



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Europees financieel toezicht

Een onderzoek naar de verdeling van toezichtbevoegdheden tussen de lidstaten van de Europese Unie onderling en tussen de lidstaten en Europese Instellingen en Agentschappen
van Praag, E.J.

Publication date

2017

Document Version

Other version

License

Other

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

van Praag, E. J. (2017). *Europees financieel toezicht: Een onderzoek naar de verdeling van toezichtbevoegdheden tussen de lidstaten van de Europese Unie onderling en tussen de lidstaten en Europese Instellingen en Agentschappen*. [Thesis, fully internal, Universiteit van Amsterdam].

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Europees financieel toezicht

Een onderzoek naar de verdeling van toezichtbevoegdheden tussen de lidstaten van de
Europese Unie onderling en tussen de lidstaten en Europese Instellingen en
Agentschappen

ACADEMISCH PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor

aan de Universiteit van Amsterdam

op gezag van de Rector Magnificus

prof. dr. ir. K.I.J. Maex

ten overstaan van een door het College voor Promoties ingestelde commissie,

in het openbaar te verdedigen in de Agnietenkapel

op woensdag 6 december 2017, te 14:00 uur

door Emanuel Joost van Praag

geboren te Haarlem

Promotiecommissie:

Promotor(es): Prof. mr. C.E. du Perron Universiteit van Amsterdam

Copromotor(es): Mr. dr. R.H. van Ooik Universiteit van Amsterdam

Overige leden: prof. mr. dr. A.J.C. Moor-van Vugt Universiteit van Amsterdam

prof. mr. dr. R. Smits Universiteit van Amsterdam

prof. dr. mr. E.P.M. Joosen Vrije Universiteit Amsterdam

prof. dr. K.W.H. Broekhuizen Erasmus Universiteit Rotterdam

prof. mr. C.W.M. Lieverse Radboud Universiteit Nijmegen

Faculteit: Faculteit der Rechtsgeleerdheid

Dankwoord

Het schrijven van een proefschrift is een eenzame bezigheid, zeker als buitenpromovendus. Gelukkig zijn er wel diverse mensen geweest die op enig moment de last dragelijker hebben gemaakt of de weg hebben gewezen. Ik neem graag de gelegenheid deze mensen te bedanken.

Ten eerste waren er mijn (co)promotores, Edgar du Perron en Ronald van Ooik. Edgar, ten eerste wil ik jou danken voor het vertrouwen om het avontuur aan te gaan. Volgens mij heb jij dit besloten naar aanleiding van een gesprek van nog geen uur. Jij wist het fenomeen wetenschap op zijn tijd te relativiseren en stond een pragmatische benadering voor. Hierdoor hield ik er steeds vertrouwen in dat ik het proefschrift succesvol kon afronden en was het project voor mij te behappen. Daarnaast stelde je steeds die vraag die nodig was om het proefschrift scherp te houden en was jij altijd een luisterend oor bij wetenschappelijke tegenslagen. Ronald, jou wil ik danken voor jouw enorme betrokkenheid. Ik heb de indruk dat de financiële sector niet jouw beste vriend is. Desondanks heb je de moeite genomen mijn 400 pagina's minutieus door te nemen en nam je alle tijd om mijn proefschrift met mij te bespreken. Daarnaast waardeer ik jou voor je hoge normen van wetenschap. Jij daagde mij uit de sprong te maken van jurist naar juridische wetenschapper. Uiteraard was ons samenzijn met ons drieën ook altijd gezellig en vol van humor.

Ten tweede waren er mijn ouders. Zij hebben mij opgevoed met de overtuiging dat wetenschap ertoe doet en het vertrouwen dat ik daarin kan excelleren.

Ten derde waren er mijn werkgevers, de twee 'Franks'. Frank 't Hart (Hart Advocaten) heeft mij niet alleen ruimte gelaten voor mijn proefschrift, maar mij ook doen groeien als een juridisch professional. Frank van Geel (NN IP) heeft mij niet alleen alle ruimte gelaten voor mijn proefschrift, maar mij ook de gelegenheid geboden de financiële wereld te leren kennen.

Tot slot dank ik graag mijn vriendin Tom Vader. Jij hebt mij gemotiveerd en met liefde getolereerd. Waar ik van nature lui ben, werk jij van nature hard. Als ik weer lag te slapen op de bank, gaf jij mij met zachte hand en het goede voorbeeld weer het zetje om door te gaan met het proefschrift. Mijn wetenschappelijke werk bracht niet altijd het beste in mij als mens naar boven, maar jij nam het me niet kwalijk en stimuleerde me juist. Ik hoop nu dit proefschrift af is samen met jou te kunnen genieten in Huize Paleis.

Inhoudsopagve

| | | |
|----------|--|----|
| 1. | Inleiding..... | 22 |
| 1.1. | Schets van het probleem..... | 22 |
| 1.2. | Onderzoeksvragen | 23 |
| 3.1. | Relevantie van het onderzoek..... | 24 |
| 3.2. | Indeling van dit proefschrift | 26 |
| 3.3. | Methode en beperkingen | 26 |
| | DEEL A: positief recht..... | 30 |
| 1. | Inleiding in het Europese financiële toezichtrecht | 31 |
| 1.1. | De structuur van de financiële regelgeving | 31 |
| 1.1.1. | Structuur van regelgeving voor financiële ondernemingen..... | 31 |
| 1.1.2. | Structuur van de regelgeving voor financiële activiteiten | 32 |
| 1.1.3. | Structuur van de regelgeving voor effecten uitgevende instellingen..... | 33 |
| 1.2. | Wat is toezicht? | 33 |
| 1.2.1. | Inleiding..... | 33 |
| 1.2.2. | De discretionaire marge van de toezichthouder | 34 |
| 1.2.3. | Welke toezichthouders?..... | 36 |
| 1.2.4. | De macht van de toezichthouder | 36 |
| 1.3. | Diverse toezichtsdoelen..... | 37 |
| 1.3.1. | Gedragstoezicht | 37 |
| 1.3.2. | Markttoezicht..... | 37 |
| 1.3.3. | Microprudentieel toezicht..... | 38 |
| 1.3.4. | Macroprudentieel of systeemtoezicht..... | 38 |
| 1.4. | Home-state en host-state..... | 40 |
| 1.5. | De regelgeving | 40 |
| 1.5.1. | De Europese Unie heeft geen regelgeving voor een financiële onderneming of financiële activiteit gemaakt | 40 |
| 1.5.2. | Europese harmonisatie..... | 41 |
| 1.5.3. | De Europese Unie en de lidstaten maken samen regels | 42 |
| 1.5.3.1. | Richtlijnen, gedelegeerde richtlijnen en uitvoeringsrichtlijnen..... | 42 |
| 1.5.3.2. | Gedelegeerde verordeningen en uitvoeringsverordeningen | 42 |
| 1.5.3.3. | Richtsnoeren van de Europese Commissie of van de ESAs en opinies van de ESAs ... | 43 |
| 1.5.4. | Alleen Europa maakt de regels..... | 44 |

