



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.

DEEL A: positief recht

Inleiding deel A

Dit deel A beschrijft de huidige verdeling van toezichtsbevoegdheden in de Europese Unie.

In hoofdstuk 1 beschrijf ik het Europese financiële toezichtsrecht in grote lijnen. In dit hoofdstuk behandel ik wie de regelgeving maakt en wat deze regelgeving op hoofdlijnen inhoudt. Tevens geef ik aan welke doelen door middel van het financiële toezicht worden nagestreefd en behandel ik enige relevante begrippen die in de latere hoofdstukken zullen terugkomen.

In hoofdstuk 2 behandel ik de European Supervisory Authorities (ESAs). Deze ESAs spelen een grote rol zowel bij het toezicht als het maken van de regelgeving. Vanwege de overzichtelijkheid behandel ik hier ook reeds de handhavingsbevoegdheden van de ESAs, ofschoon dit onderdeel uitmaakt van modellen 2 en 3 die ik verder bespreek in hoofdstuk 4 en 5.

In hoofdstukken 3 t/m 7 volgt een overzicht van de vijf door mij gehanteerde modellen die beschrijven hoe de Europese Unie in de praktijk toezichtscompetenties verdeelt. Ik behandel deze in oplopende mate van invloed van de Europese toezichthouders (ESAs en ECB) en daarmee in afnemende mate van invloed van (de toezichthouders van) de lidstaten. Ik onderscheid vijf modellen.¹⁸

In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de situatie dat alleen lidstaten toezicht houden en op Europees niveau niets is geregeld.

Hoofdstuk 4 betreft het geval dat op Europees niveau is afgesproken door welke lidstaten primair toezicht wordt gehouden. De ESAs houden in dit geval slechts tweedelijns toezicht.

Hoofdstuk 5 betreft het toezicht op de financiële markten. Ook hier zijn de bevoegdheden verdeeld tussen de lidstaten en de ESAs. Omdat echter dit toezicht zich niet alleen richt op financiële ondernemingen, maar op eenieder, wijkt het af van model dat ik bespreek in hoofdstuk 4.

Hoofdstuk 6 betreft het banktoezicht door de ECB in het Single Supervisory Mechanism (SSM). Hier heeft de ECB de leiding over het toezicht, maar is nog steeds een rol weggelegd voor de lidstaten die in samenwerking met de ECB toezicht houden op kredietinstellingen. In dit hoofdstuk wordt tevens het aan het SSM complementaire Single Resolution Mechanism (SRM) behandeld.

Hoofdstuk 7 betreft het geval dat de ESAs volledig bevoegd zijn toezicht te houden en er niet meer dan een ondersteunende rol is weggelegd voor de lidstaten. Thans gaat dit alleen om Credit Rating Agencies (CRAs) en Trade Repositories (TRs). Vanwege hun geringe belang laat ik deze TRs buiten beschouwing.

¹⁸ Zie ook M. Scholten en A. Ottow, Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets, *Utrecht Law Review* 2014, p. 85. Zij onderscheiden vier modellen. p. Van Cleynebreugel, *Market Supervision in the European Union. Integrated Administration in Constitutional Context*, Brill Academic Publishers, Leiden 2014, p. 12 onderscheidt vijf andere modellen. Wymeersch onderscheidt weer enige andere modellen in E. Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, *CML Rev.* 2005, p. 996-997.

1. Inleiding in het Europese financiële toezichtrecht

1.1. De structuur van de financiële regelgeving

In de Europese Unie kent de financiële toezichtsregelgeving een vaste opbouw. Er zijn drie varianten. De eerste variant heeft betrekking op financiële ondernemingen. De tweede op financiële activiteiten, behalve de uitgifte van effecten. De derde variant betreft de uitgifte van effecten door uitgevende instellingen (vaak een bedrijf met een beursnotering). Zowel het toezicht op financiële ondernemingen, als op financiële activiteiten vormt onderwerp van dit onderzoek.

In deze paragraaf beschrijf ik de structuur van de financiële regelgeving die op deze financiële ondernemingen en activiteiten van toepassing is. Ter voorkoming van verwarring wijs ik erop, dat het hier gaat om de structuur van de regelgeving, niet om de structuur van het toezicht waarover meer in hoofdstuk 3 t/m 7.

1.1.1. Structuur van regelgeving voor financiële ondernemingen

Een financiële onderneming is een onderneming die door zijn werkzaamheden onder financieel toezicht staat. Het Europese recht kent geen definitie van ‘financiële onderneming’. Bovendien worden in Europa steeds meer ondernemingen aan financieel toezicht onderworpen. Sinds de crisis heeft de Europese Unie onder meer Alternative Investment Fund Managers (AIFMs), Credit Rating Agencies (CRAs), Central Counter Parties (CCPs), Central Securities Depositories (CSDs) en benchmarkbeheerders onder financieel toezicht gebracht. Redenen die maken dat een onderneming onder financieel toezicht staat, zijn onder meer dat zij geld van cliënten onder zich hebben, zoals kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen of dat deze een belangrijke positie innemen in het financiële verkeer, bijvoorbeeld gereguleerde markten of CRAs. Hierna worden deze ondernemingen door mij aangeduid als ‘financiële onderneming’.¹⁹

Het financiële toezicht betreft de hele financiële onderneming. Veel voorkomende toezichtseisen zijn dat de bestuurders van een financiële onderneming deskundig en betrouwbaar zijn²⁰ en dat de financiële onderneming aan solvabiliteitseisen moet voldoen, wat betekent dat de financiële onderneming een eigen vermogen heeft dat in redelijke verhouding staat tot de financiële risico’s die deze onderneming loopt.²¹ Dergelijke eisen zien dus op de gehele financiële onderneming en zijn doorlopend. Hierna illustreer ik de structuur voor financiële ondernemingen aan de hand van de MiFID richtlijn. Deze structuur is echter min of meer van toepassing op alle financiële ondernemingen.

In de MiFID wordt eerst het werkingsgebied van deze richtlijn gedefinieerd. De MiFID bijvoorbeeld reguleert beleggingsondernemingen.²² Beleggingsondernemingen zijn bedrijven die een of meer beleggingsactiviteiten (bijvoorbeeld het handelen in financiële instrumenten voor eigen rekening) of diensten (bijvoorbeeld het adviseren over beleggingen aan een cliënt) verrichten.²³ Vervolgens staat in de MiFID dat lidstaten het in hun jurisdictie moeten verbieden dat ondernemingen de gereguleerde activiteiten verrichten, tenzij aan bepaalde voorwaarden is voldaan.²⁴ Deze voorwaarden houden in dat een autorisatie (in Nederland: vergunning) moet worden aangevraagd en dat op doorlopende basis - dus ook na vergunningsverlening- aan bepaalde voorwaarden moet worden voldaan. Ingevolge de

¹⁹ Art. 1:1 Wft hanteert eveneens de definitie van ‘financiële onderneming’. Deze definitie heeft zeker overlap met de definitie die ik hanteer, maar staat niet gelijk aan de definitie die ik hanteer.

²⁰ Zie bijv. MiFID II, art. 9.

²¹ Zie bijv. CRR, art. 92.

²² MiFID II, art. 1

²³ MiFID II, art. 4.

²⁴ MiFID II, art. 5.

MiFID moeten beleggingsondernemingen onder meer voldoen aan eisen ten aanzien van de deskundigheid en betrouwbaarheid van beleidsbepalers, inrichting van de organisatie en het minimum aan te houden eigen vermogen.²⁵ Het voordeel van het hebben van een vergunning is, dat de beleggingsonderneming dan de aan vergunninghouders voorbehouden diensten en activiteiten mag verrichten. Als een vergunning gebaseerd is op Europese regelgeving, dan kan met deze vergunning in beginsel toegang worden gekregen tot de markt van de hele Europese Unie waarover meer in paragraaf 4.2.

Belangrijk is om op te merken dat de Europese Unie per financiële onderneming regelgeving kent. Per financiële onderneming zal de Europese regelgeving geraadpleegd moeten worden. Op deze wijze heeft de Europese Unie de in hoofdstuk 4, 6 en 7 te bespreken financiële ondernemingen gereguleerd.

Voor die steeds kleiner wordende categorie van financiële ondernemingen die alleen op grond van nationaal recht onder financieel toezicht staan, geldt meestal een vergelijkbaar systeem van vergunningseisen en doorlopende verplichtingen en toezicht. Deze laatste groep ondernemingen heeft een beperktere toegang tot de Europese markt, waarover meer in hoofdstuk 3.

1.1.2. Structuur van de regelgeving voor financiële activiteiten

Behalve financiële ondernemingen reguleert de Europese Unie ook financiële activiteiten. Er zijn twee grote verschillen met de regulering van financiële ondernemingen. Ten eerste hoeven ondernemingen (of natuurlijke personen) niet vooraf een vergunning aan te vragen om een financiële activiteit te mogen verrichten. Zij moeten slechts aan bepaalde regels voldoen op de naleving waarvan achteraf wordt gecontroleerd. Ten tweede valt onder de categorie financiële ondernemingen een beperkte groep van bedrijven, namelijk die bedrijven die vanwege hun bedrijfsactiviteiten onder financieel toezicht staan, terwijl in beginsel eenieder een financiële activiteit kan verrichten en zich daardoor kan verheugen in de interesse van de financiële toezichthouders. Ook natuurlijke personen kunnen financiële activiteiten verrichten en daardoor onder financieel toezicht staan. Het is bijvoorbeeld eenieder verboden met voorkennis te handelen in beursgenoteerde effecten²⁶ en eenieder die een significant aandelenbelang krijgt in een beursgenoteerde onderneming moet dit melden.²⁷ Zoals hierna zal blijken in hoofdstuk 5 leidt dit tot zeer complexe jurisdictievragen.

Een voorbeeld van een gereguleerde financiële activiteit betreft het sluiten van derivatenovereenkomsten. Op het sluiten van derivatenovereenkomsten is de clearing verplichting uit EMIR van toepassing.²⁸ Als partijen zoveel derivaten aangaan dat zij een bepaalde drempel overschrijden, moeten zij deze clearen. Met clearen wordt bedoeld dat deze worden verhandeld door tussenkomst van een Central Counter Party (zie nader hoofdstuk 5.7). Verzuimen zij deze verplichting na te komen, dan kan een toezichtsmaatregel worden getroffen, zoals het opleggen van een boete. Het feit dat zij aan de verplichtingen van EMIR voldoen geeft deze partijen echter geen rechten, vastgelegd in een vergunning, die normale burgers niet hebben. Hierin wijkt EMIR dus af van de hiervoor besproken regelgeving voor financiële ondernemingen. Bovendien worden uitsluitend eisen gesteld aan de activiteiten zelf. Anders dan bij financiële ondernemingen worden er geen eisen gesteld aan de onderneming of persoon die deze activiteiten verricht. Zo is het niet bezwaarlijk, indien de onderneming die derivatenovereenkomsten sluit nauwelijks eigen vermogen heeft, of zou worden geleid door bestuurders die ‘van toeten noch blazen weten’. Er is geen sprake van een ‘vergunning’.

²⁵ MiFID II, art. 9 t/m 21.

²⁶ Verordening Marktmissbruik, art. 14.

²⁷ Transparantierichtlijn, art. 9.

²⁸ EMIR, art. 14.

Het sluiten van derivatenovereenkomsten is immers sowieso al toegestaan. Financiële activiteiten komen aan bod in hoofdstuk 5.

1.1.3. Structuur van de regelgeving voor effecten uitgevende instellingen

Een tussenvorm van regulering betreft de aanbidding van effecten (bijvoorbeeld aandelen) door effecten uitgevende instellingen (bijvoorbeeld Philips). Deze soort regulering lijkt enigszins op de regulering van financiële ondernemingen, omdat de aanbidding van effecten alleen is toegestaan als het prospectus *vooraf* is goedgekeurd.²⁹ Dit is dus vergelijkbaar met de verplichting om voorafgaand aan een bepaalde activiteit een vergunning aan te vragen. Anderzijds betreffen de normen voornamelijk de inhoud van het prospectus en de verdere informatievoorziening. Zo worden geen eisen gesteld aan het eigen vermogen of de bestuurders van de uitgevende instelling. Het feit dat een prospectus is goedgekeurd betekent ook niet, dat de uitgevende instelling vanaf dan onbeperkt effecten mag uitgeven. Een nieuwe aanbidding vereist opnieuw een goedkeuring van het prospectus. Hierin is een effectenuitgevende instelling dus niet vergelijkbaar met een financiële onderneming.

Wanneer een uitgevende instelling de effecten ook heeft laten noteren aan een gereguleerde markt, MTF of OTF, dan komen er extra doorlopende informatieverplichtingen te rusten op de uitgevende instelling, wat wederom lijkt op een doorlopende vergunningsplicht.³⁰

De uitgifte van effecten behandel ik in hoofdstuk 5.2 en 5.3.

