintzen Legal Solutions.**