| | | |
|--------|---|----|
| 1.5.5. | De vier niveaus van convergentie van regelgeving en toezicht..... | 45 |
| 2. | Introductie van de ESAs..... | 47 |
| 2.1. | Inleiding..... | 47 |
| 2.2. | Achtergrond en aanleiding voor oprichting van de ESAs | 47 |
| 2.3. | Doelstellingen van de ESAs | 48 |
| 2.4. | Taakgebied van de ESAs..... | 48 |
| 2.5. | Niet dwingende bevoegdheden..... | 49 |
| 2.5.1. | Het maken van toezichtbeleid | 49 |
| 2.5.2. | De coördinatie van het handelen van nationale toezichthouders in concrete gevallen..... | 50 |
| 2.6. | Toezicht door de ESAs, dwingende bevoegdheden | 50 |
| 2.6.1. | Inleiding..... | 50 |
| 2.6.2. | Beperken of verbieden van gevaarlijke financiële activiteiten..... | 51 |
| 2.6.3. | Bevoegdheid tot het nemen van noodmaatregelen | 51 |
| 2.6.4. | Correctie van onjuiste toepassing van Europese recht | 52 |
| 2.6.5. | Geschillenbeslechting tussen toezichthouders (de Geschillenprocedure) | 54 |
| 2.6.6. | Inwinnen van informatie bij financiële ondernemingen..... | 55 |
| 2.6.7. | Geen inbreuk op budgettaire verantwoordelijkheden van lidstaten | 55 |
| 2.6.8. | De discretionaire marge van de ESAs | 56 |
| 2.6.9. | De Europese dimensie staat voorop | 58 |
| 2.7. | Rechtsbescherming bij besluiten van de ESAs..... | 59 |
| 2.7.1. | Inleiding..... | 59 |
| 2.7.2. | Procedure Board of Appeal | 60 |
| 2.7.3. | Procedure bij Hof van Justitie EU | 60 |
| 2.7.4. | Ontvankelijkheidsvereisten Board of Appeal en Gerecht | 61 |
| 2.7.5. | Res iudicata | 63 |
| 2.7.6. | Toetsing economische afwegingen..... | 64 |
| 2.8. | Governance van de ESAs en besluitvorming binnen de ESAs | 64 |
| 2.8.1. | Inleiding..... | 64 |
| 2.8.2. | Board of Supervisors | 65 |
| 2.8.3. | Management Board | 66 |
| 2.8.4. | Chairperson | 66 |
| 2.8.5. | Executive Director..... | 67 |
| 2.9. | Het budget van de ESAs..... | 67 |
| 3. | Model 1: De vier vrijheden van het VWEU..... | 69 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 3.1. | Inleiding..... | 69 |
| 3.2. | De vier vrijheden van het VWEU | 70 |
| 3.2.1. | Welke van de vier vrijheden zijn relevant voor financiële dienstverlening?..... | 70 |
| 3.2.2. | Geen expliciete discriminatie | 73 |
| 3.2.3. | Geen maatregelen van gelijke werking | 73 |
| 3.2.4. | Maatregelen die uitoefening van de vrijheden belemmeren..... | 73 |
| 3.2.5. | Rechtvaardiging..... | 75 |
| 3.2.6. | Toepassing van de vier vrijheden op toezicht | 76 |
| 3.3. | Actief gebruik van de vrijheid van vestiging en dienstverrichting..... | 76 |
| 3.3.1. | Inleiding..... | 76 |
| 3.3.2. | Mag de home-state toezicht houden? | 77 |
| 3.3.3. | Moet de home-state toezicht houden? | 79 |
| 3.3.4. | Mag de host-state toezicht houden? | 81 |
| 3.3.5. | Moet de host-state toezicht houden? | 93 |
| 3.4. | Passief gebruik van de vrijheid van dienstverrichting en de vrijheid van kapitaalverkeer.... | 94 |
| 3.4.1. | Inleiding..... | 94 |
| 3.4.2. | Mag de home-state toezicht houden? | 94 |
| 3.4.3. | Moet de home-state toezicht houden? | 94 |
| 3.4.4. | Mag de host-state toezicht houden? | 95 |
| 3.4.5. | Moet de host-state toezicht houden? | 98 |
| 3.5. | Misbruik van recht..... | 98 |
| 3.5.1. | Inleiding..... | 98 |
| 3.5.2. | Overzicht van de jurisprudentie..... | 99 |
| 3.5.3. | Tussenconclusie misbruik | 110 |
| 3.6. | Conclusie | 113 |
| 4. | Paspoorten en tweedelijns toezicht door de ESAs..... | 116 |
| 4.1. | Inleiding..... | 116 |
| 4.2. | Europese paspoorten geïntroduceerd..... | 116 |
| 4.2.1. | Notificatie | 117 |
| 4.2.2. | Verdeling voortdurende toezichtsbevoegdheden tussen home-state en host-state | 118 |
| 4.3. | Wie is de home-state?..... | 121 |
| 4.3.1. | Inleiding..... | 121 |
| 4.3.2. | Beleggingsondernemingen | 122 |
| 4.3.2.1. | Plaats hoofdkantoor als uitgangspunt | 122 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 4.3.2.2. | De markt waarop de beleggingsonderneming actief is..... | 123 |
| 4.3.2.3. | Beleggingsondernemingen van buiten de Europese Unie | 124 |
| 4.3.3. | Kredietinstellingen | 126 |
| 4.3.3.1. | Plaats hoofdkantoor als uitgangspunt | 126 |
| 4.3.3.2. | De markt waarop de kredietinstelling actief is | 126 |
| 4.3.3.3. | Kredietinstellingen van buiten de Europese Unie | 127 |
| 4.3.3.4. | Systeemrisico als aangrijpingspunt | 128 |
| 4.3.4. | UCITS beleggingsinstellingen en hun beheerders..... | 128 |
| 4.3.4.1. | Hoofdkantoor als uitgangspunt bij UCITS beheerder | 129 |
| 4.3.4.2. | Lidstaat van bewaarder bij UCITS beleggingsinstelling | 130 |
| 4.3.4.3. | Substance eisen voor UCITS beheerder en de beleggingsinstelling | 130 |
| 4.3.4.4. | De markt waarop (de beheerder van) de UCITS beleggingsinstelling actief is..... | 130 |
| 4.3.4.5. | UCITS beheerders van buiten de Europese Unie | 132 |
| 4.3.5. | AIF beleggingsinstellingen en hun beheerders..... | 132 |
| 4.3.5.1. | Hoofdkantoor als uitgangspunt bij AIF beheerders..... | 132 |
| 4.3.5.2. | Lidstaat van bewaarder bij AIF beleggingsinstelling | 133 |
| 4.3.5.3. | Substance eisen bij AIF beheerder | 133 |
| 4.3.5.4. | De markt waarop (de beheerder van) de AIF beleggingsinstelling actief is..... | 134 |
| 4.3.5.5. | Systeemrisico als aangrijpingspunt | 134 |
| 4.3.5.6. | AIF beheerders van buiten de Europese Unie | 134 |
| 4.3.6. | Verzekeringsondernemingen..... | 141 |
| 4.3.6.1. | Hoofdkantoor als uitgangspunt..... | 141 |
| 4.3.6.2. | De markt waarop de verzekeringsonderneming actief is..... | 141 |
| 4.3.6.3. | Systeemrisico als aangrijpingspunt | 142 |
| 4.3.6.4. | Verzekeringsondernemingen van buiten de Europese Unie..... | 142 |
| 4.3.7. | Verzekeringstussenpersonen | 142 |
| 4.3.7.1. | Statutaire zetel of woonplaats als uitgangspunt..... | 143 |
| 4.3.7.2. | De markt waarop de verzekeringstussenpersoon actief is | 143 |
| 4.3.7.3. | Verzekeringstussenpersonen van buiten de Europese Unie | 144 |
| 4.3.8. | Central Counter Parties..... | 145 |
| 4.3.8.1. | Hoofdkantoor als uitgangspunt..... | 145 |
| 4.3.8.2. | CCPs van buiten de Europese Unie..... | 146 |
| 4.3.9. | Tussenconclusie..... | 146 |
| 4.4. | Wie is de host-state?..... | 147 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 4.4.1. | Inleiding..... | 147 |
| 4.4.2. | Geen actieve bedrijvigheid in het territorium van de host-state | 147 |
| 4.4.3. | De initiative or original sollicitation test geïntroduceerd | 148 |
| 4.4.3.1. | De kenmerkende prestatie van de dienst; de Commissie mededeling van 1997 | 149 |
| 4.4.3.2. | De initiative test nader onderzocht | 151 |
| 4.4.4. | Dienstverrichting | 156 |
| 4.4.5. | De Richtlijn inzake elektronische handel | 156 |
| 4.4.6. | Bijkantoor | 158 |
| 4.4.7. | Dochteronderneming | 161 |
| 4.4.8. | Bijzondere regels voor verzekeringsondernemingen en verzekeringstussenpersonen | 162 |
| 4.4.9. | Bijzondere regels voor Central Counterparties | 163 |
| 4.5. | Bevoegdheidsverdeling tussen home en host-state | 164 |
| 4.5.1. | Inleiding..... | 164 |
| 4.5.2. | Beleggingsondernemingen | 164 |
| 4.5.2.1. | Waarop moet de home-state toezicht houden? | 164 |
| 4.5.2.2. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?..... | 165 |
| 4.5.2.3. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?..... | 165 |
| 4.5.2.4. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?..... | 165 |
| 4.5.2.5. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor? 167 | |
| 4.5.2.6. | Hoe werken home-state en host-state samen..... | 168 |
| 4.5.2.7. | Bevoegdheden ESMA | 169 |
| 4.5.3. | Kredietinstellingen buiten de Eurozone | 169 |
| 4.5.3.1. | Inleiding..... | 169 |
| 4.5.3.2. | Waarop moet de home-state toezicht houden?..... | 169 |
| 4.5.3.3. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?..... | 170 |
| 4.5.3.4. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?..... | 170 |
| 4.5.3.5. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?..... | 172 |
| 4.5.3.6. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor 173 | |