1.2. Wat is toezicht?

1.2.1. Inleiding

Dit onderzoek betreft financieel toezicht. Een officiële definitie van toezicht bestaat niet.³¹ Een werkbare definitie is echter die van het Nederlandse kabinet in de Kaderstellende Visie op Toezicht van 2001: “Toezicht is het verzamelen van de informatie over de vraag of een handeling of zaak voldoet aan de daaraan gestelde eisen, het zich daarna vormen van een oordeel daarover en het eventueel naar aanleiding daarvan interveniëren.”³² Concreet gaat het om de volgende taken:

- (i) Het verstrekken van vergunningen.
- (ii) Het doen van onderzoek naar het gedrag van financiële ondernemingen en marktdeelnemers. Het gaat hier zowel om het verzamelen van informatie voordat sprake is van een concreet vermoeden dat de relevante wetgeving is overtreden, als het onderzoek naar vermoedelijke overtredingen. Dit omvat ook het periodiek uitvragen van informatie om te beoordelen of deze financiële onderneming aan de relevante eisen voldoet.
- (iii) Het beoordelen of de regels zijn overtreden.

²⁹ Prospectusrichtlijn, art. 3.

³⁰ Transparantierichtlijn, art. 4 en 5 en Verordening Marktmissbruik, art. 17.

³¹ Zie ook p. Van Cleynebreugel, *Market Supervision in the European Union. Integrated Administration in Constitutional Context*, Brill Academic Publishers, Leiden 2014, p. 9 die aangeeft dat er geen officiële definitie van toezicht bestaat.

³² *Kamerstukken II 2001-2002*, 27 831, nr. 1 p. 3. Zie voor vergelijkbare definities van toezicht C.C. van Dam, Aansprakelijkheid van Toezichthouders. Een analyse van de aansprakelijkheidsrisico's wegens inadequaat handhavingstoezicht en enige aanbevelingen voor toekomstig beleid. (Deel I: algemeen rapport, Deel II: Achtergrondstudies), British Institute of International and Comparative Law, Londen 2006, p. 21, R. M. Lastra, The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe, *Columbia Journal of European Law* 2003, p. 49 in noot 1, L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 2 en E.J. Pan, Challenge of International Cooperation and Institutional Design in Financial Supervision: Beyond Transgovernmental Networks, *Chicago Journal of International Law* 2010, p. 265.

- (iv) Het opleggen van handhavingsmaatregelen (het geven van aanwijzingen, opleggen van boetes, intrekken van een vergunning etc.). Deze maatregelen zijn erop gericht hetzij de (financiële) onderneming alsnog te laten voldoen aan de voor de desbetreffende financiële dienst of activiteit geldende regels, hetzij de financiële dienst of activiteit op een verantwoorde manier te beëindigen.³³

Hiermee bevindt toezicht zich tussen wetgeving en rechtspraak in. De regelgeving waarop de toezichthouder toeziet, wordt gemaakt door de wetgever. De rechter toetst of de toezichthouder de regelgeving goed toepast. De ruimte die de toezichthouder heeft om keuzes te maken noemt men in de Europeesrechtelijke literatuur *discretion* ofwel de discretionaire marge³⁴ en in de Nederlandse literatuur de beleids- en beoordelingsvrijheid.³⁵ Vanwege het belang van deze discretionaire marge licht ik deze hierna toe.

1.2.2. De discretionaire marge van de toezichthouder

Binnen de Europese Unie heeft een Europese instelling (of agentschap) alleen bevoegdheden voor zover deze zijn toegekend in het VEU, VWEU of lagere Europese wetgeving.³⁶ Ook voor nationale instellingen geldt doorgaans, dat deze alleen bevoegdheden hebben als deze zijn toegekend door de nationale wetgever.

De toezichthouder dient bij de uitoefening van zijn taken te blijven binnen de grenzen van deze bevoegdheden. In de praktijk is het echter onmogelijk, regels zo op te stellen dat de toezichthouder geen enkele eigen afweging meer hoeft te of kan maken.³⁷ Het houden van toezicht is dus meer dan een invuloefening. De toezichthouder heeft een discretionaire marge. Deze discretionaire marge komt op vier wijzen naar voren.³⁸

Ten eerste kan de toezichthouder discretionaire marge hebben bij de beoordeling of aan een bepaalde regel is voldaan.³⁹ Het gaat hier om de beoordeling van de feiten die ten grondslag liggen aan een mogelijke beslissing. Zo is bijvoorbeeld een collectieve beleggingsinstelling alleen een beleggingsinstelling in de zin van de AIFM Richtlijn en daarmee gereguleerd onder deze richtlijn, indien sprake is van een beleggingsbeleid. De toezichthouder zal moeten beoordelen of van een beleggingsbeleid sprake is. Aangezien dit niet altijd direct duidelijk is, heeft de toezichthouder beoordelingsvrijheid.

Ten tweede zijn de gevolgen van de toepasselijkheid van een regel niet altijd neergelegd in de regels zelf.⁴⁰ Zo kan de ECB ingevolge de SSM Verordening⁴¹ hogere kapitaalbuffers aan kredietinstellingen opleggen, indien deze systeemrelevant zijn of indien de economische toestand (conjunctuur) van een land dit vereist. Het exacte percentage dat aan de kapitaalbuffer moet worden toegevoegd, volgt niet direct uit de regelgeving. Hier heeft de ECB dus beleidsvrijheid ten aanzien van de gevolgen die worden verbonden aan het feit dat aan de toepasselijkheidvereisten van een regel is voldaan.

³³ R. M. Lastra, Do We Need a World Financial Organization?, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 793 ziet het crisis management waaronder de afwikkeling van een financiële onderneming als een taak onafhankelijk van het toezicht. Ik doe dit niet.

³⁴ Zie nader H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 492, C. Hilson, The role of discretion in EC law on non-contractual liability, *CML Rev.* 2005, p. 677-695 en J. Mendes, Discretion, care and public interest in the EU administration: probing the limits of law, *CML Rev.* 2016, p. 419-452.

³⁵ H.D. van Wijk, W. Konijnenbelt & R. Van Male, *Hoofdstukken van bestuursrecht*, Reed Business, Amsterdam 2011, p. 141.

³⁶ Verdrag betreffende de Europese Unie, art. 12.

³⁷ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 493.

³⁸ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 492.

³⁹ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 492.

⁴⁰ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 493.

⁴¹ SSM Verordening, art. 5 lid 2.

Ten derde hebben toezichthouders een discretionaire marge bij de keuze een bepaald feit of handeling wel of niet nader te onderzoeken.⁴² De meeste toezichthouders doen steekproefgewijs onderzoek naar overtredingen en ook niet alle signalen uit de markt (bijvoorbeeld een klacht van een cliënt) leiden direct tot onderzoek. Wel is er steeds meer een trend naar datagedreven onderzoek, waarbij op periodieke basis informatie wordt uitgevraagd. Als uit deze data een mogelijke overtreding van de regels blijkt, dan moet de toezichthouder hier in beginsel opvolging aan geven.

Ten vierde kan het toezicht binnen de discretionaire marge verschillen qua intensiteit.⁴³ Sommige toezichthouders willen elke handeling van een financiële onderneming vooraf goedkeuren. Andere houden slechts achteraf toezicht. Sommige delen hoge boetes uit. Andere volstaan met informele maatregelen. Elke toezichthouder ontwikkelt zijn eigen toezichtspraktijk binnen de ruimte die wordt geboden door de Europese materiële regels (en meer formele/procedurele regels van nationale oorsprong).⁴⁴

Het is belangrijk op te merken dat lidstaten de discretionaire marge die Europese regelgeving biedt op verschillende wijze kunnen invullen. Een voorbeeld betreft de verplichting onder de MiFID om te beoordelen of bestuurders geschikt en betrouwbaar zijn. Deze verplichting is door de Europees wetgever niet verder ingevuld.⁴⁵ Omdat de Europese wetgever deze termen heeft opengelaten, staat het nationale wetgevers vrij deze termen zelf in nationale wetgeving in te vullen. Anderzijds kan de nationale wetgever deze termen op zijn beurt ook weer openlaten, zodat het tot de discretionaire marge van de nationale toezichthouder gaat behoren om deze termen in te vullen. De nationale wetgever is hierbij slechts gebonden aan de uiterste grenzen die de Europese regelgeving stelt.⁴⁶ Andersom is het ook mogelijk dat de Europese regelgeving de minimale discretionaire marge aangeeft die de nationale toezichthouder moet hebben, maar weer geen maximale ruimte aangeeft.⁴⁷ Hoe de macht binnen de lidstaat tussen de wetgevende macht en toezichthouders is verdeeld, verschilt dus.⁴⁸ In dit onderzoek wordt dit genegeerd, omdat de onderzoeksvraag niet betreft hoe bevoegdheden binnen lidstaten zijn of moeten worden verdeeld, maar tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en de Europese Unie.

Overigens komt de discretionaire marge vaak pas naar voren bij de rechterlijke toetsing van het handelen van de toezichthouder.⁴⁹ Op het moment waarop een rechter het handelen van een toezichthouder beoordeelt, zal deze moet beoordelen of de toezichthouder binnen de discretionaire marge is gebleven. Hoe groter de discretionaire marge hoe minder intensief de rechter kan toetsen of de toezichthouder tot een juiste beslissing is gekomen en hoe meer ruimte de toezichthouder dus heeft voor een eigen invulling.⁵⁰

⁴² Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 24 juni 2013, BoA 2013-008 (*SV Capital OU/EBA*).

⁴³ N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 18 en de daar aangehaalde literatuur.

⁴⁴ A.T. Ottow, 'Europeanisering van het markttoezicht', *SEW* 2011, p. 3.

⁴⁵ Zie N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford, OUP 2008, p. 417. Wel hebben EBA en ESMA het initiatief genome nom Guidelines op te stellen. Zie Consultation Paper, Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU, 28 October 2016, EBA/CP/2016/17.

⁴⁶ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 506 noot 80.

⁴⁷ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 506.

⁴⁸ E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, OUP 2012, p. 118 en CESR, Preliminary Progress Report Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets?, oktober 2004, CESR/04-333f (Himalaya Rapport), p. 27.

⁴⁹ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 494.

⁵⁰ H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 496.

1.2.3. Welke toezichthouders?

Het toezicht waarom het in dit onderzoek gaat, wordt in de praktijk uitgevoerd door toezichthouders. Als het toezicht door een lidstaat wordt uitgevoerd, dan is dit meestal niet de nationale overheid zelf, maar een instantie die op enige afstand van de overheid is geplaatst. Het is aan de lidstaten een specifieke toezichthouder aan te wijzen. Het Europese recht schrijft slechts voor dat er toezicht wordt gehouden door een toezichthouder van een lidstaat, maar schrijft niet voor welke toezichthouder dit dan moet doen. In Nederland is het toezicht, uitzonderingen daargelaten,⁵¹ verdeeld tussen DNB en AFM.⁵² In andere lidstaten zijn de toezichtsbevoegdheden anders verdeeld.⁵³ Als het toezicht op Europees niveau is gelegd, dan wordt dit uitgevoerd door de ESAs of de ECB. Aan welke toezichthouder een bepaalde lidstaat of de Europese Unie het toezicht heeft toebedeeld is niet van belang voor dit onderzoek. Belangrijk is slechts de vraag op welke niveau (Europees of nationaal) het toezicht wordt uitgevoerd en door welke lidstaat.

1.2.4. De macht van de toezichthouder

De centrale vraag in dit onderzoek is welke toezichthouder in welke situatie toezicht dient te houden. Binnen de Europese Unie zijn er vaak meerdere toezichthouders in enigerlei mate bevoegd. Dan is het relevant om te beoordelen hoe de macht exact is verdeeld. De volgende vier vragen zijn dan van belang.

- (i) Welke toezichthouder heeft de discretionaire marge?

Welke toezichthouder heeft de discretionaire marge? Deze mag immers beslissen in het geval dat de regels ruimte openlaten of indien zich gebeurtenissen voordoen waarin de regels in het geheel niet voorzien. Zoals hierna zal blijken, hebben de ESAs vaak pas de bevoegdheid in te grijpen in het toezicht van lidstaten, als deze hun discretionaire marge overschrijden door hetzij buiten hun bevoegdheden te treden hetzij overduidelijk tekort schieten in het uitgeoefende toezicht. Dit betekent ook dat hoe groter de discretionaire marge is die door de Europese wetgever is opengelaten, hoe machtiger de lidstaten zijn. Anderzijds als de Europese regels specifieker en gedetailleerder worden, dan leidt dit tot een inperking van discretionaire marge van de lidstaten.⁵⁴ In dat geval zal de lidstaat eerder zijn discretionaire marge overschrijden en kunnen de ESAs eerder ingrijpen.

- (ii) Wie heeft rechtstreeks toegang tot de relevante informatie?

Wat is de informatiepositie van de toezichthouder? Een toezichthouder kan alleen relevante feiten en ontwikkelingen in de markt op het spoor komen, als deze over de hiervoor benodigde informatie beschikt. Zoals later zal worden besproken, hebben de Europese toezichthouders vaak een informatieachterstand ten opzichte van nationale toezichthouders.

⁵¹ Zo verleent de Minister van Financiën ingevolge art. 5:26 Wft de vergunning om in Nederland een gereguleerde markt te exploiteren.

⁵² Zie art. 1:24 en 1:25 Wft.

⁵³ Zie voor een overzicht van hoe toezichtsbevoegdheden op nationaal niveau zijn verdeeld in Europa E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 11 en C. Di Noia en M. Chiare Furlò, 'The New Structure of Financial Supervision in Europe: What is next?' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012 p. 188.

⁵⁴ E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 141.

(iii) Dagelijks toezicht of exceptioneel toezicht?

Is sprake van dagelijks of exceptioneel toezicht? Met dagelijks toezicht wordt bedoeld, dat de toezichthouder altijd kan ingrijpen als een financiële onderneming of financiële activiteit de regels overtreedt. Exceptioneel toezicht betekent, dat de toezichthouder pas kan ingrijpen nadat aan nadere voorwaarden is voldaan. De ESAs kunnen vaak pas ingrijpen als eerst de nationale toezichthouder zijn kans heeft gehad en heeft verzaakt of als aan andere verzwarende voorwaarden is voldaan.

(iv) Niet juridische aandachtspunten

Tot slot zijn er allerlei niet juridische aandachtspunten die de macht van een toezichthouder in de praktijk kunnen vergroten of verkleinen. Dit zijn onder meer de financiële slagkracht van de toezichthouder en de interne governance. Met financiële slagkracht wordt bedoeld de omvang van het budget van de toezichthouder en de mate waarin deze zelf onafhankelijk zijn budget kan vaststellen. Met interne governance wordt bedoeld in hoeverre toezichthouders onafhankelijk kunnen beslissen of dat (externe) partijen met een eigen mogelijk conflicterend belang invloed kunnen uitoefenen op beslissingen van de toezichthouder. Dit is van belang bij de Europese toezichthouders, aangezien zowel bij de ECB als bij de ESAs vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders deel uitmaken van de besluitvormende organen.

1.3. Diverse toezichtsdoelen

Behalve de structuur van de regelgeving en het toezicht is ook het doel van de regelgeving van belang. De financiële toezichtsregelgeving heeft drie doelstellingen: de stabiliteit van het financiële systeem, bescherming van cliënten en de bestrijding van fraude bij financiële producten en diensten.⁵⁵ Deze doelen resulteren in vier verschillende soorten toezicht.⁵⁶ De relevantie van het onderscheid is erin gelegen, dat elk type toezicht andere belangen beschermt die dus ook weer op een andere manier in een jurisdictie gelokaliseerd moeten worden.

1.3.1. Gedragstoezicht

Het gedragstoezicht is erop gericht dat financiële ondernemingen in het belang van hun cliënten handelen, althans dit belang niet schaden. Diegene die baat heeft bij al deze maatregelen, is primair de cliënt van de financiële onderneming. Slechts als tweede effect heeft ook de maatschappij als geheel belang hierbij, omdat door het vertrouwen van cliënten in financiële ondernemingen de markt voor financiële dienstverlening als geheel beter werkt. Stel bijvoorbeeld dat consumenten door het gebrekkige vertrouwen in financiële ondernemingen geen hypothecaire kredieten meer zouden durven afsluiten, dan lijdt niet alleen de kredietnemer daaronder maar ook diegene die zijn huis wil verkopen en de economie als geheel.

1.3.2. Markttoezicht

Het markttoezicht is gericht op de eerlijkheid van de financiële markten. Het markttoezicht heeft als doel dat alle deelnemers op de financiële markten op basis van de zelfde kennis kunnen handelen in financiële instrumenten en dat de prijsvorming op ordentelijke wijze tot stand komt. De groep die baat

⁵⁵ M. Adenas, 'Harmonising and regulating financial markets', in *Theory and Practice of Harmonisation*, eds. M. Adenas en C.B. Cheltenham, UK Edward Elgar 2011 p. 3 en K.W.H. Broekhuizen, Doelstellingen, redenen en aard van financieel toezicht, *Ondernemingsrecht* 2015, p. 559-667.

⁵⁶ Zie nader M.P. Boots, S.E. Eisma, D. Schoenmaker, 'De doelstellingen van de Wft', in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), Kluwer, Deventer 2010, p. 9-12 en 15-16 en C. Di Noia en M. Chiare Furlò, 'The New Structure of Financial Supervision in Europe: What is next?' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, OUP 2012 p. 187.

heeft bij het markttoezicht is veel breder dan bij gedragstoezicht. Ten eerste gaat het om eenieder die in een financieel instrument heeft belegd. Zij kunnen er immers van op aan dat zij bij hun beslissing in een financieel instrument te beleggen over alle relevante informatie en alleen over juiste informatie beschikken. Tevens kunnen zij ervan op aan dat er geen handelaren actief zijn die eerder over de relevante informatie beschikken. Daarnaast hebben de uitgevende instellingen baat bij het markttoezicht. Omdat marktdeelnemers garanties hebben dat de markt eerlijk is, zullen zij eerder op de markt actief zijn. Dit maakt het eenvoudiger en goedkoper voor uitgevende instellingen om geld aan te trekken. Dit alles gaat er uiteraard van uit dat het toezicht doel treft.

1.3.3. Microprudentieel toezicht

Het microprudentieel toezicht is gericht op de liquiditeit en solvabiliteit van individuele financiële ondernemingen. Het doel van microprudentieel toezicht is dat de desbetreffende financiële ondernemingen op tijd hun verplichtingen jegens hun cliënten kunnen nakomen. Dit toezicht rust vanouds op kredietinstellingen (en beleggingsondernemingen die op eigen boek handelen) en verzekeringsondernemingen en sinds deze zijn gereguleerd op CCPs. Deze partijen hebben hun cliënten immers beloofd op enig moment het (spaar)geld terug te geven, een verzekeringsuitkering te zullen doen of in het geval CCPs een financiële verplichting in verband met een derivaat na te komen. Een lichtere mate van prudentieel toezicht wordt uitgeoefend op andere financiële ondernemingen, zoals beleggingsondernemingen, beheerders van beleggingsinstellingen en bemiddelaars in verzekeringen. Dit lichtere prudentieel toezicht beoogt te waarborgen, dat deze financiële ondernemingen ook op lange termijn in staat zijn hun diensten aan de cliënt te blijven verrichten. Het faillissement van een beheerder van een beleggingsinstelling bijvoorbeeld leidt niet ertoe dat geld van de cliënt verloren gaat, maar is desalniettemin hinderlijk voor de cliënt en ongunstig voor het vertrouwen in het financiële stelsel.⁵⁷

Primair begunstigde van het microprudentieel toezicht zijn de cliënten, omdat door het microprudentieel toezicht gewaarborgd wordt dat de financiële onderneming de verplichtingen jegens de cliënten nakomt. In tweede instantie heeft ook de markt als geheel baat bij microprudentieel toezicht, omdat zonder dit toezicht, cliënten onvoldoende vertrouwen zouden hebben om financiële producten af te nemen.

1.3.4. Macroprudentieel of systeemtoezicht

Het macroprudentieel of systeemtoezicht ligt vaak in het verlengde van het microprudentieel toezicht, maar is hieraan niet identiek. Dit toezicht is het moeilijkst te definiëren.⁵⁸ Het systeemtoezicht richt zich op het systeemrisico. In de Verordening tot oprichting van de European Systemic Risk Board (ESRB) wordt het systeemrisico gedefinieerd als *“een risico op verstoring van het financiële stelsel met mogelijk ernstige negatieve gevolgen voor de interne markt en de reële economie.”*⁵⁹ Volgens deze verordening kunnen *“alle soorten financiële intermediairs, markten en infrastructuur tot op zekere hoogte potentieel systeemrelevant zijn.”*

⁵⁷ Een ander doel van het microprudentieel toezicht is om te voorkomen dat financiële ondernemingen vanwege acute geldnood andere regels overtreden.

⁵⁸ Zie voor een poging J.H. Dalhuisen, 'Liberalisation and Re-Regulation of Cross-Border Financial Services. The Situation in the EU and WTO/GATS', *EBLR* 1999, p. 164, S.L. Schwarcz, Systemic Risk, *The Georgetown Law Journal* 2008, p. 193-249 en F. Lupo-Pasini en R.P. Buckley, Global systemic risk and international regulatory coordination: Squaring sovereignty and financial stability, *AM. U. INT'L L. REV.* 2015, p. 676 e.v. Zie voor het systeemrisico bij derivaten uitvoerig J. C. Kress, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access To Central Bank Liquidity, *Harvard Journal on Legislation* 2011, p. 57-59.

⁵⁹ ESRB Verordening, art. 2 sub c. Zie in dezelfde zin ESA Verordening, preambule 15.

Waar het microprudentieel toezicht beoogt te voorkomen, dat cliënten van de financiële onderneming benadeeld worden door het feit dat een financiële onderneming zijn verplichtingen niet kan nakomen, is het macroprudentieel toezicht gericht op de gevolgen voor het financiële systeem van het omvallen van een financiële onderneming. Problemen bij een financiële onderneming kunnen op vier manieren tot problemen bij andere financiële ondernemingen of het financiële systeem leiden.⁶⁰ Het systeemtoezicht richt zich bovendien op andere activiteiten die, hoewel niet uitgevoerd door een financiële onderneming, toch tot systeemrisico's kunnen leiden.

Ten eerste kan een financiële onderneming zelf een contractuele relatie hebben met een andere financiële onderneming. Als deze eerste financiële onderneming het contract niet kan nakomen, leidt dit weer tot problemen bij de tweede. Denk bijvoorbeeld aan het geval dat een kredietinstelling tijdelijk geld heeft uitstaan bij een andere kredietinstelling die omvalt. In dat geval kan ook de eerste kredietinstelling insolvent of onvoldoende liquide worden. Dit kan een domino-effect teweeg brengen.

Ten tweede kunnen problemen worden verplaatst door het asset liquidation/market channel. Dit is één van de oorzaken van de crisis uit 2007. Hiermee wordt bedoeld dat als één financiële onderneming een bezitting gedwongen verkoopt, de marktprijs van deze bezitting ook bij andere financiële ondernemingen daalt. Deze andere financiële ondernemingen worden hierdoor ook 'armer' en kunnen hierdoor ook in de problemen komen. Het systeemtoezicht beoogt mede dit soort kudde effecten te voorkomen.⁶¹ Deze effecten kunnen echter ook worden veroorzaakt door gedrag van niet-financiële ondernemingen. Vandaar het systeemtoezicht dat deze effecten beoogt te voorkomen, niet beperkt is tot financiële ondernemingen, maar alle ondernemingen en activiteiten omvat die dit systeemrisico kunnen veroorzaken. Sinds de financiële crisis is hiertoe een groot aantal maatregelen genomen. Voorbeelden zijn dat toezichthouders toezicht gaan houden op het beleggen met geleend geld door beleggingsinstellingen,⁶² dat regelgeving is aangenomen met als doel het gebruik van ratings door financiële ondernemingen terug te dringen⁶³, de verplichtingen omtrent transparantie en de beheersing van risico bij het aangaan van derivatentransacties⁶⁴ en securities lending transacties⁶⁵ en dat bepaalde instellingen door hun omvang als systeemrelevant zijn aangewezen met gevolg dat deze aan aanvullende verplichtingen moeten voldoen.⁶⁶

Ten derde is sommige infrastructuur van de financiële markten essentieel om zaken te kunnen doen. Als bijvoorbeeld een beurs in de problemen komt, kunnen de aandelen die op deze beurs staan genoteerd, niet meer worden verhandeld, omdat kopers en verkopers elkaar niet meer kunnen bereiken. Als kredietinstellingen omvallen, raakt dit het betalingssysteem.

Ten vierde kan door het omvallen van een financiële onderneming ook het vertrouwen wegvallen in andere op zichzelf gezonde financiële ondernemingen. Als het wegvallen van het vertrouwen leidt tot een bankrun dan zullen ook op zichzelf gezonde kredietinstellingen hiertegen niet bestand zijn.

⁶⁰ Zie voor de eerste drie het FSB en IOSCO 'Consultative Document Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions, Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies, 8 januari 2014, p. 3 e.v. Zie voor nummer 1, 2 en 4 ook D. Schoemaker, Burden Sharing: From Theory To Practice, oktober 2010, DSF Policy Paper nr. 6, p. 2.

⁶¹ Ch. Papathanassiou en G. Zagouras, A European Framework for Macra-Prudential Oversight, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 163.

⁶² AIFM Richtlijn, preamble 49 en art. 25. Zie over systeemrisico bij beleggingsinstellingen uitvoerig A. Engert, Transnational Hedge Fund Regulation, *European Business Organization Law Review* 2010, p. 393-343.

⁶³ CRA Richtlijn. Zie tevens FSB, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, 27 oktober 2010.

⁶⁴ EMIR, preambles 7, 8, 29 en 31.

⁶⁵ Verordening (EU) 2015/2365 van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2015 betreffende de transparantie van effectenfinancieringstransacties en van hergebruik en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012.

⁶⁶ CRD IV, preamble 90.