| | | |
|-----------|---|-----|
| 4.5.3.7. | Bevoegdheden host-state bij significante bijkantoren | 173 |
| 4.5.3.8. | Wanneer is een bijkantoor significant? | 174 |
| 4.5.3.9. | Samenwerking home-state en host-state..... | 174 |
| 4.5.3.10. | Geconsolideerd toezicht geïntroduceerd | 175 |
| 4.5.3.11. | Wie houdt het geconsolideerde toezicht? | 176 |
| 4.5.3.12. | Wie zitten in het college van toezichthouders? | 177 |
| 4.5.3.13. | De samenwerking in het college..... | 177 |
| 4.5.3.14. | De bevoegdheden van het college | 178 |
| 4.5.3.15. | Macro-economisch en systeemtoezicht | 179 |
| 4.5.3.16. | Geconsolideerd toezicht bij voorbereiding van herstel en afwikkeling, herstel en afwikkeling van kredietinstellingen geïntroduceerd..... | 181 |
| 4.5.3.17. | Bevoegdheidsverdeling binnen het college | 182 |
| 4.5.3.18. | Rol EBA bij BRRD | 186 |
| 4.5.3.19. | Depositogarantiestelsels; inleiding..... | 186 |
| 4.5.3.20. | Depositogarantiestelsel bij grensoverschrijdende dienstverrichting | 187 |
| 4.5.4. | UCITS beleggingsinstellingen en hun beheerders..... | 187 |
| 4.5.4.1. | Inleiding..... | 187 |
| 4.5.4.2. | Waarop moet de home-state van de beheerder toezicht houden?..... | 188 |
| 4.5.4.3. | Waarop moet de host-state van de beheerder toezicht houden bij grensoverschrijdende beheer van beleggingsinstellingen zonder bijkantoor | 188 |
| 4.5.4.4. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdend beheer met bijkantoor? 189 | |
| 4.5.4.5. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende distributie?..... | 190 |
| 4.5.4.6. | Welke bevoegdheden heeft de host-state?..... | 190 |
| 4.5.4.7. | Samenwerking tussen home-state en host-state en ESMA..... | 192 |
| 4.5.5. | AIF beleggingsinstellingen..... | 192 |
| 4.5.5.1. | Inleiding..... | 192 |
| 4.5.5.2. | Waarop moet de home-state van de AIF beheerder toezicht houden | 193 |
| 4.5.5.3. | Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdende beheer van EU AIF beleggingsinstellingen zonder bijkantoor toezicht houden?..... | 195 |
| 4.5.5.4. | Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdend beheer van EU AIFS met bijkantoor toezicht houden?..... | 195 |
| 4.5.5.5. | Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdende distributie van EU AIF beleggingsinstellingen zonder bijkantoor toezicht houden?..... | 195 |
| 4.5.5.6. | Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdende distributie van EU AIF beleggingsinstellingen met bijkantoor toezicht houden?..... | 195 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 4.5.5.7. | Handhaving door de host-state bij EU AIF beheerders | 196 |
| 4.5.5.8. | Bevoegdheden ESMA bij EU AIFMs | 197 |
| 4.5.5.9. | Bevoegdheden ESMA bij verhandeling van non-EU AIF beleggingsinstellingen..... | 199 |
| 4.5.5.10. | Afwijkende verdeling bevoegdheden home-state en host-state bij non-EU AIF beheerders | 199 |
| 4.5.5.11. | Bevoegdheden ESMA bij non-EU AIF beheerders..... | 199 |
| 4.5.6. | Verzekeringsondernemingen | 201 |
| 4.5.6.1. | Waarop moet de home-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting? | 201 |
| 4.5.6.2. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor..... | 202 |
| 4.5.6.3. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?..... | 202 |
| 4.5.6.4. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting? 202 | |
| 4.5.6.5. | Samenwerking home-state en host-state algemeen | 203 |
| 4.5.6.6. | Samenwerking home-state en host-state bij bijkantoren | 204 |
| 4.5.6.7. | Significante bijkantoren..... | 204 |
| 4.5.6.8. | Geconsolideerd toezicht geïntroduceerd | 205 |
| 4.5.6.9. | Wie houdt het geconsolideerde toezicht? | 205 |
| 4.5.6.10. | Geconsolideerd toezicht op verscheidene niveaus | 206 |
| 4.5.6.11. | Wie zitten in het college van toezichthouders ? | 206 |
| 4.5.6.12. | De samenwerking in het college..... | 206 |
| 4.5.6.13. | Zeer geconsolideerd toezicht | 207 |
| 4.5.6.14. | Rol EIOPA bij herstelplannen | 208 |
| 4.5.6.15. | Liquidatie van verzekeringsondernemingen..... | 208 |
| 4.5.6.16. | Verzekeringsgarantiestelsel | 208 |
| 4.5.7. | Verzekeringsdistributie en verzekeringstussenpersonen | 209 |
| 4.5.7.1. | Inleiding..... | 209 |
| 4.5.7.2. | Waarop moet de home-state toezicht houden? | 209 |
| 4.5.7.3. | Waarop moet de host-state toezicht houden | 209 |
| 4.5.7.4. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?..... | 209 |
| 4.5.7.5. | Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?..... | 210 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 4.5.7.6. | Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor? 210 | 210 |
| 4.5.7.7. | Hoe werken home-state en host-state samen ? | 210 |
| 4.5.7.8. | Bevoegdheden EIOPA..... | 210 |
| 4.5.8. | Central Counterparties (CCPs)..... | 210 |
| 4.5.8.1. | Inleiding..... | 210 |
| 4.5.8.2. | Notificatie..... | 210 |
| 4.5.8.3. | Algemene verplichting tot samenwerking | 211 |
| 4.5.8.4. | Het college van toezichthouders geïntroduceerd..... | 211 |
| 4.5.8.5. | Wie zitten in het college? | 211 |
| 4.5.8.6. | Welke besluiten neemt het college? | 212 |
| 4.5.8.7. | Hoe neemt het college besluiten? | 213 |
| 4.5.8.8. | Rol ESMA bij toezicht CCPs | 213 |
| 4.6. | Onderlinge afstemming bij gekwalificeerde deelnemingen of vergunningverlening aan groepsmaatschappijen | 214 |
| 5. | Toezicht op de financiële markten door lidstaten met tweedelijns toezicht door de ESAs..... | 216 |
| 5.1. | Inleiding..... | 216 |
| 5.2. | Prospectussen | 217 |
| 5.2.1. | Inleiding..... | 217 |
| 5.2.2. | Wanneer worden effecten aangeboden in de Europese Unie of een lidstaat? | 217 |
| 5.2.3. | Home-state..... | 218 |
| 5.2.4. | Geen substance eisen voor home-state | 220 |
| 5.2.5. | De markt waarop de effecten worden aangeboden is niet relevant bij het bepalen van de home-state | 220 |
| 5.2.6. | Delegatie van goedkeuringsbevoegdheid | 221 |
| 5.2.7. | Notificatie..... | 221 |
| 5.2.8. | Bevoegdheden host-state | 221 |
| 5.2.9. | Rol ESMA en samenwerking lidstaten..... | 221 |
| 5.3. | Doorlopende transparantie..... | 222 |
| 5.3.1. | Inleiding..... | 222 |
| 5.3.2. | Home-state..... | 222 |
| 5.3.3. | Geen notificatieregeling | 223 |
| 5.3.4. | Bevoegdheden host-state en samenwerking tussen home-state en host-state..... | 224 |
| 5.3.5. | Bevoegdheden ESMA | 224 |
| 5.4. | Marktmisbruik | 224 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 5.4.1. | Inleiding..... | 224 |
| 5.4.2. | De bevoegde lidstaten..... | 226 |
| 5.4.3. | Strafrechtelijke handhaving..... | 232 |
| 5.4.4. | samenwerkingen tussen home-state, host-state en ESMA | 233 |
| 5.5. | Short selling..... | 233 |
| 5.5.1. | Inleiding..... | 233 |
| 5.5.2. | Diverse verplichtingen..... | 234 |
| 5.5.3. | De bevoegde lidstaten..... | 235 |
| 5.5.4. | Eigen bevoegdheden ESMA..... | 238 |
| 5.6. | De handel op handelsplatformen | 239 |
| 5.6.1. | Inleiding..... | 239 |
| 5.6.2. | Toezicht op het handelsplatform bij grensoverschrijdende dienstverlening | 240 |
| 5.6.2.1. | ISD..... | 241 |
| 5.6.2.2. | MiFID I..... | 242 |
| 5.6.2.3. | MiFID II | 245 |
| 5.6.2.4. | Tussenconclusie..... | 245 |
| 5.6.3. | Transparantieverplichtingen onder MiFIR | 246 |
| 5.6.3.1. | Samenwerking bij ontheffing van transparantie-eisen | 247 |
| 5.6.4. | Trading obligation aandelen | 248 |
| 5.6.5. | Rapporteren transacties | 248 |
| 5.6.6. | Bijkantoren van beleggingsondernemingen | 248 |
| 5.6.7. | Lead toezichthouder; in termen van liquiditeit meest relevante markt..... | 248 |
| 5.6.7.1. | Extra bevoegdheden lidstaat van in termen van liquiditeit meest relevante markt | 249 |
| 5.6.7.2. | ISD..... | 249 |
| 5.6.7.3. | MiFID I..... | 250 |
| 5.6.7.4. | MiFID II | 251 |
| 5.6.7.5. | Kritiek..... | 253 |
| 5.6.8. | Product intervention | 253 |
| 5.6.9. | Positielimieten voor commodity derivaten..... | 255 |
| 5.6.10. | Terugbrengen (derivaten)positie algemeen | 256 |
| 5.6.11. | Ordentelijke handel (Algo Trading) | 256 |
| 5.6.12. | Opschorting van de handel | 257 |
| 5.7. | Derivaten EMIR en MiFIR..... | 257 |
| 5.8. | Datadiensten | 259 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 6. | SSM en SRM Banktoezicht | 260 |
| 6.1. | Inleiding Bankenunie | 260 |
| 6.2. | Redenen voor de Bankenunie | 260 |
| 6.3. | De klassieke taken van de ECB en het ESCB | 261 |
| 6.4. | De toezichtrol van de ECB | 261 |
| 6.4.1. | Inleiding..... | 261 |
| 6.4.2. | Welk materiële normen past de ECB toe?..... | 262 |
| 6.4.3. | Waarop houdt de ECB precies toezicht? | 262 |
| 6.4.4. | Significante en niet significante kredietinstellingen..... | 263 |
| 6.4.5. | Samenwerking tussen ECB en nationale banktoezichthouders | 264 |
| 6.4.6. | Macro-prudentiële maatregelen..... | 266 |
| 6.4.7. | Grensoverschrijdende activiteiten binnen de Eurozone | 266 |
| 6.4.7.1. | Geen prudentiële bevoegdheden voor host-state van bijkantoren en grensoverschrijdende diensten binnen de Eurozone..... | 266 |
| 6.4.7.2. | Wel andere bevoegdheden voor de host-state van bijkantoren en grensoverschrijdende diensten binnen de Eurozone..... | 267 |
| 6.4.7.3. | Notificatieprocedures binnen de Eurozone..... | 267 |
| 6.4.7.4. | Groepsstructuren binnen de Eurozone..... | 268 |
| 6.4.8. | Grensoverschrijdende dienstverlening (van) buiten de Eurozone | 268 |
| 6.4.8.1. | Groepsstructuren buiten de Eurozone..... | 269 |
| 6.4.9. | Verhouding ESAs | 269 |
| 6.4.10. | Samenwerking met andere nationale toezichthouders..... | 270 |
| 6.4.11. | Derde landen..... | 271 |
| 6.5. | De interne besluitvorming van de ECB inzake toezichtsactiviteiten..... | 271 |
| 6.5.1. | Inleiding..... | 271 |
| 6.5.2. | Governing Council | 271 |
| 6.5.3. | Supervisory Board..... | 271 |
| 6.5.4. | Rol Supervisory Board en Governing Council..... | 272 |
| 6.5.5. | Mediation panel | 273 |
| 6.5.6. | Politieke verantwoording ECB als banktoezichthouder | 273 |
| 6.5.7. | Financiering..... | 274 |
| 6.6. | Handhaving door de ECB..... | 274 |
| 6.7. | Rechtsbescherming bij toezicht door de ECB | 275 |
| 6.7.1. | Inleiding..... | 275 |
| 6.7.2. | Bevoegde rechter | 276 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 6.7.3. | Administrative Board of Review | 278 |
| 6.7.4. | Het Hof | 278 |
| 6.7.5. | Toetsing aan nationaal recht door Europese rechters | 279 |
| 6.7.6. | Aansprakelijkheid ECB | 279 |
| 6.8. | Het Single Resolution Mechanism | 279 |
| 6.8.1. | Inleiding | 279 |
| 6.8.2. | Welke kredietinstellingen vallen onder het SRM? | 280 |
| 6.8.3. | Significante en niet significante kredietinstellingen | 280 |
| 6.8.4. | Taakverdeling SRB en nationale autoriteiten | 281 |
| 6.8.5. | Groepsstructuren | 282 |
| 6.8.6. | Governance van de SRM en SRB | 283 |
| 6.8.6.1. | De externe besluitvorming binnen het SRM | 283 |
| 6.8.6.2. | De interne besluitvorming binnen de SRB | 284 |
| 6.8.7. | Verhouding EBA en andere lidstaten | 285 |
| 6.8.8. | Wie betaalt de afwikkeling? | 286 |
| 6.8.8.1. | Het SRF | 286 |
| 6.8.8.2. | Rechtsbescherming SRM | 287 |
| 6.8.8.3. | Aansprakelijkheid binnen het SRM | 288 |
| 7. | Volledig Europees toezicht | 289 |
| 7.1. | Inleiding | 289 |
| 7.2. | Credit rating agencies geïntroduceerd | 289 |
| 7.3. | Historie van het toezicht | 291 |
| 7.4. | Wanneer is een CRA actief in de Europese Unie? | 292 |
| 7.5. | Voorwaarden voor actief zijn in de Europese Unie | 292 |
| 7.6. | Toezicht naar ESMA | 293 |
| 7.7. | Handhavingsbevoegdheden ESMA | 293 |
| 7.8. | Bijrol lidstaten | 295 |
| 7.9. | Rechtsbescherming | 295 |
| 7.10. | Verantwoording ESMA en financiering ESMA | 296 |
| 7.11. | Trade Repositories | 296 |
| 7.12. | Waarom staan CCPs en benchmark beheerders niet onder toezicht van ESMA? | 297 |
| | DEEL B: beoordeling | 299 |
| 1. | De ideale verdeling van toezichtsbevoegdheden; het theoretische model | 300 |
| 1.1. | De klassieke uitgangspunten bij de internationale verdeling van toezichtsbevoegdheden | 300 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 1.1.1. | Aansluiting bij territorium lidstaat | 300 |
| 1.1.2. | Aansluiting bij het territorium leidt tot een te kleine jurisdictie..... | 300 |
| 1.1.3. | Van zelf doen naar vertrouwen op toezicht van andere lidstaten of supranationale autoriteiten..... | 302 |
| 1.2. | Subsidiariteit en proportionaliteit als uitgangspunten voor de competentieverdeling tussen lidstaten en Europese instellingen | 303 |
| 1.2.1. | Inleiding..... | 303 |
| 1.2.2. | Toepassing van het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel | 304 |
| 1.3. | Welke lidstaat moet toezicht houden?..... | 305 |
| 1.4. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 306 |
| 1.4.1. | Inleiding..... | 306 |
| 1.4.2. | Lidstaten en hun functionarissen beschermen en behartigen nationale belangen | 308 |
| 1.4.3. | Wanneer komen externaliteiten voor?..... | 309 |
| 1.4.3.1. | Mitigerende factoren | 309 |
| 1.4.3.2. | Risico verhogende factoren | 311 |
| 1.4.4. | Territorium en incentives | 312 |
| 1.5. | Efficiëntie (kosten van toezicht)..... | 313 |
| 1.6. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 314 |
| 1.7. | Regulatory competition in het toezicht..... | 318 |
| 1.7.1. | Inleiding..... | 318 |
| 1.7.2. | Voordelen van regulatory competition | 319 |
| 1.7.3. | Risico's bij regulatory competition | 319 |
| 1.7.4. | Kritiek op de regulatory competition theorie | 320 |
| 1.8. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren..... | 321 |
| 1.8.1. | Inleiding..... | 321 |
| 1.8.2. | Duidelijke beslissingsstructuren..... | 322 |
| 1.8.3. | Geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht | 323 |
| 1.8.4. | Het systeem kan niet eenvoudig ontweken worden..... | 324 |
| 1.8.5. | Aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking | 325 |
| 1.8.6. | Handhaafbaarheid..... | 325 |
| 1.8.7. | Rechtsstatelijkheid..... | 326 |
| 1.9. | Politieke legitimatie..... | 326 |
| 2. | Evaluatie model 1: uitsluitend nationaal toezicht..... | 328 |
| 2.1. | Inleiding..... | 328 |
| 2.2. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 330 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 2.2.1. | Inleiding..... | 330 |
| 2.2.2. | Waar bevinden zich de toezichtsbevoegdheden en belangen | 330 |
| 2.2.3. | Risico's bij micro-prudentieel toezicht..... | 333 |
| 2.3. | Efficiëntie | 333 |
| 2.3.1. | Fysieke nabijheid..... | 333 |
| 2.3.2. | Informatiepositie en informatiedeling | 333 |
| 2.3.3. | Economies en diseconomies of scale..... | 333 |
| 2.4. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 334 |
| 2.4.1. | Marktintegratie | 334 |
| 2.4.2. | Level playing field..... | 334 |
| 2.4.3. | Lokale afwijkingen..... | 335 |
| 2.4.4. | Kuddegedrag toezichthouders | 335 |
| 2.5. | Regulatory competition | 335 |
| 2.6. | Juridische aspecten | 335 |
| 2.6.1. | Duidelijke beslissingsstructuren en duidelijke toezicht..... | 335 |
| 2.6.2. | Ontwikingsmogelijkheden..... | 336 |
| 2.6.3. | Aansprakelijkheid bij samenwerking | 336 |
| 2.6.4. | Handhaafbaarheid..... | 336 |
| 2.6.5. | Politieke legitimatie..... | 336 |
| 3. | Evaluatie model 2 (paspoorten en tweedelijns toezicht door ESAs)..... | 338 |
| 3.1. | Inleiding..... | 338 |
| 3.2. | Machtsverdeling tussen verschillende betrokken lidstaten en de ESAs | 338 |
| 3.3. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 343 |
| 3.3.1. | Inleiding..... | 343 |
| 3.3.2. | Waar bevinden zich de toezichtsbelangen? | 344 |
| 3.3.3. | Gevolgen van uiteenlopen belangen en bevoegdheden | 347 |
| 3.3.3.1. | Mitigerende factoren | 348 |
| 3.3.3.2. | Risicoverhogende factoren | 350 |
| 3.3.4. | Suggesties | 352 |
| 3.4. | Efficiëntie | 353 |
| 3.4.1. | Fysieke nabijheid..... | 354 |
| 3.4.2. | Informatiepositie en informatiedeling | 354 |
| 3.4.3. | Economies en diseconomies of scale..... | 354 |
| 3.5. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 355 |