“Begunstigde” van het macroprudentieel of systeemtoezicht is het hele financiële systeem. De wijze waarop en de mechanismen waardoor systeemrisico zich realiseert, is zeer moeilijk te voorspellen en de connecties tussen financiële ondernemingen die ertoe leiden dat problemen bij één onderneming andere ondernemingen in de problemen brengen zijn zeer divers. Het gaat immers niet alleen om een beperkte groep cliënten, maar tevens om alle financiële ondernemingen die zaken doen met de financiële onderneming die onder toezicht staat en zelfs financiële (en niet-financiële) ondernemingen die geen contractuele relatie hebben met de onder toezicht staande onderneming. De groep van personen die belang hebben bij een deugdelijke systeemtoezicht is daarmee onbeperkt.

1.4. Home-state en host-state

Een onderscheid dat veel zal terugkomen betreft dat tussen de home-state en host-state. Met home-state wordt bedoeld de lidstaat waarvan vaststaat dat deze toezicht mag houden. De reden dat deze lidstaat de home-state is, is vaak omdat de financiële onderneming in deze lidstaat zijn hoofdkantoor en statutaire zetel heeft. Met host-state wordt bedoeld de andere lidstaat die ook enig toezicht wil houden, omdat de financiële onderneming op één of andere wijze ook in deze lidstaat actief is. Welke lidstaat als home-state en welke als host-state heeft te gelden, is een van de voornaamste onderwerpen van dit onderzoek.

1.5. De regelgeving

Dit onderzoek betreft toezicht. Toezicht wordt echter uitgeoefend op basis van de regelgeving.⁶⁷ Ik ga weliswaar van de fictie uit dat de regelgeving zelf in heel de Europese Unie gelijk is, maar voor het complete plaatje is het nuttig beknopt de diverse soorten van regelgeving te behandelen. Bovendien heeft de mate van precisie van de Europese regelgeving en het voor deze regelgeving gekozen instrument (verordening of richtlijn) invloed op de machtsverhouding tussen Europese toezichthouders en lidstaten. Vandaar dat ik hierna de diverse typen regelgeving bespreek.

1.5.1. De Europese Unie heeft geen regelgeving voor een financiële onderneming of financiële activiteit gemaakt

De minst vergaande regelgevende invloed van de Europese Unie is het geval dat Europese Unie niets heeft geregeld. In dat geval hebben lidstaten de volledige vrijheid zelf regels op te stellen en vergunningsplichten op te leggen. De enige begrenzing is gelegen in het VWEU. Het VWEU staat het lidstaten niet toe zonder rechtvaardiging regels op te stellen die het ondernemingen uit andere lidstaten verbiedt of belemmert in deze lidstaat economisch actief te zijn.⁶⁸

Het aantal financiële ondernemingen en activiteiten ten aanzien waarvan de Europese Unie in het geheel geen regels heeft gesteld, is beperkt en neemt af.

Een voorbeeld waarbij Europa in het geheel geen regels heeft gesteld is het aanbieden van beleggingsobjecten.⁶⁹ Dit valt niet onder enige Europese financiële regelgeving. Nederland heeft echter zelf besloten wel vergunningseisen te stellen aan partijen die beleggingsobjecten aanbieden.⁷⁰ Een ander meer recent voorbeeld betreft vooralsnog -de Europese Commissie verdiept zich ook hierin-

⁶⁷ In uitzonderlijke gevallen kunnen financiële toezichthouders wel eens noodmaatregelen nemen die geen grond vinden in wetgeving. Zie bijv. H. Oppelaar, ‘Maatregelen AFM tegen Short-Selling; turbulente regelgeving in turbulente tijden’, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 552-554 en E.J. van Praag, Grensoverschrijdend financieel toezicht zonder grenzen’, *FR* 2012, p. 47-51.

⁶⁸ HvJEU 25 juli 1991, C-76/90 (*Säger*), rov. 12. Zie nader A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart publishing, Oxford en Portland Oregon 2012, p. 540 e.v.

⁶⁹ Beleggingsobjecten bestaat uit een restcategorie van geïndividualiseerde beleggingen. Het gaat bijv. om beleggingen in wijn of in landbouwgronden, waarbij de aanbieder de belegging voor de belegger beheert. Zie nader J.J.M. Schrama, *Beleggingsproducten onder de Wft, een stroomschema*, *FR* 2014, p. 349.

⁷⁰ Art. 2:55 Wft.

sommige vormen van crowdfunding. Bij deze vorm van crowdfunding lenen niet professionele partijen geld uit aan meestal particulieren of MKB ondernemingen. Deze partijen vinden elkaar via een online platform, het crowdfunding platform. Ook het aanbieden van en bemiddelen in krediet aan professionele cliënten is niet op Europees niveau gereguleerd.⁷¹ Het staat lidstaten daarom vrij volledig zelf in regelgeving te voorzien. Het aanbieden van krediet aan professionele partijen is in Nederland niet vergunningsplichtig en ook niet anders gereguleerd, maar in andere lidstaten weer wel. Het spreekt vanzelf dat andere lidstaten weer andere keuzes hebben gemaakt dan Nederland.

1.5.2. Europese harmonisatie

Als de Europese Unie ervoor kiest wel regelgeving aan te nemen, dan staan de Europese wetgever hiervoor diverse instrumenten ter beschikking. Het hangt af van de gekozen instrumenten en het gebruik van instrumenten of de nationale lidstaten de regelgeving nog kunnen aanvullen, nader interpreteren of van de regelgeving kunnen afwijken. Dit is afhankelijk van de mate van harmonisatie. Dit begrip harmonisatie licht ik eerst toe, alvorens op de diverse Europese regelgevingsinstrumenten in te gaan.⁷² Harmonisatie is de mate waarin de regelgeving binnen Europa gelijk is gemaakt. Er zijn twee soorten harmonisatie.

Volledige harmonisatie is het geval dat de Europese regelgeving de ondergrens en bovengrens van de normen aangeeft.⁷³ Een voorbeeld van volledige harmonisatie is artikel 19 van de MiFID dat in combinatie met de MiFID Gedelegeerde Richtlijn⁷⁴ voorschrijft hoe cliënten over hun beleggingen moeten worden geïnformeerd door de beleggingsonderneming. Omdat het volledige harmonisatie betreft, is het lidstaten niet toegestaan verdere eisen aan de inhoud van de informatie te stellen.⁷⁵

Bij minimumharmonisatie mogen wel strengere eisen worden gesteld, maar geen minder strenge eisen. Een voorbeeld hiervan is het bonusplafond van CRD IV.⁷⁶ Lidstaten moeten een bonusplafond voor hun belangrijkste staf introduceren van 100% van het vaste loon. Het is lidstaten echter ook expliciet toegestaan een lager bonusplafond vast te stellen. Het is belangrijk om op te merken dat indien een lidstaat in geval van minimumharmonisatie verder gaat dan de richtlijn voorschrijft (“goldplating”), deze aanvullende regels meestal alleen kunnen worden toegepast op financiële ondernemingen en activiteiten die onder toezicht van deze lidstaat staan.

⁷¹ Opgemerkt dient te worden dat kredietinstellingen wel een paspoort hebben voor het aanbieden van krediet. Dit betekent dat een kredietinstelling overal in de Europese Unie op basis van zijn bankvergunning krediet mag aanbieden (zie CRD IV, bijlage 2 werkzaamheid 2). Anderzijds, de bankenrichtlijn verbiedt het andere partijen niet om ook krediet aan te bieden en biedt lidstaten de ruimte om aan andere partijen dan kredietinstellingen vergunningseisen te stellen of dit juist niet te doen.

⁷² Zie voor een nadere toelichting op het begrip harmonisatie toegespitst op financiële regelgeving K. Holting en L. Wissink, Praktische uitwerking van harmonisatie van Europese bankenregelgeving, *FR* 2012, 406-412.

⁷³ Zie nader HvJEU 23 april 2009, C-261/07 (*VTB-VAB NV*).

⁷⁴ MiFID I Gedelegeerde Richtlijn, art. 27.

⁷⁵ Zie hierover nader de Nederlandse Minister van Financiën bij de toelichting op het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen in Staatsblad 2007, 407 p. 60. Zie over de vraag of MiFID maximumharmonisatie inhoudt tevens M. Kruithof, A differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID, in: S. Grundmann en Y.M. Atamer (red.), *Financial Services, Financial Crises and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, Kluwer Law International, Den Haag 2011, p. 110-111 en M. Tison, De civielrechtelijke dimensie van MiFID in rechtsvergelijkend perspectief, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2010, p. 303-313.

⁷⁶ CRD IV, art. 94 g sub i.

Overigens kan binnen één en hetzelfde wetgevingsinstrument (bijvoorbeeld een richtlijn) de mate van harmonisatie per concrete regel verschillen.⁷⁷ Tevens zal men steeds moeten beoordelen wat het wetgevingsinstrument precies harmoniseert.⁷⁸ Op gebieden die niet door het wetgevingsinstrument worden bestreken, is de nationale wetgever vrij aanvullende regels te stellen.

1.5.3. De Europese Unie en de lidstaten maken samen regels

Als de Europese Unie en de lidstaten samen regels maken, dan staat hiervoor een aantal instrumenten ter beschikking.

1.5.3.1. Richtlijnen, gedelegeerde richtlijnen en uitvoeringsrichtlijnen

Het eerste regelgevingsinstrument is de richtlijn. Richtlijnen zijn alleen bindend qua uitkomst jegens de lidstaten, maar hebben, uitzonderingen daargelaten, geen rechtstreekse werking jegens burgers.⁷⁹ Omdat richtlijnen niet rechtstreeks werken jegens burgers, moeten de lidstaten deze richtlijnen omzetten in nationale wetgeving.

Bij deze omzetting heeft de nationale wetgever de mogelijkheid om de verplichtingen van burgers nader in te vullen en kunnen tussen lidstaten verschillen ontstaan. Zelfs indien richtlijnen volledige harmonisatie beogen, hetgeen inhoudt dat de regels in heel Europa hetzelfde *moeten* zijn, kunnen deze in praktijk afwijkend worden omgezet in nationale regelgeving of verschillend worden geïnterpreteerd door toezichthouders en rechters.

Er bestaan richtlijnen die rechtstreeks gebaseerd zijn op verdragsbepalingen, maar ook gedelegeerde en uitvoeringsrichtlijnen die hun grond vinden in hogere richtlijnen.⁸⁰ Deze gedelegeerde en uitvoeringsrichtlijnen bevatten meer gedetailleerde regelgeving die de principes in de hogere richtlijnen uitwerken.⁸¹

1.5.3.2. Gedelegeerde verordeningen en uitvoeringsverordeningen

Het is mogelijk een deel van de verplichtingen in richtlijnen uit te werken in gedelegeerde verordeningen en uitvoeringsverordeningen. Anders dan richtlijnen hebben gedelegeerde verordeningen en uitvoeringsverordeningen rechtstreekse werking. Dit betekent, dat zij niet in nationaal recht hoeven te worden omgezet en, uitzonderingen daargelaten, ook niet mogen worden omgezet. Omdat verordeningen de complete tekst van de regelgeving bevatten zijn deze volledige harmonisatie, tenzij expliciet erin is voorzien dat lidstaten afwijken. De verplichtingen waaraan lidstaten en burgers moeten voldoen, staan in deze verordeningen en deze verordeningen kunnen rechtstreeks jegens de burgers door de relevante toezichthouders worden gehandhaafd.

Als sprake is van verordeningen in combinatie met richtlijnen, zijn de verplichtingen waaraan financiële ondernemingen en marktpartijen zich op een bepaald gebied moeten houden, voor een deel te vinden in de richtlijnen en voor een deel in de verordeningen. Voor het deel in de verordeningen geldt dan, dat dit volledig is geharmoniseerd. De richtlijnen moeten echter nog steeds worden geïmplementeerd in nationale wetgeving. Een voorbeeld van deze situatie is de verplichting een

⁷⁷ K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, 'Het Europees paspoort voor beleggingsondernemingen', in *Onderneming en financieel toezicht* (red. D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank) Deventer: Kluwer 2007, p. 264. De exacte mate van harmonisatie moet worden afgeleid uit bewoordingen, doelstelling en opzet van een regel. Zie nader HvJEU 10 januari 2006, C-402/03 (*Skov*), rov. 22.

⁷⁸ Zie bijv. HvJEU 12 juli 2012, C-602/10 (*Volksbank România*), rov. 43.

⁷⁹ VWEU, art. 288.

⁸⁰ VWEU, art. 290 en 291. Zie over de bevoegdheid tot het maken van deze gedelegeerde regelgeving uitvoerig M. Chamon, *Clarifying the Divide between Delegated and Implementing Acts?*, *Legal Issues of Economic Integration* 2015, p. 175-190.

⁸¹ Zie bijv. MiFID I Gedelegeerde Richtlijn.

document met Essentiële Beleggersinformatie (EBI) ter beschikking te stellen. UCITS beleggingsinstellingen moeten een EBI opstellen. Dit staat in de UCITS Richtlijn.⁸² De UCITS Richtlijn stelt tevens regels wanneer en hoe de EBI moet worden overhandigd. Aangezien deze regels in de richtlijn geen horizontale rechtstreekse werking hebben, moeten deze worden geïmplementeerd.⁸³ Wat er in het EBI document moet staan en in welke volgorde deze informatie dient te worden opgenomen staat echter in een gedelegeerde verordening.⁸⁴ Dit deel is dus volledig geharmoniseerd.