| | | |
|----------|---|-----|
| 3.5.1. | Marktintegratie | 355 |
| 3.5.2. | Level playing field..... | 356 |
| 3.5.3. | Lokale afwijkingen..... | 357 |
| 3.5.4. | Voorkomen kuddegedrag van toezichthouders | 357 |
| 3.6. | Regulatory competition | 357 |
| 3.7. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren..... | 358 |
| 3.7.1. | Duidelijke beslissingsstructuren..... | 358 |
| 3.7.2. | Geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht | 359 |
| 3.7.3. | Het systeem kan niet eenvoudig ontweken worden..... | 359 |
| 3.7.3.1. | Dochteronderneming, bijkantoren en grensoverschrijdende dienstverrichting | 359 |
| 3.7.3.2. | Macroeconomische maatregelen | 362 |
| 3.7.4. | Aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking | 362 |
| 3.7.5. | Handhaafbaarheid..... | 363 |
| 3.7.6. | Rechtsstatelijkheid..... | 363 |
| 3.8. | Politieke legitimatie..... | 364 |
| 4. | Evaluatie model 3; toezicht op de financiële markten..... | 365 |
| 4.1. | Inleiding..... | 365 |
| 4.2. | Prospectussen en transparantietoezicht | 365 |
| 4.2.1. | Inleiding..... | 365 |
| 4.2.2. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 366 |
| 4.2.2.1. | Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht? | 366 |
| 4.2.2.2. | Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid..... | 368 |
| 4.2.3. | Efficiëntie van toezicht..... | 368 |
| 4.2.4. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 369 |
| 4.2.4.1. | Marktintegratie | 369 |
| 4.2.4.2. | Level playing field..... | 369 |
| 4.2.4.3. | Lokale afwijkingen..... | 370 |
| 4.2.4.4. | Voorkomen kuddegedrag van toezichthouders | 370 |
| 4.2.5. | Regulatory competition in het toezicht..... | 370 |
| 4.2.6. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren | 370 |
| 4.2.7. | Politieke legitimatie..... | 371 |
| 4.3. | Marktmisbruik | 371 |
| 4.3.1. | Inleiding..... | 371 |
| 4.3.2. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 372 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 4.3.2.1. | Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht? | 372 |
| 4.3.2.2. | Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid..... | 374 |
| 4.3.3. | Efficiëntie van toezicht..... | 374 |
| 4.3.4. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 375 |
| 4.3.4.1. | Marktintegratie | 375 |
| 4.3.4.2. | Level playing field..... | 375 |
| 4.3.4.3. | Lokale afwijkingen..... | 376 |
| 4.3.4.4. | Voorkomen kuddegedrag van toezichthouders | 376 |
| 4.3.5. | Regulatory competition in het toezicht..... | 376 |
| 4.3.6. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren | 377 |
| 4.3.7. | Politieke legitimatie..... | 377 |
| 4.4. | Short selling..... | 378 |
| 4.4.1. | Inleiding..... | 378 |
| 4.4.2. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 378 |
| 4.4.2.1. | Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht? | 378 |
| 4.4.2.2. | Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid..... | 379 |
| 4.4.3. | Efficiëntie van toezicht..... | 380 |
| 4.4.4. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 380 |
| 4.4.4.1. | Marktintegratie | 380 |
| 4.4.4.2. | Level playing field..... | 380 |
| 4.4.4.3. | Lokale afwijkingen..... | 381 |
| 4.4.4.4. | Kuddegedrag van toezichthouders..... | 381 |
| 4.4.5. | Regulatory competition | 381 |
| 4.4.6. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren | 381 |
| 4.4.7. | Politieke legitimatie..... | 383 |
| 4.5. | De handel op handelsplatformen | 383 |
| 4.5.1. | Inleiding..... | 383 |
| 4.5.2. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 384 |
| 4.5.2.1. | Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht? | 384 |
| 4.5.2.2. | Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid..... | 385 |
| 4.5.3. | Efficiëntie van toezicht..... | 385 |
| 4.5.4. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 386 |
| 4.5.4.1. | Marktintegratie | 386 |
| 4.5.4.2. | Level playing field..... | 386 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 4.5.4.3. | Lokale afwijkingen..... | 386 |
| 4.5.4.4. | Kudgedrag van toezichhouders..... | 386 |
| 4.5.5. | Regulatory competition | 387 |
| 4.5.6. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren | 387 |
| 4.5.6.1. | Duidelijke beslissingsstructuren | 387 |
| 4.5.6.2. | Geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht | 387 |
| 4.5.6.3. | Het systeem kan niet eenvoudig ontweken worden..... | 387 |
| 4.5.6.4. | Handhaafbaarheid..... | 387 |
| 4.5.7. | Politieke legitimatie..... | 388 |
| 4.6. | Derivaten EMIR en MiFIR..... | 388 |
| 4.6.1. | Inleiding..... | 388 |
| 4.6.2. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 388 |
| 4.6.2.1. | Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht? | 388 |
| 4.6.2.2. | Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid..... | 389 |
| 4.6.2.3. | Efficiëntie van toezicht..... | 389 |
| 4.6.3. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 390 |
| 4.6.3.1. | Marktintegratie | 390 |
| 4.6.3.2. | Level playing field..... | 390 |
| 4.6.3.3. | Lokale afwijkingen..... | 390 |
| 4.6.3.4. | Kudgedrag van toezichhouders..... | 390 |
| 4.6.3.5. | Regulatory competition | 390 |
| 4.6.3.6. | Juridische aspecten | 391 |
| 4.6.4. | Politieke legitimatie..... | 391 |
| 4.7. | Het toezicht op de financiële markten de consistentie | 391 |
| 4.7.1. | Uitgevende instelling..... | 391 |
| 4.7.2. | Beleggers | 392 |
| 4.7.3. | De beleggingsonderneming die actief is op de markten | 392 |
| 4.7.4. | Overkoepelend..... | 393 |
| 5. | Evaluatie model 4 banktoezicht in de Eurozone..... | 394 |
| 5.1. | Inleiding..... | 394 |
| 5.2. | Incentives en externaliteiten | 394 |
| 5.2.1. | Welke incentives en externaliteiten zijn er specifiek binnen de Eurozone?..... | 394 |
| 5.2.2. | Gevolgen van SSM voor incentives en externaliteiten..... | 394 |
| 5.2.2.1. | Benoeming langs nationale lijnen | 394 |