1.5.3.3. Richtsnoeren van de Europese Commissie of van de ESAs en opinies van de ESAs

De Europese Commissie kan lidstaten aanbevelingen doen.⁸⁵ Het Europese financiële recht kent daarnaast als bijzonder quasi wetgevingsinstrument de richtsnoeren (in het Engels: *guidelines*) van de European Supervisory Authorities (ESAs).⁸⁶ Het is belangrijk op te merken dat deze bevoegdheid van de ESAs tot het opstellen van guidelines nadrukkelijk algemene regels betreft en dat deze niet ertoe dient aanwijzingen in concrete gevallen te geven. Deze bevoegdheid ziet op leemten in de regelgeving, niet op de invulling van de discretionaire bevoegdheid van nationale toezichthouders in concrete gevallen.⁸⁷

Aanbevelingen van de Commissie of guidelines van de ESAs werken niet rechtstreeks jegens burgers. Het Hof van Justitie heeft namelijk geoordeeld dat *“aanbevelingen op zichzelf geen rechten in het leven roepen voor de justitiabelen, waarop dezen zich voor de nationale rechterlijke instanties zouden kunnen beroepen. Evenwel zijn deze instanties gehouden de aanbevelingen in aanmerking te nemen bij de oplossing van de bij hen aanhangige geschillen, met name wanneer deze duidelijkheid kunnen verschaffen over de uitlegging van andere nationale of communautaire bepalingen.”*⁸⁸

Aanbevelingen van de Commissie of guidelines van de ESAs zijn ook niet bindend voor de lidstaten. Met betrekking tot aanbevelingen van de Commissie staat dit expliciet in het VWEU.⁸⁹ Voorts heeft het Hof van Justitie geoordeeld, dat het lidstaten vrijstaat van een aanbeveling afwijkende nationale regels aan te nemen.⁹⁰ Voor guidelines van de ESAs volgt dit uit het feit, dat de ESA Verordeningen voorzien in een comply or explain mechanisme.⁹¹ Als nationale toezichthouders immers verplicht

⁸² UCITS IV Richtlijn, art. 78.

⁸³ Zie voor Nederland art. 4:22 Wft en art. 65a Bgfo.

⁸⁴ UCITS Verordening 584/2010.

⁸⁵ De Europese Commissie heeft de bevoegdheid lidstaten aanbevelingen te doen op basis van art. 288 en 292 VWEU. Zie uitvoerig N. Tornberg, *The Commission's Communications of the General Good -magna carta or law-making?*, *European Business Law Review* 1999, p. 24-46.

⁸⁶ ESA Verordening, art. 16. Zie uitvoerig E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 27 en M.P.M. van Rijsbergen, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, *Utrecht Law Review* 2014, p. 116-131.

⁸⁷ Zie nader ESA Verordening, preambule 26 en uitvoerig E.J. van Praag, 'Grensoverschrijdend financieel toezicht zonder grenzen', *FR* 2012, p. 49.

⁸⁸ HvJEU 13 december 1989, C-322/88 (*Grimaldi*).

⁸⁹ VWEU, art. 288 laatste alinea.

⁹⁰ Zie HvJEU 14 juni 2011, C-360/09 (*Pfleiderer AG/Bundeskartellamt*) waarin het Hof expliciet oordeelde dat "al kunnen de richtsnoeren van de Commissie gevolgen hebben voor de praktijk van de nationale mededingingsautoriteiten, het aan de lidstaten bij gebreke van een dwingende Unierechtelijke regeling ter zake vrij staat om de nationale regels over het recht van toegang van gelaedeerden van een kartel tot documenten betreffende clementieprocedures vast te stellen en toe te passen."

⁹¹ Zie tevens ESMA, notulen van de Board of Supervisors, 19 maart 2014, ESMA/2014/BS/60 waarin ESMA overweegt dat Guidelines hoewel zwaarwegend niet bindend of op zichzelf afdwingbaar kunnen zijn. Zie over het eventuele bindende karakter van Guidelines ook A. Witte, *Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture*, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 15 noot 79.

waren dergelijke guidelines op te volgen, dan zou een comply or explain mechanisme zinledig zijn. Guidelines werken dus niet rechtstreeks jegens burgers en zijn niet dus dwingend jegens lidstaten.⁹²

Omdat guidelines niet bindend zijn, vereisen deze een quasi omzettingshandeling. Ik schrijf *quasi*, omdat zoals hiervoor toegelicht lidstaten en/of toezichthouders niet verplicht zijn guidelines op te volgen. Van omzetting is daarom strikt genomen geen sprake. Deze quasi omzettingshandelingen houden in dat hetzij de nationale wetgever of nationale toezichthouder de guidelines omzet in regelgeving, hetzij de nationale toezichthouder zich ertoe confirmeert de guidelines toe te passen. De status van de guidelines hangt daardoor af van de wijze waarop de nationale wetgever of nationale toezichthouder deze heeft omgezet. Dit is daarmee een kwestie van nationaal recht.

Guidelines zijn dus niet bindend en werken niet rechtstreeks jegens burgers. Toch kan van guidelines de facto een grote dwingende werking uitgaan jegens nationale toezichthouders en daarmee tevens jegens financiële ondernemingen en financiële marktdeelnemers.⁹³ In de praktijk zijn guidelines van de ESAs moeilijk te negeren. Dit zelfde geldt voor aanbevelingen van de Europese Commissie, met name wanneer zij duidelijkheid verschaffen over de uitlegging van nationale bepalingen die ter uitvoering van aanbevelingen van de Commissie zijn vastgesteld, of wanneer zij bedoeld zijn om dwingende Europeesrechtelijke bepalingen aan te vullen. In dat geval zal de nationale rechter en/of toezichthouder moeten kunnen uitleggen waarom deze in het concrete geval vanwege de specifieke kenmerken van de lidstaat van de aanbeveling van de Commissie afwijkt.⁹⁴

Het gebruik van aanbevelingen leidt tevens vaak tot een grote mate van harmonisatie. Een voorbeeld betreft de eerder in paragraaf 1.5.3.2 genoemde EBI. In aanvulling op de EBI Verordening waarin staat welke informatie in de EBI moet worden opgenomen, heeft (de voorganger van) de European Securities and Markets Authority (ESMA), richtsnoeren opgesteld over hoe de EBI *exact* moet worden opgemaakt.⁹⁵ Hoewel deze richtsnoeren juridisch niet bindend zijn, worden deze door de toezichthouders in de praktijk onverkort toegepast.⁹⁶

Daarnaast werken de ESAs wel met opinie's.⁹⁷ Deze geven aan hoe naar het oordeel van de ESA bepaalde regels moet worden ingevuld en hebben in de praktijk ook veel gezag.⁹⁸

1.5.4. Alleen Europa maakt de regels

De meest vergaande mate van harmonisatie wordt bereikt, als alle regels voor een bepaalde financiële onderneming of financiële activiteit in verordeningen zijn opgenomen. Omdat verordeningen geen nationale implementatie behoeven, luiden alle regels in alle lidstaten hetzelfde. Voorbeelden van onderwerpen die volledig in verordeningen zijn geregeld betreffen het toezicht op CRAs⁹⁹ en short

⁹² Vreemd is dat de ESAs overeenkomstig de ESA Verordening zich wel rechtstreeks kunnen richten tot financiële ondernemingen. In geval van ESMA kunnen de aanbevelingen ook gericht worden tot de nog ruimere groep van financiële marktdeelnemers in plaats van louter aan financiële ondernemingen. Deze partijen moeten aangeven of ze de aanbeveling zullen opvolgen, *comply or explain* dus. Hoe dit zich verhoudt met het oordeel van het Hof dat aanbevelingen niet bindend zijn voor burgers, is onduidelijk. Evenmin is duidelijk hoe dit zich verhoudt met het feit dat nationale toezichthouders en lidstaten niet verplicht zijn aanbevelingen op te volgen en zelfs afwijkende regelgeving mogen maken. Omdat dit buiten het bestek van dit onderzoek valt, laat ik dit verder rusten.

⁹³ Zie nader E.J. van Praag, 'Grensoverschrijdend Financieel toezicht zonder grenzen', *FR* 2012, p. 47-51, E.P.M. Joosen, *Vijf jaar Wet op het financieel toezicht* (Preadvis voor de Vereniging van Financieel Recht 2013), Kluwer, Deventer 2013, p. 106-107 en E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 277.

⁹⁴ HvJEU 15 september 2016, C-28/15 (*KPN/ACM*), rov. 41 en 42.

⁹⁵ CESR Guidelines, CESR's template for the Key Investor Information document, 20 December 2010, CESR/10-1321.

⁹⁶ Zo heeft de AFM op zijn website aangegeven dat hij het door CESR in de guidelines weergegeven format als enige juiste wijze van publicatie van de Essentiële Beleggersinformatie beschouwt. Ook andere lidstaten staan in de praktijk afwijkingen van de CESR template niet toe.

⁹⁷ Zie voor de rechtsgrond bijv. de ESMA Verordening, art. 29 lid 1.

⁹⁸ Zie bijv. de ESMA Opinion, Share classes of UCITS, 30 januari 2017, ESMA 34-43-296.

⁹⁹ CRA Verordening I, II en III.

selling transacties.¹⁰⁰ Bij beide onderwerpen zijn diverse uitvoeringsverordeningen aangenomen, waardoor de regelgeving tot op nog gedetailleerder niveau is geharmoniseerd. Deze verordeningen kunnen voor zover deze nog ruimte voor diverse interpretaties overlaten nader worden uitgewerkt in guidelines van de ESAs.

1.5.5. De vier niveaus van convergentie van regelgeving en toezicht

Binnen het financieel toezicht spreekt men vaak van de vier niveaus van convergentie van regelgeving en toezicht.¹⁰¹ Voor de goede orde; hiermee gebruikt het financieel toezicht een andere ordening dan de drie niveaus van wetgeving die meestal binnen het Europees recht worden onderscheiden.

Level 1 is die wetgeving die rechtstreeks uit het VWEU volgt.

Level 2 wetgeving volgt rechtstreeks uit level 1 wetgeving. Level 2 wetgeving vereist dat de Europese Commissie in hogere regelgeving de bevoegdheid is toegekend deze lagere regelgeving -al dan niet in samenwerking met de ESAs- op te stellen. Dit type wetgeving wordt geregeld in het VWEU en kent eigen wetgevingsprocedures. Er zijn drie smaken van level 2 regelgeving.¹⁰²

(i) Gedelegeerde handelingen waarbij de Europese Commissie de leiding heeft

In level 1 kan de bevoegdheid aan de Europese Commissie worden toegekend regelgeving aan te vullen of te wijzigen.¹⁰³ In de level 1 regelgeving wordt dan gespecificeerd op welke punten de Commissie precies regelgeving mag maken en voor hoe lang deze bevoegdheid geldt. Tevens kunnen het Europees Parlement en de Raad de delegatie intrekken of door Commissie opgestelde level 2 regelgeving vetoën.

(ii) Gedelegeerde handelingen waarbij de ESA de leiding heeft

Het is ook mogelijk dat weliswaar aan de Commissie de bevoegdheid wordt gegeven gedelegeerde regelgeving op te stellen, maar hieraan te verbinden dat de Europese Commissie moet samenwerken met een ESA.¹⁰⁴ Dergelijke normen heten technische reguleringsnormen ofwel *regulatory technical standards* en hebben altijd de vorm van een verordening. Belangrijk hierbij is dat de ESA de concept regelgeving maakt. De Commissie heeft dan drie maanden om het concept van de ESA te bevestigen. Verwerpt de Commissie het concept van de ESA, dan kan de ESA een nieuw voorstel doen waarbij de ESA rekening houdt met het commentaar van de Commissie. De ESA kan ook vasthouden aan zijn positie. De Commissie kan dan alsnog met het voorstel van de ESA akkoord gaan en dit overnemen, maar kan ook zelf technische reguleringsnormen opstellen. Net als bij de andere gedelegeerde handelingen, kunnen het Europees Parlement en de Raad de delegatie intrekken of de door Commissie opgestelde level 2 regelgeving vetoën.

Het grote verschil met gedelegeerde handelingen genoemd onder (i) is dat de Commissie de facto een deel van haar macht is ontnomen ten gunste van de ESAs. Ten eerste moet de Commissie eerst de ESA de gelegenheid geven concept regelgeving op te stellen. Weigert de Commissie de voorstellen van de ESA, dan is dus tijd verspild door de ESA. Ten tweede duurt de wetgevingsprocedure langer

¹⁰⁰ Short Selling Verordening.

¹⁰¹ Zie nader het Lamfalussy Rapport, p. 6 en het Himalaya rapport, p. 11.

¹⁰² Zie voor een uitvoerige beschouwing M. Chamon, *Clarifying the Divide between Delegated and Implementing Acts?*, *Legal Issues of Economic Integration* 2015, p. 175-190, A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart publishing, Oxford en Portland Oregon 2012, p. 86-90 en E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 249-255.