| | | |
|----------|--|-----|
| 5.2.2.2. | Incentives voor individuele functionarissen bij nationale toezichthouders | 395 |
| 5.2.2.3. | Boetes langs Europese lijnen..... | 395 |
| 5.2.2.4. | Nationale verantwoordingsmechanismen..... | 396 |
| 5.2.2.5. | Lidstaten van buiten de Eurozone | 396 |
| 5.2.2.6. | Onvoldoende vertegenwoordiging van de host-state bij niet-significante kredietinstellingen | 396 |
| 5.2.2.7. | Beheersing nationale belangen tijdens crisissituaties | 397 |
| 5.2.2.8. | Beheersing nationale belangen tijdens goede tijden..... | 397 |
| 5.2.3. | Gevolgen van SRM voor incentives en externaliteiten | 397 |
| 5.2.3.1. | Benoeming langs nationale lijnen | 397 |
| 5.2.3.2. | Afwezigheid vertegenwoordigers van belangen van significante bijkantoren | 397 |
| 5.2.3.3. | Boetes langs Europese lijnen..... | 398 |
| 5.2.4. | Gevolgen van SRM en SSM tezamen voor incentives en externaliteiten | 398 |
| 5.3. | Kostenefficiëntie | 399 |
| 5.4. | Marktintegratie en level playing field | 400 |
| 5.4.1. | Marktintegratie | 400 |
| 5.4.2. | Level playing field..... | 401 |
| 5.5. | Regulatory competition | 401 |
| 5.6. | Juridische aspecten | 401 |
| 5.6.1. | Duidelijke beslissingsstructuren..... | 402 |
| 5.6.2. | Dubbel toezicht..... | 403 |
| 5.6.3. | Ontwikingsmogelijkheden..... | 404 |
| 5.6.4. | Aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking | 405 |
| 5.6.5. | Handhaafbaarheid..... | 405 |
| 5.6.6. | Rechtsstatelijkheid..... | 406 |
| 5.6.6.1. | Verschillende uitleg van gelijkkluidend nationaal recht | 406 |
| 5.6.6.2. | Verschillende behandeling door dezelfde toezichthouder | 406 |
| 5.6.6.3. | Strijd tussen beslissing ECB en nationale rechterlijke uitspraken..... | 406 |
| 5.6.6.4. | Verschillende uitleg van Europees recht binnen het SSM | 407 |
| 5.6.6.5. | Dubbele procedures | 407 |
| 5.6.6.6. | Capaciteitsproblemen bij rechtsbescherming | 408 |
| 5.7. | Politieke aspecten | 408 |
| 6. | Evaluatie model 5: uitsluitend toezicht door de ESA's..... | 410 |
| 6.1. | Inleiding..... | 410 |

| | | |
|------|--|-----|
| 6.2. | De CRA markt..... | 410 |
| 6.3. | Incentives, externaliteiten en public goods..... | 410 |
| 6.4. | Efficiëntie (kosten van toezicht)..... | 411 |
| 6.5. | Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen | 412 |
| 6.6. | Regulatory competition in het toezicht..... | 413 |
| 6.7. | Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren..... | 413 |
| 6.8. | Politieke legitimatie..... | 413 |
| | Deel C: Conclusies en slotbeschouwing..... | 414 |
| 1. | Inleiding en onderzoeksvraag..... | 414 |
| 2. | De beantwoording van onderzoeksvraag 1 en 2..... | 414 |
| 3. | De vijf modellen van toezicht..... | 416 |
| 4. | Voldoen de modellen aan de gezichtspunten voor optimale verdeling van toezichtsbevoegdheden?..... | 418 |
| 5. | Hoe zouden de toezichtsbevoegdheden wel moeten worden verdeeld?..... | 420 |
| 5.1. | Systeemtoezicht op systeemrelevante instellingen..... | 421 |
| 5.2. | Microprudentieel toezicht..... | 421 |
| 5.3. | Gedragstoezicht | 422 |
| 5.4. | Markttoezicht..... | 424 |
| 5.5. | De Europese toezichthouders | 425 |
| 5.6. | Conclusie | 425 |
| 6. | Slotbeschouwing | 426 |
| | Stellingen..... | 429 |
| | Geraadpleegde bronnen | 430 |

1. Inleiding

1.1. Schets van het probleem

Vroeger was het toezicht op financiële ondernemingen of activiteiten uitsluitend nationaal geregeld.¹ Nederland² of om het even welke andere lidstaat van de Europese Unie,³ besloot bijvoorbeeld zelf aan welke normen een beleggingsonderneming, kredietinstelling, verzekeringsonderneming etc. moest voldoen en hield zelf toezicht op de naleving van deze normen. Het stond Nederland ook vrij, mits binnen de grenzen van het redelijke,⁴ zelf te bepalen wanneer een financiële onderneming of activiteit onder Nederlands toezicht viel.

Inmiddels worden voor bijna elk type financiële onderneming of activiteit de normen voor een groot deel door de Europese Unie opgesteld. Maar niet alleen de normen worden door de Europese Unie opgesteld, de Europese Unie bepaalt ook welke lidstaat bevoegd is op naleving van deze normen toe te zien. Dat een kantoor van een financiële onderneming fysiek in Nederland is gevestigd of dat cliënten van een financiële onderneming in Nederland wonen, betekent niet meer automatisch dat Nederland dan op deze financiële onderneming toezicht kan houden. De Europese regels bepalen vaak anders. Op bepaalde financiële ondernemingen en activiteiten wordt inmiddels niet meer (alleen) toezicht gehouden door één of verscheidene lidstaten, maar (tevens) door een Europese toezichthouder. Een voorbeeld betreft het toezicht op de ca. 125⁵ belangrijkste kredietinstellingen van de Eurozone dat inmiddels in hoofdzaak door de Europese Centrale Bank wordt uitgeoefend, waarover meer in hoofdstuk 6 van deel A. Deze regels van de Europese Unie hebben ertoe geleid, dat in Nederland financiële ondernemingen actief zijn die niet of slechts zeer beperkt onder toezicht staan van een Nederlandse toezichthouder. Dit kan zowel tot voordelen als tot nadelen voor Nederlandse cliënten en andere partijen leiden.