¹⁰³ VWEU, art. 290.

¹⁰⁴ ESA Verordening, art. 9-14.

als de Commissie het concept van de ESA verwerpt, omdat de Raad en het Europees Parlement dan niet 1 maar 3 maanden hebben om de gedelegeerde verordening van de Commissie te verwerpen. Omdat de Raad en het Europees Parlement weten dat de ESA en de Commissie van elkaar van mening verschillen, zullen zij kritisch kijken. Ten derde geldt dat formeel de wetgevingsbevoegdheid bij de Commissie blijft berusten, maar de Commissie de voorstellen van de ESAs niet lichtvaardig mag verwerpen of aanpassen.¹⁰⁵

(iii) Uitvoeringsverordeningen

Daarnaast zijn er de uitvoeringsverordeningen ofwel technische uitvoeringsnormen/*implementing technical standards*.¹⁰⁶ Net als bij de regulatory technical standards genoemd onder (ii) is eerst de ESA aan zet. De Commissie moet in beginsel het ontwerp van de ESA overnemen, maar kan als zij hiervoor zwaarwegende argumenten heeft het ontwerp van de ESA wijzigen. Het Europees Parlement en de Raad hebben geen formele rol.

Level 3 regelgeving betreft de guidelines en opinies van de ESAs of de aanbevelingen van de Europese Commissie. Deze heb ik hiervoor besproken in paragraaf 1.5.3.3.

Level 4 is de handhaving door de Commissie van het Europese recht door middel van inbreukprocedures.¹⁰⁷

¹⁰⁵ ESA Verordening, preambule 23 en 24.

¹⁰⁶ VWEU, art. 291 lid 2 en ESA Verordening, art. 9-14.

¹⁰⁷ Zie VWEU, art. 258.

2. Introductie van de ESAs

2.1. Inleiding

Een belangrijke rol in het Europese financieel toezicht is weggelegd voor de European Supervisory Authorities (ESAs). Deze toezichthouders zal ik daarom nader introduceren. Ik ga in onderstaande paragrafen eerst beknopt in op de *governance* van deze toezichthouders en de niet-toezichthoudende bevoegdheden. Daarna bespreek ik uitvoerig de toezichtsbevoegdheden.¹⁰⁸

Dit hoofdstuk dient in samenhang te worden gelezen met de hoofdstukken 4 t/m 7. De ESAs oefenen hun bevoegdheden namelijk uit met betrekking tot de regelgeving die wordt besproken in deze hoofdstukken.

2.2. Achtergrond en aanleiding voor oprichting van de ESAs

Per 1 januari 2011 zijn de ESAs opgericht.¹⁰⁹ De aanleiding voor het oprichten van de ESAs was de financiële crisis van 2007 en 2008. Het nationaal georganiseerde financiële toezicht bleek niet meer berekend op de financiële globalisering en de geïntegreerde en vervlochten Europese financiële markten waarop tal van financiële instellingen over de grenzen heen actief zijn.¹¹⁰ De crisis heeft tekortkomingen op het gebied van samenwerking, coördinatie, de consistente toepassing van het Europese recht en vertrouwen tussen nationale toezichthouders aan het licht gebracht.¹¹¹ Het Larosière rapport dat in opdracht van de Europese Commissie is opgesteld en dat mede ten grondslag heeft gelegen aan de oprichting van de ESAs noemde onder meer de situaties omtrent Fortis en Icesave. Bij Fortis konden de betrokken toezichthouders geen overeenstemming bereiken over de te volgen koers.¹¹² Bij Icesave moesten de toezichthouders van de landen van ontvangst (Nederland en het Verenigd Koninkrijk) met lede ogen aanzien hoe de toezichthouder van het thuisland (IJsland) de zaak uit de hand liet lopen.¹¹³ De aanleiding was weliswaar de financiële crisis, maar men bouwde voort op ideeën die al langer rondzongen in wetenschappelijke cirkels, het Europees Parlement en bij toezichthouders.¹¹⁴

Er is voor gekozen drie ESAs op te richten door middel van drie oprichtingsverordeningen. Deze oprichtingsverordeningen zijn zo goed als letterlijke kopieën van elkaar.¹¹⁵ Vandaar dat de ESAs

¹⁰⁸ Dit hoofdstuk is deels gebaseerd op mijn artikel uit 2011, Het grensoverschrijdend financieel toezicht loopt tegen grenzen aan, *FR* 2011, p. 259-273.

¹⁰⁹ Zie over de ESAs uitvoerig E.J. van Praag, Het grensoverschrijdend financieel toezicht loopt tegen grenzen aan, *FR* 2011, p. 259-273, E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 111-158, R.J. de Doelder en I.M. Jansen, Een nieuw Europees Toezichttraamwerk, *FR* 2010, p. 17-23, Commission Staff Working Document accompanying document to the Proposal for the ESA Regulations and ESRB Regulations, impact assessment, 23 september 2009, SEC (2009) 1234, C.M. Grundmann-van de Krol, 'Een nieuw Europees toezichtkader', *Ondernemingsrecht* 2010, p. 618-624, N. Moloney, 'EU Financial market regulation after the global financial crisis: "More Europe" or more risks?', *CML Rev.* 2010, p. 1317-1387, A.T. Ottow, 'Europeanisering van het markttoezicht', *SEW* 2011, p. 3-17, N. Kost de Sevres en L. Sasso, The new European financial markets legal framework: a real improvement? An analysis of financial law and governance in European capital markets from a micro- and macro-economic perspective, *Capital Markets Law Journal* 2012, p. 30-54 en A. Lefterov, 'How Feasible Is the Proposal for Establishing a New European System of Financial Supervisors', *Legal Issues of Economic Integration* 2011, p. 52. N. Moloney, The European Securities and Markets Authority and Institution Design for the EU Financial Market- A Tale of Two Competences, *European Business Organization Law Review*, p. 41-86 en 177-225.

¹¹⁰ ESA Verordening, preambule 1.

¹¹¹ ESA Verordening, preambule 1.

¹¹² De Larosière Rapport, p. 74.

¹¹³ De Larosière Rapport, p. 40.

¹¹⁴ Zie ESA Verordening, preambule 2 en uitvoerig E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 233-237. Een voorbeeld van een oproep tot het instellen van een ESMAachtige autoriteit vanuit de wetenschap is Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03.

¹¹⁵ Alleen de EBA Verordening is inmiddels enigszins afwijkend. Reden hiervoor is de overdracht van toezichtsbevoegdheden van de nationale toezichthouders naar de ECB. De lidstaten die niet deelnemen aan de Euro waren bang in de EBA overstemd te worden door de toezichthouders uit de Euro landen onder aanvoering van de ECB. Zij wilden verzekeren dat EBA hun belangen voldoende in acht zou nemen. Daarom is de EBA Verordening gelijk met de invoering van het toezicht door de ECB aangepast. Dit is gebeurd

hierna generiek worden besproken en dat wat geldt voor één ESA, tenzij anders vermeld ook geldt voor de andere ESAs. De ESAs onderscheiden zich slechts door hun taakgebied, waarover meer in paragraaf 2.4.

2.3. Doelstellingen van de ESAs

De doelstellingen van de ESAs zijn in hun oprichtingsverordeningen als volgt neergelegd:¹¹⁶

“De doelstelling van de Autoriteiten is de collectieve belangen te beschermen door bij te dragen tot de stabiliteit en doeltreffendheid van het financiële stelsel op de korte, middellange en lange termijn, in het belang van de economie, de burgers en het bedrijfsleven van de Unie. De Autoriteiten dragen bij tot:

- a) de verbetering van de werking van de interne markt, daaronder met name begrepen een solide, effectief en consistent niveau van regulering en toezicht,*
- b) het verzekeren van de integriteit, transparantie, efficiëntie en ordelijke werking van de financiële markten,*
- c) de versterking van de internationale coördinatie van het toezicht,*
- d) het voorkomen van reguleringsarbitrage en het bevorderen van gelijke concurrentievoorwaarden,*
- e) het waarborgen van behoorlijke regulering en toezicht met betrekking tot het aangaan van kredietrisico's en andere risico's, en*
- f) een betere consumentenbescherming.”*

De ESAs moeten bij het vervullen van hun taken bijzondere aandacht besteden aan systeemrelevante instellingen en onafhankelijk, objectief en uitsluitend in het belang van de Europese Unie handelen.¹¹⁷

2.4. Taakgebied van de ESAs

De ESAs onderscheiden zich van elkaar door hun taakgebied. Het taakgebied is afgebakend in de ESA Verordeningen. In de ESA Verordeningen staat met betrekking tot welke sectorale regelgeving de ESAs hun bevoegdheden uitoefenen.¹¹⁸ Zo houdt de European Banking Authority (EBA) zich bezig met onder meer de CRR en CRD IV (en alle hierop gebaseerde lagere regelgeving), de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) met Solvency II, IORP en IDD en de European Securities and Markets Authority ESMA met de MiFID, UCITS, AIFM, EMIR, Prospectus en Marktmissbruik regelgeving. Deze regelgeving wordt hierna de relevante regelgeving genoemd. Daarnaast hebben de ESAs algemene coördinerende bevoegdheden ten aanzien van regelgeving die niet specifiek hun aandachtsgebied betreft, maar wel relevant kan zijn voor de sector, zoals voor ESMA bijvoorbeeld voor corporate governance en accountancy vanwege het belang van deze onderwerpen voor de effectenhandel.¹¹⁹

Uit het taakgebied van de ESAs volgt automatisch welke partijen, behalve de lidstaten, met de ESAs te maken kunnen krijgen. EBA en EIOPA voeren de hierna te bespreken bevoegdheden uit ten aanzien van financiële instellingen.¹²⁰ Kort gezegd gaat het hier om eenieder op wie de relevante wetgeving

in Verordening (EU) Nr. 1022/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 22 oktober 2013 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit) waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen krachtens Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad.

¹¹⁶ ESA Verordeningen, art. 1 lid 5.

¹¹⁷ ESA Verordening, art. 1 lid 5 laatste alinea's.

¹¹⁸ ESA Verordeningen, art. 1 lid 1.

¹¹⁹ ESA Verordeningen, art. 1 lid 2.

¹²⁰ Zie nader EBA en EIOPA Verordening, art. 4.

van toepassing is, dus onder meer kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, financiële conglomeraten, (her)verzekeraars, verzekeringsbemiddelaars en instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening. ESMA voert haar bevoegdheden uit ten aanzien van “financiële marktdeelnemers”.¹²¹ Dit zijn onder meer gereguleerde markten (beurzen), beleggingsondernemingen, beheerders van beleggingsinstellingen, CRAs en uitgevende instellingen, maar ook alle gewone beleggers, aangezien deze onderworpen zijn aan onder meer de marktmisbruik bepalingen en EMIR.

2.5. Niet dwingende bevoegdheden

De ESAs hebben diverse “zachte” bevoegdheden. Uitoefening van deze bevoegdheden door de ESAs leidt niet tot juridisch afdwingbare rechten en verplichtingen, maar het gaat wel degelijk om belangrijke instrumenten van de ESAs. Net als bij de eerder behandelde richtsnoeren gaat het om bevoegdheden waarvan in de praktijk een significante dwingende werking kan uitgaan.

Wymeersch onderscheidt drie soorten zachte bevoegdheden.¹²² Bevoegdheden die zijn gericht op (i) “supervisory coordination, convergence and efficiency”,(ii) “systemic surveillance and financial stability” en (iii) de “policy support function”. In het kader van dit onderzoek is het echter zinvoller onderscheid te maken tussen (i) bevoegdheden die zijn gericht op het maken van beleid, van toezichthouders of wetgevers en (ii) bevoegdheden die erop zijn gericht het handelen van de toezichthouders in concrete gevallen te beïnvloeden. De eerst soort bevoegdheden is meer regelgevend van aard. Hiermee wordt bedoeld dat de ESAs regels proberen op te stellen waarin de toezichthouders zich in de toekomst bij het toezicht dienen te houden. Bij de tweede soort bevoegdheden gaat om het uitoefenen van tweedelijns toezicht. Hiermee wordt bedoeld, dat de ESAs nationale toezichthouders proberen te begeleiden bij het toezicht in concrete gevallen, maar zonder hier dwingende beslissingen te kunnen nemen.

2.5.1. Het maken van toezichtbeleid

De ESAs hebben de volgende taken die onder de eerste soort vallen, quasi-regelgevende taken dus:

- De ESAs bevorderen het ontstaan van een Europese supervisory culture.¹²³
- De ESAs doen *peer review* analyses, waarbij de toezichthouders met elkaar vergeleken worden en best practices worden geïdentificeerd.¹²⁴
- De ESAs geven opinies aan het Europees Parlement, de Raad of de Commissie over alle onderwerpen die de ESAs aangaan.¹²⁵
- De ESAs ontwikkelen methodes om het effect van financiële producten op financiële marktdeelnemers en consumenten te analyseren.¹²⁶
- De ESAs onderhouden relaties met de toezichthouders van niet derde landen.¹²⁷

¹²¹ Zie nader ESMA Verordening, art. 4.