Een voordeel is dat het financiële ondernemingen uit andere lidstaten gemakkelijker wordt gemaakt op de Nederlandse markt actief te zijn. Zij hoeven immers geen kosten te maken om speciaal in Nederland een vergunning aan te vragen en aan de doorlopende informatiebehoeften van de Nederlandse toezichthouder te voldoen.⁶ Nederlandse cliënten kunnen daarom profiteren van een breder pallet aan financiële producten en diensten. Een voorbeeld betreft de Belgische kredietinstelling Argenta die op basis van zijn Belgische bankvergunning in Nederland hypothecaire leningen aanbiedt en daarbij steevast in de top tien van voordeligste aanbieders staat.⁷ Een ander voorbeeld betreft de verspreiding in Nederland van deelnemingen in UCITS (Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities) beleggingsinstellingen uit andere lidstaten. Doordat deze UCITS

¹ M. Adenas, 'Harmonising and regulating financial markets', in *Theory and Practice of Harmonisation*, M. Adenas en C.B. Andersen (red.), Edward Elgar, Cheltenham UK, 2011 p. 6.

² In het belang van de leesbaarheid neem ik vaak Nederland als voorbeeld.

³ Wat geldt voor lidstaten binnen de Europese Unie onderling, geldt in beginsel ook voor de lidstaten van de Europese Economische Ruimte (EER) en die van de Europese Unie. Echter er zijn soms uitzonderingen. Zo hebben de lidstaten van de Europese Economische Ruimte geen vertegenwoordigers in de Board of Supervisors van de ESAs. In het belang van de overzichtelijkheid en vanwege het beperkte economische belang van de EER negeer ik deze nuance.

⁴ Nederland kon uiteraard geen toezicht houden op een financiële onderneming of activiteit, indien deze geen enkele connectie had met Nederland. Strikt genomen is het internationaalrechtelijk toegestaan regels uit te vaardigen met extraterritoriale werking, maar het is niet mogelijk deze in een andere land te handhaven zonder de medewerking van dit land. Zie nader Conclusie AG Jääskinen 20 november 2014, C-507/13 (*CRD IV Bonus cap*), rov. 36 e.v. In zelfde zin E. Wymeersch, *The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe*, *CML Rev.* 2005, p. 995.

⁵ Per 8 april 2017 ging het om 125. Zie de website van de ECB op <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/who/html/index.en.html>. De ECB duidt deze instellingen aan als 'significant'.

⁶ Het is moeilijk precies aan te tonen hoeveel administratieve kosten financiële ondernemingen hebben uitgespaard door deze Europese regels en hoeveel financiële producten daardoor extra voor Nederlandse cliënten beschikbaar zijn gekomen. Een poging is gedaan in 2002 door Londen Economics in het rapport *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*. Mijn eigen ervaring leert me dat de tijd en kosten die gepaard gaan met het aanvragen van een vergunning en het voldoen aan doorlopend toezicht significant zijn.

⁷ Zie de vergelijkingsite www.hypotheekrente.nl, meest recent geraadpleegd op 11 november 2016.

beleggingsinstellingen in Nederland geen aparte vergunning hoeven aan te vragen, hebben Nederlandse cliënten toegang tot een breder pallet aan beleggingsinstellingen om in te beleggen. Ook uitgevende instellingen van effecten en kredietinstellingen profiteren ervan als zij in andere lidstaten kapitaal kunnen aantrekken. Grotere kapitaalmarkten zijn meer liquide en maken het makkelijk om in één keer een grote hoeveelheid kapitaal aan te trekken.⁸

De keerzijde hiervan is dat Nederland geen of slechts beperkt toezicht kan houden, als het gedrag van een buitenlandse financiële onderneming tot schade voor Nederlandse cliënten of aan het Nederlandse financiële systeem dreigt te leiden. Een treffend voorbeeld betreft de ondergang van Icesave.⁹ De IJslandse kredietinstelling Landsbanki startte in mei 2008 met het aanbieden van internetspaarrekeningen in Nederland onder de naam Icesave. Icesave functioneerde in de vorm van een bijkantoor, wat betekent dat Icesave wel een vestiging in Nederland had, maar dat deze vestiging onderdeel uitmaakte van de IJslandse rechtspersoon. Icesave bood verhoudingsgewijs hoge rentes waardoor binnen korte tijd een aanzienlijke groep Nederlandse alsook Engelse spaarders geld bij Icesave neerzette. In oktober 2008 ging Landsbanki en daarmee Icesave kort gezegd failliet. Nederlandse particuliere cliënten, maar ook Nederlandse provincies en gemeenten, dreigden hun geld te verliezen. Het IJslandse depositogarantiestelsel had onvoldoende geld en ook de IJslandse overheid was niet in staat en van zins het geld van de Nederlandse particuliere cliënten terug te betalen. De Nederlandse particuliere cliënten deden een beroep op het Nederlandse depositogarantiestelsel en kregen hiervan hun inleg tot € 100.000 vergoed. De schade boven € 100.000 werd dus niet vergoed. Naderhand ontstond in Nederland een discussie of DNB voldoende maatregelen had getroffen om te voorkomen dat Icesave in Nederland geld van cliënten kon aantrekken en om de gevolgen van een mogelijke faillissement van Icesave voor Nederlandse cliënten te beperken. Dit is in opdracht van het Ministerie van Financiën onderzocht door De Moor-van Vugt en Du Perron en in het kader van een aansprakelijkheidsprocedure tegen DNB beoordeeld door het Gerechtshof Amsterdam. Allen kwamen tot de conclusie dat DNB niet de bevoegdheid had te verhinderen dat Landsbanki een bijkantoor in Nederland opende en nauwelijks bevoegdheden had om op dit bijkantoor toezicht te houden.¹⁰ Alleen IJsland kon jegens Landsbanki optreden. Dit volgde uit de destijds geldende Europese bankenrichtlijnen.¹¹ De Europese bankenrichtlijn stond het wel toe dat Nederland doorlopend toezicht zou houden, maar dit betrof slechts een specifiek onderwerp, namelijk het liquiditeitstoezicht op het bijkantoor.¹² Het gevolg was dat Nederland op grond van de Europese regelgeving slechts zeer beperkte mogelijkheden had Nederlandse cliënten en/of het Nederlandse financiële stelsel te beschermen tegen de activiteiten van Icesave.

1.2. Onderzoeksvragen

Eenzijds zijn er dus voordelen verbonden aan de verdeling van toezichtsbevoegdheden tussen verschillende lidstaten (en tussen de lidstaten en Europese toezichthouders). Anderzijds kan deze verdeling tot problemen leiden waarbij individuele lidstaten geen middelen hebben om hun eigen nationale beleidsdoelen te verwezenlijken. De vraag die in dit proefschrift centraal staat is, of de huidige verdeling van toezichtsbevoegdheden binnen de Europese Unie optimaal is. Met optimaal

⁸ N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 9 en de daar aangehaalde bronnen.

⁹ Zie nader over de ondergang van de IJslandse banken Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 12.

¹⁰ A.J.C. de Moor- van Vugt en C.E. du Perron, *De bevoegdheden van de Nederlandse Bank inzake Icesave*, onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën, 2009, p. 15 en Hof Amsterdam 24 september 2013, *JOR* 2013/314, m. n.t Lieveverse (*Icesave Gedupeerden/DNB*).

¹¹ Aanvankelijk de Geconsolideerde Bankenrichtlijn en nadien CRD I.

¹² Liquiditeitstoezicht stelt de vraag of het bijkantoor genoeg geld in kas heeft om als een significant deel van de spaarders zich meldt deze spaarders meteen hun geld terug te kunnen geven. Dit verzekert echter niet dat dit geld niet kan worden teruggetrokken om spaarders van het hoofdkantoor te betalen of dat ondanks verliezen op de door de kredietinstelling uitgezette leningen dit geld op de langere termijn voldoende zal zijn. Dit laatste valt onder het solvabiliteitstoezicht.

wordt bedoeld of de te verwachten resultaten bij de gegeven toedeling van bevoegdheden, het best zijn. Dit impliceert uiteraard een waarde-oordeel ten aanzien van wat toezicht in Europa moet bereiken. Dit licht ik toe in hoofdstuk 1 van deel B.

Voor zover de toedeling niet optimaal is, worden aanbevelingen gedaan om tot betere resultaten te komen.

Concreet worden hiertoe de volgende vragen gesteld:

1. Welke gezichtspunten leiden tot de conclusie, dat op een financiële onderneming of financiële activiteit beter toezicht kan worden gehouden door een Europese toezichthouder en welke gezichtspunten leiden tot de conclusie dat beter toezicht kan worden gehouden door een lidstaat, of eventueel door een Europese toezichthouder en een lidstaat samen?
2. Indien mede toezicht dient te worden gehouden door één of verscheidene lidstaten, welke lidstaat dient of lidstaten dienen dit dan te zijn? Welke aanknopingspunten dienen er dan te bestaan tussen de lidstaat (of lidstaten) en de financiële onderneming of financiële activiteit? Hoe dient de macht te worden verdeeld tussen de lidstaten die een aanknopingspunt hebben?
3. Na deze twee vragen beantwoord te hebben, stel ik de vraag in hoeverre de huidige verdeling van toezichtsbevoegdheden voldoet aan de door mij in antwoord op vraag 1 en 2 benoemde gezichtspunten voor optimale toedeling van toezichtsbevoegdheden.

In deze onderzoeksvragen -en het vervolg van dit onderzoek- maak ik bij lidstaten geen onderscheid tussen de lidstaat en de nationale toezichthouder van deze lidstaat. Ik onderken dat veel Europese regelgeving zich richt tot een toezichthouder, maar uiteindelijk is het de lidstaat die verantwoordelijk is voor het handelen van zijn nationale toezichthouder. Bovendien ga ik ervan uit dat de toezichthouder zich vereenzelvigt met het belang van de lidstaat. Er is dus geen voor dit onderzoek relevante omstandigheid die een onderscheid tussen de lidstaat en de nationale toezichthouder rechtvaardigt.

3.1. Relevantie van het onderzoek

Het is relevant om deze onderzoeksvragen los van de waan van de dag te beoordelen. Europese (financiële) toezichtsregelgeving is namelijk vaak crisis gedreven¹³ en ingegeven door de bestaande belangen van lidstaten.¹⁴ Uit een grondig onderzoek kunnen dus aanwijzingen en beleidssuggesties komen voor een betere verdeling van toezichtsbevoegdheden. Bovendien introduceer ik een model (in antwoord op vraag 1 en 2 hierboven) dat kan worden gebruikt om bij de toewijzing van nieuwe toezichtsbevoegdheden te bepalen hoe dit het best kan geschieden.

Anderzijds is dit onderzoek geen betoog om de toewijzing van bevoegdheden overhaast te reorganiseren. Zelfs als er argumenten zouden zijn waarom bij initiële toewijzing van bevoegdheden een andere oplossing de voorkeur zou hebben gehad, dan kan het toch goedkoper en effectiever zijn alles bij het oude te laten. Het opnieuw toedelen van bevoegdheden leidt namelijk tot transitiekosten bij lidstaten en onzekerheid bij de onder toezicht staande partijen.

¹³ M. Adenas, 'Harmonising and regulating financial markets', in *Theory and Practice of Harmonisation*, M. Adenas en C.B. Andersen (red.), Edward Elgar, Cheltenham UK, 2011 p. 7 en p. A.E. Goodhart en R.M. Lastra, Border Problems, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 711.

¹⁴ Zie bijv. hoofdstuk 5.2 van deel A hierna ten aanzien van de bevoegdheid om een prospectus goed te keuren.

Een nuttig bijeffect van dit onderzoek is dat een overzicht wordt verschaft hoe de toezichtscompetenties in Europa thans zijn verdeeld. Naar mijn weten bestaat een dergelijke overzichtswerk nog niet.

Het is belangrijk op te merken dat deze onderzoeksvragen ook kunnen worden gesteld bij andere producten, diensten of bedrijven waarop toezicht wordt gehouden. Bij financieel toezicht zijn deze vragen echter extra relevant. Dit heeft te maken met drie eigenschappen van financiële activiteiten en ondernemingen.

Ten eerste bestaan financiële activiteiten en financiële ondernemingen voornamelijk als kluwen van contracten. Er is dus geen direct aanknopingspunt tussen de financiële activiteit of financiële onderneming en een territorium van een lidstaat.¹⁵ Hierin wijken financiële activiteiten en financiële ondernemingen dus af van bijvoorbeeld een fabriek, een auto of milieuvervuiling die zich allen op een eenvoudig vast te stellen plaats bevinden. De werknemers van een financiële onderneming hebben doorgaans wel een vaste werkplek, maar deze valt niet één op één gelijk te stellen aan de locatie van een financiële onderneming. Wat bijvoorbeeld te denken van het geval dat in Nederland gevestigde werknemers een hypothecaire lening verstrekken aan een Nederlandse cliënt, maar namens een kredietinstelling met hoofdkantoor en zetel in België die hoofdzakelijk is gefinancierd door middel van aan de Duitse beurs genoteerde obligaties en aandelen?

Ten tweede leidt het feit dat een financieel product of financiële ondernemingen in essentie niets meer is dan een kluwen van contracten, ertoe dat de gevolgen van beslissingen van financiële ondernemingen zich op onverwachtse plekken kunnen openbaren. De kans dat problemen bij een in IJsland gevestigde autofabriek tot problemen in Nederland kunnen leiden is zeer gering. Zolang de eenmaal verkochte auto's deugen, kunnen problemen van de fabriek niet tot problemen in Nederland leiden. Vanwege de voortdurende contractuele verbondenheid tussen de kredietinstelling en de in Nederland wonende cliënt leidden problemen bij een IJslandse kredietinstelling wel tot problemen in Nederland. Bij financieel toezicht kunnen problemen van een financiële onderneming via contractuele relaties bij alle contractuele wederpartijen tot significante problemen leiden. Het is zelfs mogelijk dat problemen bij bepaalde financiële ondernemingen of bij financiële activiteiten tot problemen leiden bij partijen die geen enkele contractuele relatie met de desbetreffende onderneming onderhouden of uiteindelijk bij de overheid, welke overheid niet noodzakelijk die overheid is waar deze financiële onderneming zijn kantoor heeft. Denk aan het geval dat partij A aan partij B heeft beloofd dat als partij C failliet gaat partij B een bepaald bedrag krijgt. Een faillissement van partij C leidt dan tot een financieel gevolg bij partij A, hoewel partij A en C geen commerciële of contractuele relatie met elkaar onderhouden. Dit is een verschijningsvorm van het zogenaamde systeemrisico, waarover meer in hoofdstuk 1.3.5 van deel A. Dit systeemrisico maakt, dat veel lidstaten een belang hebben bij de gezondheid van een financiële onderneming of de deugdelijkheid van een financiële activiteit, zelfs indien deze financiële onderneming of activiteit geen enkele directe band met de desbetreffende lidstaat heeft.

Ten derde is financieel toezicht duurtoezicht. Het toezicht houdt meestal niet op op het moment waarop een financieel product wordt afgenomen, maar begint dan pas. Wanneer een verzekering tien jaar loopt, zal gedurende een periode van tien jaar toezicht moeten worden gehouden op de solvabiliteit van de verzekeraar. De gevolgen van de conclusie dat een bepaalde financiële

¹⁵ Zie in zelfde zin de Interpretatieve mededeling van de Europese Commissie, vrij verrichten van diensten en algemeen belang in de Tweede bankrichtlijn, 20 juni 1997, SEC (97) 1193 def., p. 6, A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 13 en J.C. Coffee, Essay Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, *Cornell Law Review* 2014, p. 1274.

onderneming onder toezicht van een bepaalde lidstaat staat, zijn daarom vergaand. Bij financieel toezicht gaat het anders dan bij bijvoorbeeld import van een auto niet om een eenmalige controle bij de grens, maar om een langjarige relatie tussen de toezichthouder en de onder toezicht gestelde.

Deze drie aspecten tezamen maken dat de onderzoeksvragen bij financieel toezicht bijzonder relevant en belangrijk zijn.

3.2. Indeling van dit proefschrift

Dit proefschrift bestaat uit drie delen.

Deel A vormt het beschrijvende deel van het onderzoek. Het geeft de huidige stand van zaken bij de verdeling van financiële toezichtsbevoegdheden weer. Hier wordt tevens voor zover mogelijk achterhaald waarop deze verdeling is gebaseerd. Ik onderscheid hier vijf modellen. Deze modellen worden niet genoemd in de Europese regelgeving. Het zijn handvatten die ik gebruik om de verdeling van toezichtscompetenties tussen de Europese toezichthouders en de lidstaten en tussen de lidstaten onderling inzichtelijk te maken. Ik noem het modellen, maar in essentie zijn het oplossingsrichtingen die de Europese regelgever heeft gekozen voor specifieke financiële regelgeving.

In deel B behandel ik de kernvraag van het onderzoek. Hier wordt in het eerste hoofdstuk de vraag beantwoord aan welke eisen een verdeling van toezichtsbevoegdheden moet voldoen, wil deze naar mijn oordeel optimaal zijn. Daarvoor worden de diverse gezichtspunten behandeld. In hoofdstuk 2 t/m 6 van Deel B doe ik vijf casestudies. Hier worden de gezichtspunten uit het eerste hoofdstuk van Deel B toegepast op de 5 bestaande modellen voor financiële regelgeving, die ik in deel A heb besproken. Hier geef ik wel adviezen over hoe het financieel toezicht naar mijn oordeel verbeterd kan worden, maar het gaat hier slechts om incrementele wijzigingen die kunnen worden doorgevoerd op de bestaande modellen.

Deel C is de conclusie en slotbeschouwing. Ik geef hier de voornaamste bevindingen van het onderzoek weer. Hier beantwoord ik ook de vraag welke significante wijzigingen naar mijn oordeel moeten worden aangebracht om de toedeling van toezichtsbevoegdheden in de Europese Unie te optimaliseren.

3.3. Methode en beperkingen

Dit is een juridisch onderzoek. In de juridisch wetenschap kan onderscheid gemaakt worden tussen het weergeven van het positieve recht en de normatieve beschouwing van dit recht.