¹²² E. Wymeersch, ‘The European Financial Supervisory Authorities or ESAs’ in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 276 en 286.

¹²³ ESA Verordening art. 29.

¹²⁴ ESA Verordening, art. 30.

¹²⁵ ESA Verordening, art. 34.

¹²⁶ ESA Verordening, art. 9.

¹²⁷ ESA Verordening, art. 34.

2.5.2. De coördinatie van het handelen van nationale toezichthouders in concrete gevallen

Daarnaast ondernemen de ESAs acties om het handelen van de nationale toezichthouders in concrete gevallen te beïnvloeden of te coördineren. Het gaat onder meer om de volgende taken en bevoegdheden:

- De ESAs stimuleren en faciliteren de delegatie van bevoegdheden tussen nationale toezichthouders.¹²⁸
- De ESAs monitoren en beoordelen *market developments*.¹²⁹
- De ESAs ondersteunen colleges van toezichthouders. Hiertoe verzamelen en delen de ESAs informatie en coördineren zij stresstesten.¹³⁰
- De ESAs coördineren de handelingen van nationale toezichthouders, in het bijzonder wanneer sprake is van bijzondere ontwikkelingen die de ordelijke functionering en integriteit van de financiële markten kunnen bedreigen.¹³¹
- De ESAs monitoren het ontstaan van systeemrisico's en coördineren dat maatregelen worden genomen om realisering van deze risico's te voorkomen.¹³²

2.6. Toezicht door de ESAs, dwingende bevoegdheden

2.6.1. Inleiding

De ESA hebben een aantal toezichthoudende bevoegdheden.¹³³ Hiermee wijken de ESAs significant af van hun voorgangers CEBS, CESR en CEIOPS die deze toezichthoudende bevoegdheden niet hadden.¹³⁴ Daarbij kunnen de ESAs zowel voor nationale toezichthouders als voor financiële ondernemingen en marktdeelnemers bindende besluiten nemen. Het gaat hier om de volgende vijf bevoegdheden:

- (i) de bevoegdheid bepaalde financiële activiteiten tijdelijk te verbieden of te beperken conform artikel 9 lid 5 (van de ESA Verordening);
- (ii) de bevoegdheid tot het nemen van noodmaatregelen conform artikel 18;
- (iii) de bevoegdheid tot correctie van onjuiste toepassing van Europees recht conform artikel 17;
- (iv) de bevoegdheid tot het beslechten van geschillen tussen nationale toezichthouders conform artikel 19 (hierna: de Geschillenprocedure);
- (v) de bevoegdheid informatie over financiële ondernemingen rechtstreeks bij deze financiële ondernemingen op te vragen conform artikel 35.

Deze bevoegdheden licht ik hierna toe. Zoals hierna zal blijken, blijft het dagelijks toezicht bij de lidstaten berusten.¹³⁵ Alleen in exceptionele omstandigheden reiken de ESAs over de lidstaten heen rechtstreeks naar financiële ondernemingen.¹³⁶

¹²⁸ ESA Verordening, art. 8 lid 1 sub c en art. 28.

¹²⁹ ESA Verordening, art. 8 lid 1 sub f en g en art. 32.

¹³⁰ ESA Verordening, art. 21.

¹³¹ ESA Verordening, art. 31.

¹³² ESA Verordening, art. 22, 23, 24 en 25.

¹³³ Ik doel hiermee op de activiteiten die voldoen aan de definitie van toezicht zoals toegelicht in paragraaf 1.2.

¹³⁴ R. M. Lastra, The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe, *Columbia Journal of European Law* 2003, p. 59, waar wordt toegelicht dat deze voorgangers wel coördineerden maar geen toezicht hielden.

¹³⁵ E.J. Pan, Challenge of International Cooperation and Institutional Design in Financial Supervision: Beyond Transgovernmental Networks, *Chicago Journal of International Law* 2010, p. 279 en G. A. Ferrarini and F. Chiodini, Nationally Fragmented Supervision Over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A Critical Analysis of Recent EU Reforms, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, OUP 2012, p. 198.

¹³⁶ A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 11.

2.6.2. Beperken of verbieden van gevaarlijke financiële activiteiten

Ingevolge artikel 9 lid 5 kan de ESA financiële activiteiten tijdelijk verbieden of beperken. Dit biedt de ESA dus de mogelijkheid bepaald gedrag dat voorheen was toegestaan tijdelijk te verbieden of te beperken. Hiermee wijkt deze bevoegdheid af van de hierna te bespreken bevoegdheden die uitsluitend zien op het beter doen naleven van reeds bestaande regelgeving. Vereist is dat aan twee voorwaarden is voldaan.

Ten eerste dienen deze financiële activiteiten een “bedreiging te vormen voor het ordelijk functioneren en de integriteit van de financiële markten of de stabiliteit van het gehele financiële systeem van de Unie of een deel ervan”.

Ten tweede dient hetzij sprake te zijn van een noodtoestand zoals gedefinieerd in het hierna in paragraaf 2.6.3 te bespreken artikel 18, hetzij dient in de relevante wetgeving de gevallen en voorwaarden voor uitoefening te zijn gespecificeerd. In dat laatste geval behelst artikel 9 dus een kapstokbevoegdheid. Deze kapstokbevoegdheid is inmiddels in een aantal regelingen geactiveerd waarover meer in hoofdstuk 4 en 5. Een besluit op grond van artikel 9 lid 5 verstrijkt automatisch na drie maanden, tenzij eerder verlengd.

2.6.3. Bevoegdheid tot het nemen van noodmaatregelen

Artikel 18 betreft een situatie die ik aanduid als een “financiële noodtoestand”, namelijk een situatie van “ongunstige ontwikkelingen die de ordelijke werking en de integriteit van de financiële markten of de stabiliteit van het financiële stelsel in de Europese Unie geheel of gedeeltelijk ernstig in gevaar kunnen brengen”. Artikel 18 kent drie stappen.

Uitroepen financiële noodtoestand

De financiële noodtoestand kan worden uitgeroepen door de Raad (van de Europese Unie) -dat betekent de verzamelde ministers van financiën van de 28 lidstaten- en uitsluitend na ontvangst van een verzoek hiertoe van een ESA, de Commissie of de European Systemic Risk Board. Door de financiële noodtoestand uit te roepen verleent de Raad één of verscheidene specifieke ESAs extra bevoegdheden. De financiële noodtoestand -en daarmee de toekenning van extra bevoegdheden- duurt in beginsel een maand, tenzij de Raad deze periode verlengt of eerder beëindigt.

ESA instrueert nationale toezichthouders

Gedurende de financiële noodtoestand kan de ESA specifieke nationale toezichthouders dwingend instrueren om op grond van de relevante wetgeving maatregelen te nemen om de ongunstige ontwikkelingen aan te pakken door te verzekeren dat financiële ondernemingen en de nationale toezichthouders aan de relevante wetgeving voldoen. Hoewel dit er niet expliciet staat, dient naar mijn oordeel ook elke specifieke maatregel noodzakelijk te zijn om het hoofd te bieden aan de ongunstige ontwikkelingen.¹³⁷ Dit volgt naar mijn mening tevens uit het subsidiariteitsbeginsel, wat inhoudt dat Europees optreden alleen gerechtvaardigd is, als nationaal optreden onvoldoende soelaas biedt. De ESA krijgt dus ook na het uitroepen van de financiële noodtoestand geen *carte blanche*.

¹³⁷ In zelfde zin E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 147.

ESA instrueert de financiële onderneming

De ESA stelt een termijn vast waarbinnen de nationale toezichthouders aan de instructies moeten voldoen. Indien een nationale toezichthouder na het verstrijken van deze termijn het Europese recht niet of kennelijk onjuist toepast, kan de ESA een direct tot een financiële onderneming gericht besluit nemen. Uitoefening van deze bevoegdheid dient noodzakelijk te zijn om de niet-naleving van de relevante wetgeving te verhelpen teneinde de ordelijke werking en de integriteit van de financiële markten of de stabiliteit van het geheel of van een deel van het financiële systeem in de Europese Unie te herstellen. De reikwijdte van deze bevoegdheid is beperkt, doordat de ESA jegens financiële ondernemingen uitsluitend direct werkende relevante wetgeving kan afdwingen. Dit zijn verordeningen. Richtlijnen zijn niet direct werkend en aanbevelingen of guidelines zijn noch direct werkend noch bindend. Met de opname van meer regels in verordeningen in plaats van richtlijnen wordt de werkingssfeer van deze bepalingen dus groter. Een besluit van een ESA heeft voorrang op eerdere besluiten van de nationale toezichthouder, die de financiële onderneming dan dus moet negeren.

Het is moeilijk in te zien hoe artikel 18 tot toepassing zal komen. Artikel 18 stelt immers als voorwaarde dat een doortastender afdwinging van het Europese recht ertoe bijdraagt de ongunstige ontwikkelingen op de financiële markten het hoofd te bieden. Problematisch echter aan ongunstige ontwikkelingen op de financiële markten (systeemcrises) is, dat deze doorgaans niet aan normovertredend gedrag van een individuele financiële onderneming of nationale toezichthouder zijn te wijten. Zo viel de kredietcrisis niet te wijten aan specifieke financiële ondernemingen die de financiële toezichtsregels overtraden, laat staan dat deze had kunnen worden voorkomen of beheerst door deze normen gedurende de kredietcrisis alsnog stringent te handhaven. Een systeemcrisis lijkt wat dat betreft op een file; niet één automobilist overtreedt de verkeersnormen, maar desalniettemin staat iedereen stil. Het stringenter handhaven van de reguliere (financiële) verkeersregels helpt dan ook niet om de file (een systeemcrisis) op te lossen. De gevolgen van een eenmaal opgetreden systeemcrisis kunnen mogelijk wel worden gemitigeerd door doortastender optreden tegen financiële ondernemingen die in financiële moeilijkheden verkeren. Indien een financiële onderneming door (of tijdens) een systeemcrisis te kampen krijgt met liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen, heeft het financiële stelsel als geheel er baat bij dat snel een oplossing wordt gevonden voor de desbetreffende financiële onderneming om aldus besmetting van andere financiële ondernemingen te voorkomen. In de praktijk zal dus niet snel worden voldaan aan de voorwaarden voor toepassing van artikel 18. Daarbij komt dat er ook grote huiver zal bestaan bij de Raad om de financiële noodtoestand uit te roepen vanwege het onrustbarende signaal wat daarvan uitgaat dat mogelijk tot extra paniek op de financiële markten zal leiden.

2.6.4. Correctie van onjuiste toepassing van Europese recht

Artikel 17 geeft de ESAs handvatten om ook buiten de financiële noodtoestand inbreuken op Europees recht te bestrijden.¹³⁸ Ook hier is weer een escalatieladder.

Onderzoek door ESA

De ESA kan op eigen initiatief, maar ook op verzoek van andere nationale toezichthouders, het Europees Parlement, de Raad, de Commissie, of de Stakeholdergroep,¹³⁹ onderzoek doen naar situaties

¹³⁸ EBA en ESMA hebben voor zichzelf regels opgesteld waarin de werkwijze bij art. 17 onderzoeken nader zijn uitgewerkt. EBA, Decision of the European Banking Authority adopting Rules of Procedure for Investigation of Breach of Union Law, 23 december 2016, EBA/DC/2016/174 en ESMA Decision of the Board of Supervisors, Breach of Union law investigations, 9 juli 2014, ESMA 2012/BS/87rev.

waarin een nationale toezichthouder de relevante wetgeving niet heeft toegepast of heeft toegepast op een wijze die in strijd is met het Europese recht, met name door niet te verzekeren dat een financiële onderneming de in de relevante wetgeving opgenomen eisen vervult. De ESA informeert de nationale toezichthouder over de aanvang van een onderzoek.

Aanbeveling van de ESA aan de nationale toezichthouder

Na aanvang van het onderzoek heeft de ESA twee maanden om de nationale toezichthouder een aanbeveling te doen om de geconstateerde inbreuk te beëindigen. De nationale toezichthouder moet vervolgens binnen tien werkdagen de ESA informeren over de stappen die hij heeft genomen of zal nemen ter uitvoering van de aanbeveling.

Formeel advies van de Commissie aan de nationale toezichthouder

Leidt deze gang van zaken niet tot een bevredigend resultaat, dan kan na verloop van een maand naar de Commissie worden geëscaleerd. De Commissie kan een formeel advies uitbrengen op grond waarvan de nationale toezichthouder de noodzakelijke maatregelen dient te nemen om het Europese recht na te leven. Hiervoor staat een termijn van drie maanden, die de Commissie eenmaal met een maand kan verlengen. De nationale toezichthouder moet de Commissie binnen tien dagen na ontvangst van het advies melden hoe zij hieraan opvolging heeft gegeven.

Leidt ook de betrokkenheid van de Commissie niet tot het gewenste effect, dan kan de procedure van artikel 258 van het VWEU worden gevolgd. Dit is de gangbare inbreukprocedure waarbij de Commissie lidstaten voor het Hof kan dagen voor om het even welke overtreding van het Europese recht.