Deel A is positiefrechtelijk van aard. Hier beschrijf ik hoe de Europees financiële sector gereguleerd wordt, zonder een standpunt in te nemen over de wenselijkheid van de beschreven regels. Uiteraard moeten deze regels wel geïnterpreteerd en verklaard worden, maar doel is steeds vast te stellen hoe het recht nu is geregeld. Bij financieel toezichtrecht gaat het er dan om vast te stellen hoe een rechter of financiële toezichthouder een bepaalde regel zal interpreteren. Bij Europees recht speelt als extra complicatie dat, totdat het Hof van Justitie van de Europese Unie een bindende interpretatie heeft gegeven, rechters en toezichthouders van verschillende lidstaten het Europese recht verschillend kunnen interpreteren. Bovendien moet bij Europees recht dat in richtlijnen is vastgelegd bij de transpositie van deze richtlijnen een vertaalslag worden gemaakt naar nationaal recht door de wetgevers van de lidstaten.

Om het positieve recht te kunnen bepalen heb ik daarom de volgende bronnen gebruikt:

- (i) De tekst van de Europese regelgeving (het VWEU, richtlijnen en verordeningen);
- (ii) Uitspraken van het Hof van Justitie van de Europese Unie;
- (iii) Uitspraken van het Gerecht van het Hof van Justitie van de Europese Unie;
- (iv) Conclusies van de Advocaat Generaal van het Hof van Justitie van de Europese Unie;
- (v) Uitspraken van de Board of Appeal van de ESAs;
- (vi) Preambules bij regelgeving;
- (vii) Interpretaties van de Europese Commissie;
- (viii) Interpretaties van de Europese Supervisory Authorities (ESAs) en hun voorgangers, CEBS, CESR en CEIOPS;
- (ix) De Europese wetgevingshistorie (onder meer de toelichting van de Commissie en voorstellen van het Europees Parlement en de Raad en adviezen van gezaghebbende Europese of internationale instanties die aan de wetgeving vooraf zijn gegaan);
- (x) Interpretaties van de ECB; en
- (xi) Literatuur.

Hierbij hanteerde ik de pragmatische methode, dat als de tekst van regelgeving eenduidig was, ik niet op zoek ben gegaan naar uitspraken van het Hof om deze tekst nader te duiden. Conform dezelfde logica, als er een heldere uitspraak was van het Hof, heb ik mij niet verdiept in de interpretaties van de Europese Commissie. In beginsel kende ik daarbij gezag toe aan bronnen conform de volgorde waarin deze bronnen hierboven vermeld staan.

Relevant is verder dat dit onderzoek hoofdzakelijk Europees recht -daarmee bedoel ik het recht van de Europese Unie- betreft. De aangehaalde regelgeving en literatuur zijn daarom voornamelijk Europees. Er wordt niet verwezen naar een specifiek nationaal rechtstelsel, behalve ter illustratie of ter aanvulling van de Europese bronnen als deze Europese bronnen alleen onvoldoende duidelijkheid verschaffen. Als het gaat om illustraties gebruik ik om praktische redenen voornamelijk het Nederlandse rechtstelsel. Mede gezien de breedte van mijn onderzoek heb ik niet te pretentie de nationale interpretatie van het Europese recht door deze lidstaten, laat staan alle 28 lidstaten van de Europese Unie, uitputtend te hebben beschreven. Een lidstaat of een toezichthouder van deze lidstaat kan het Europese recht dus anders toepassen dan uit mijn onderzoek blijkt. Toen ik in 2011 met dit proefschrift begon was de Brexit nog niet te voorzien en ook nu is nog niet duidelijk wat de Brexit precies voor het toezicht op de financiële markten gaat betekenen. Daarom laat ik de Brexit buiten beschouwing.

Deel B is normatief van aard. Dit deel van het onderzoek beoogt een waardeoordeel te geven over welke verdeling van toezichtsbevoegdheden optimaal is. Deze normatieve vraag kan niet uitsluitend met juridische methoden en argumenten worden beantwoord. Juridische argumenten staan immers nooit op zichzelf, maar zijn gebaseerd op onderliggende redenen. Bijvoorbeeld de reden dat een prospectus moet worden gepubliceerd, is niet alleen juridisch van aard -namelijk het juridische beginsel dat de koper van een financieel instrument moet kunnen weten wat hij koopt-, maar ook economisch. De verplichting een prospectus te publiceren heeft ook als economisch doel een efficiënte effectenmarkt te creëren. Het antwoord op de vraag welke lidstaat optimaal toezicht kan houden op een financiële onderneming of activiteit is eveneens niet alleen juridisch te beantwoorden. Ook economische, politieke en bestuurskundige gezichtspunten spelen een rol.

Het normatief kader dat ik introduceer komt voor een groot deel voort uit de law and economics benadering en dan met name de “theories of federalism”. Deze theorieën gaan ervan uit dat rationele actoren uit eigen belang tot bepaalde keuzes komen. Naar mijn oordeel bestaan binnen deze theorie twee varianten. De eerste variant gaat er vanuit dat een organisatie, bijvoorbeeld een lidstaat of toezichthouder zelf een rationele actor is. Deze lidstaat of toezichthouder handelt dan egoïstisch. De tweede variant kijkt dieper binnen deze actoren. Deze theorie onderkent dat het uiteindelijk mensen zijn binnen een toezichthouder of staat die beslissingen nemen. Deze mensen handelen dan egoïstisch. Zo kan het zijn dat een rationeel handelende staat een financiële onderneming een vergunning zou weigeren, omdat dit in het belang is van de lidstaat, terwijl de individuele ambtenaar binnen een toezichthouder er uit eigen belang toe kan komen deze vergunning toch te verlenen. Voor zover relevant onderken ik, dat de beslissingen van lidstaten en rechtspersonen uiteindelijk worden genomen door één of meerdere natuurlijke personen.

De law and economics benadering gaat ook ervan uit dat het grootste goed uiteindelijk geld is. Met andere woorden: een oplossing is optimaal als deze tot zo veel mogelijk materiële welvaart leidt. De gezichtspunten in deel B passen ook om die reden voor een groot deel in de law and economics benadering, aangezien het merendeel uiteindelijk is terug te brengen tot de vraag: wat kost het meeste geld? Anderzijds gebruik ik ook gezichtspunten die buiten de law and economics benadering vallen. Waarden als gelijke behandeling van gelijke gevallen of politieke legitimatie hebben geen, althans nauwelijks, plaats in de law and economics literatuur. Deze waarden ontleen naar mijn oordeel hun legitimatie niet aan een diepere juridische theorie, maar zijn waardevol omdat de meeste mensen deze waardevol vinden.¹⁶

De invloed en het belang van de gezichtspunten kwantificeer ik niet.

Met invloed wordt bedoeld in hoeverre een bepaald gezichtspunt in de praktijk tot de verwachte gevolgen leidt. Zo is het gezichtspunt dat bij voorkeur één toezichthouder bevoegd zou moeten zijn, mede ingegeven door het feit dat financiële ondernemingen extra kosten maken, indien zij zich aan twee toezichthouders zouden moeten verantwoorden. De omvang van deze extra kosten is echter niet bekend en moeilijk te meten. Deze kosten zijn in theorie wel te kwantificeren, maar dit gaat de reikwijdte van dit (juridische) onderzoek te buiten, want dit zou economisch veldonderzoek vereisen.

Met belang wordt bedoeld hoeveel waarde door een bepaalde persoon aan een gezichtspunt wordt toegekend. Zelfs als precies duidelijk zou zijn hoeveel invloed een concreet gezichtspunt heeft, kunnen deze gezichtspunten niet zonder nadere waardering worden afgewogen. Uiteindelijk is het belang dat aan een gezichtspunt wordt gehecht een mening die per persoon kan verschillen. Het abstracte belang dat klanten goed beschermd worden bijvoorbeeld, is niet te kwantificeren en niet meetbaar. Een begrip als rechtvaardigheid is naar zijn aard niet in een getal uit te drukken. Uiteraard kan dit gezichtspunt wel expliciet worden gemaakt, zodat op zijn minst verantwoord kan worden waarom het belang van rechtvaardigheid in een concreet geval doorslaggevend moet zijn.

Het feit dat sommige gezichtspunten alleen na uitvoerig veldonderzoek in een getal zijn uit te drukken en andere überhaupt niet meetbaar zijn, betekent dat ik de gezichtspunten niet zal afwegen. Bovengenoemde beperking kleeft aan dit onderzoek en zal ik niet oplossen. De toegevoegde waarde van dit onderzoek is met name, dat deze gezichtspunten expliciet worden gemaakt, zodat de afweging in de toekomst rationeler kan worden gemaakt en achteraf kan worden gereconstrueerd.

¹⁶ Voor de goede orde, uiteraard is er wel veel over deze begrippen geschreven, maar naar mijn oordeel gaat het dan om filosofische wetenschap. Voor dit proefschrift gaan we ervan uit dergelijke waarden van belang zijn.

Verder betreft dit onderzoek nadrukkelijk niet de vraag hoe de wetgeving inhoudelijk moet luiden. In dit onderzoek wordt uitgegaan van de fictie dat de regelgeving door heel de Europese Unie gelijk is, onafhankelijk van het feit dat verschillende lidstaten of Europese instellingen op naleving van deze regelgeving toezien. Overigens is naar mijn oordeel de regelgeving in de Europese Unie al dermate gedetailleerd uitgewerkt dat deze op hoofdlijnen gelijk is.¹⁷ Tevens wordt uitgegaan van de fictie dat de lidstaten het eens zijn over de bevoegdheden die toezichthouders zouden moeten hebben. De discussie in dit proefschrift is beperkt tot de vraag hoe de bevoegdheden tussen home-state en host-state en de Europese toezichthouders verdeeld moeten worden.

Dit onderzoek is afgerond op 10 april 2017. Met latere ontwikkelingen is incidenteel rekening gehouden.

¹⁷ In zelfde zin reeds in 2005 E. Wymeersch, *The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe*, *CML Rev.* 2005, p. 991 en 994.