ESA instrueert financiële onderneming of financiële marktdeelnemer

De ESA hoeft echter niet de afloop van een eventuele artikel 258 VWEU procedure af te wachten. De ESA kan een voor de desbetreffende financiële onderneming (of financiële marktdeelnemer) rechtstreeks bindend besluit nemen en daarmee de nationale toezichthouder passeren. Dit besluit moet overeenkomstig het formele advies van de Commissie luiden en kan zowel een instructie tot een doen als tot een laten inhouden. Uitoefening van deze bevoegdheid dient noodzakelijk te zijn om de niet-naleving van het Europese recht tijdig te verhelpen om neutrale concurrentievoorwaarden op de markt te behouden of te herstellen of de ordelijke werking en de integriteit van het financiële stelsel te verzekeren. Net als tijdens de financiële noodtoestand is de reikwijdte beperkt tot de afdwinging van direct werkende relevante wetgeving en wederom hebben dergelijke besluiten voorrang op eerder besluiten van nationale toezichthouders over dezelfde kwestie.

Inmiddels heeft EBA deze bevoegdheid eenmaal gebruikt.¹⁴⁰ De Bulgaarse toezichthouder had uitbetaling van de deposito's aan de klanten van twee banken (de Corporate Commercial Bank AD (KTB) and Commercial Bank Victoria EAD (VCB)) voor drie maanden opgeschort, maar zonder het depositogarantiestelsel te activeren.¹⁴¹ Volgens EBA handelde de Bulgaarse toezichthouder hiermee in strijd met de Depositogarantiestelselrichtlijn. Als een deposito niet beschikbaar is, dan verplicht deze richtlijn de toezichthouder het depositogarantiestelsel te activeren. Volgens EBA had de Bulgaarse toezichthouder geen discretionaire marge dit achterwege te laten. EBA heeft de Bulgaarse

¹³⁹ Dit is een klankbord voor de ESAs dat bestaat uit experts uit de academische wereld, de financiële wereld, consumentenorganisaties, werknemers van financiële bedrijven en uit de MKB wereld. Zie nader de ESA Verordening, art. 37.

¹⁴⁰ Commissie Consultation on the Operations of the European Supervisory Authorities, 21 maart 2017, p. 10.

¹⁴¹ EBA, Recommendation to the Bulgarian National Bank and Bulgarian Deposit Insurance Fund on action necessary to comply with Directive 94/19/EC, 17 oktober 2014, EBA/REC/2014/02.

toezichthouder daarom aanbevolen hetzij de deposito's alsnog onmiddellijk beschikbaar te maken -de opschorting dus op te heffen-, hetzij het depositogarantiestelsel te activeren. De Bulgaarse toezichthouder heeft aangegeven deze aanbeveling naast zich neer te leggen, omdat kort gezegd het nationale recht de Bulgaarse toezichthouder het niet toestaat het depositogarantiestelsel te activeren voordat de bankvergunning is ingetrokken.¹⁴² De Bulgaarse toezichthouder gaf in essentie dus aan klem te zitten tussen het nationale recht en de visie van EBA op het Europese recht. Hierop heeft EBA de volgende stap genomen in de inbreukprocedure door de Europese Commissie te verzoeken een formeel advies uit te brengen met de strekking dat de Bulgaarse toezichthouder het Europese recht overtreedt.¹⁴³ Waarschijnlijk zal de Bulgaarse toezichthouder, mogelijk in samenwerking met de Bulgaarse wetgever, een mogelijkheid hebben gevonden aan het advies van EBA te voldoen, want er zijn voor zover mij bekend geen verdere stappen genomen.

2.6.5. Geschillenbeslechting tussen toezichthouders (de Geschillenprocedure)

Artikel 19 regelt de bevoegdheid van de ESAs in geval van geschillen van mening tussen nationale toezichthouders van verschillende lidstaten (de Geschillenprocedure).¹⁴⁴ Het gaat net als bij artikel 9 om een kapstokbevoegdheid die de ESA alleen kan gebruiken in specifieke in de relevante wetgeving bepaalde situaties. In eerste instantie ging het met name om mogelijke afwijzingen van verzoeken van de host-state tot informatie-uitwisseling of verzoeken om samen met de home-state onderzoek te doen.¹⁴⁵ Er worden inmiddels steeds meer inhoudelijke geschillen van mening tussen toezichthouders onder de vigeur van artikel 19 gebracht, waarover meer in hoofdstuk 4 en 5.

De Geschillenprocedure kent een aantal stadia.

Verzoeningsfase

De Geschillenprocedure vangt aan met een verzoeningsfase, waarin de ESA bemiddelt.

ESA instrueert lidstaat

Mocht na de vooraf voor deze verzoeningsfase vastgestelde termijn geen overeenstemming tussen de nationale toezichthouders zijn bereikt, dan kan de ESA een besluit nemen dat de nationale toezichthouders bindt. Belangrijk is om op te merken dat zo'n besluit om een nationale toezichthouder tot de orde te roepen in beginsel wordt genomen door de Board of Supervisors met gewone meerderheid, maar dat indien het een besluit van de consoliderend toezichthouder betreft dit besluit van de ESA kan worden geblokkeerd door een blokkerende minderheid waarbij rekening wordt gehouden met de omvang van de lidstaten.¹⁴⁶ Met andere woorden: een consoliderend toezichthouder kan alleen door een ESA worden 'overruled', als er niet eens een blokkerende minderheid in de Board of Supervisors aanwezig is die de consoliderende toezichthouder steunt. Volgt de desbetreffende nationale toezichthouder het besluit van de ESA niet op, dan kan de Commissie de artikel 258 VWEU

¹⁴² Zie de brief van Bulgaarse Nationale Bank van 21 oktober 2014 en van het Bulgaarse depositogarantiestelsel van 24 oktober 2014.

¹⁴³ EBA, brief aan de Europese Commissie inzake EBA Recommendation to Bulgarian authorities on actions necessary to comply with Directive 94/19/EC - Compliance, 27 oktober 2014.

¹⁴⁴ EBA, ESMA en EIOPA hebben voor zichzelf regels opgesteld waarin de werkwijze bij art. 19 geschillenbeslechting nader is uitgewerkt. EBA, Decision of the European Banking Authority adopting the Rules of Procedure for the settlement of disagreements between competent authorities, 20 februari 2014, ESMA Decision of the Board of Supervisors, Rules of procedure of the Mediation Panel, 19 juni 2012, ESMA 2012/BS/86 en Decision of the Board of Supervisors concerning the Rules of procedure of the Mediation Panel pursuant to Article 41 of Regulation (EU) No 1094/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), 14 juni 2012, EIOPABoS12032.

¹⁴⁵ In Omnibus I is een aantal situaties benoemd.

¹⁴⁶ ESA Verordening, art. 44 en R.J. de Doelder en I.M. Jansen, Een nieuw Europees Toezichtraamwerk, *FR* 2010, p. 22.

procedure of een lidstaat -voor de hand ligt dat dit dan de lidstaat is van de nationale toezichthouder die bij het geschil betrokken was- de artikel 259 VWEU procedure opstarten.

ESA instrueert financiële onderneming of financiële marktdeelnemer

De ESA hoeft de uitkomst van de eventuele artikel 258 of 259 VWEU procedure niet altijd af te wachten. Indien het verzuim van de nationale toezichthouder om het besluit van de ESA op te volgen tot gevolg heeft dat een marktdeelnemer niet voldoet aan direct werkende relevante wetgeving, kan de ESA de nationale toezichthouder passeren en zich direct tot financiële ondernemingen of marktdeelnemers richten. Voldoende hiervoor is dat de nationale toezichthouder niet binnen de hiervoor vastgestelde termijn handelt conform het besluit van de ESA. De ESA Verordening stelt bij de Geschillenprocedure anders dan bij artikelen 9, 17 of 18, niet de eis dat de neutrale marktcondities of de ordelijke functionering en integriteit van de markten op het spel staan.

Wymeersch meent dat de Geschillenprocedure in bepaalde gevallen alleen kan worden gehanteerd, indien beide lidstaten hiermee instemmen.¹⁴⁷ Hij leidt dit af uit de tekst van de desbetreffende sectorale richtlijn waarin de Geschillenprocedure wordt geactiveerd. Als één van beide lidstaten dit weigert, zou de ESA niets kunnen doen en zou een andere oplossing moeten worden gevonden. Ik lees dit niet zo en heb nergens andere bronnen gevonden die deze lezing bevestigen.

2.6.6. Inwinnen van informatie bij financiële ondernemingen

De ESAs hebben het recht informatie op te vragen.¹⁴⁸ In eerste instantie moeten de ESAs dit doen bij de nationale toezichthouders. Alleen als de nationale toezichthouders hier onvoldoende opvolging aan geven of deze informatie niet hebben, mogen de ESAs de benodigde informatie bij individuele financiële ondernemingen opvragen.

2.6.7. Geen inbreuk op budgettaire verantwoordelijkheden van lidstaten

De maatregelen van de ESAs mogen geen inbreuk maken op de budgettaire verantwoordelijkheden van lidstaten.¹⁴⁹ In het bijzonder bij crisissituaties bestaat dit risico. Dan kan er immers druk op een lidstaat ontstaan om een financiële onderneming te redden. Daarom is in de ESA Verordening aan lidstaten de mogelijkheid geboden bezwaar te maken tegen maatregelen ingevolge artikel 18 (noodsituaties) of de ESA Geschillenprocedure die afbreuk doen aan de budgettaire verantwoordelijkheden van deze lidstaat.¹⁵⁰ De lidstaat meldt dit dan gemotiveerd aan de desbetreffende ESA. De ESA kan dan het besluit terugtrekken of escaleren naar de Raad. De Raad beslist uiteindelijk of de maatregel van de ESA gehandhaafd blijft. Het werd passend geacht de Raad deze rol toe te wijzen gezien de bijzondere -lees budgettaire- verantwoordelijkheden die de lidstaten in dat verband bezitten.¹⁵¹

Het probleem dat hier naar voren komt is, dat (lid)staten best bereid zijn om samen te werken, maar niet bereid zijn om supranationale instellingen ook de bevoegdheid te geven de 'pijn' van het financiële toezicht te verdelen. Dit laatste is vaak een brug te ver.¹⁵²

¹⁴⁷ Dit valt volgens E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 474 uit de tekst van deze bepaling op te maken. Er staat: "kunnen de autoriteiten in kwestie de zaak voorleggen een ESMA". Naar mijn oordeel wordt meervoud gebruikt, omdat ook de toezichthouders uit één lidstaat constant in meervoud worden aangeduid.

¹⁴⁸ ESA Verordening, art. 35.

¹⁴⁹ ESA Verordening, preambule 5.

¹⁵⁰ ESA Verordening, art. 38 en preambule 50.

¹⁵¹ ESA Verordening, preambule 50.

¹⁵² P.H. Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, *Harvard International Law Journal* 2011, p. 61.

2.6.8. De discretionaire marge van de ESAs

Zowel de nationale toezichthouders als de ESAs kunnen besluiten nemen in concrete gevallen. In het stelsel van de ESA Verordeningen berust de discretionaire marge bij het nemen van deze besluiten in beginsel bij de nationale toezichthouders.¹⁵³ Ingrijpen van een ESA dat louter beoogt de nationale toezichthouder tot een andere invulling van de discretionaire marge te brengen, terwijl deze nationale toezichthouder niet in strijd met Europese recht handelt, is behalve in de hierna te bespreken uitzonderingssituaties niet toegestaan. Ik licht dit per bevoegdheid toe.

Artikel 17 procedure

De artikel 17 procedure biedt de ESAs uitsluitend de bevoegdheid in te grijpen, indien de nationale toezichthouder het recht niet of onjuist heeft toegepast. In de preambule wordt benadrukt, dat de artikel 17 procedure slechts van toepassing kan zijn op gebieden waar het Europese recht duidelijke en onvoorwaardelijke verplichtingen vaststelt.¹⁵⁴ In de enige procedure waarin EBA deze bevoegdheid tot dusverre heeft gebruikt overweegt EBA dit ook.¹⁵⁵ Ook de ESA Board of Appeal heeft overwogen dat als nationale toezichthouders een discretionaire bevoegdheid hebben ingevolge een sectorale richtlijn, EBA de uitoefening van deze bevoegdheid niet toetst.¹⁵⁶

Geschillenprocedure

Ten aanzien van de Geschillenprocedure wordt in de preambules zelfs expliciet overwogen, dat indien de toepasselijke Europese regelgeving de nationale toezichthouders discretionaire bevoegdheden verleent, de door de ESAs genomen besluiten geen beletsel mogen vormen voor de uitoefening hiervan.¹⁵⁷

Gevaarlijke financiële producten of activiteiten en financiële noodtoestand

De verdeling van de discretionaire marge bij de noodprocedure en bij het verbieden van gevaarlijke financiële producten vereist een nadere beschouwing. Hier dient enerzijds de tekst van deze bepalingen in beschouwing te worden genomen en anderzijds het arrest van het Hof inzake de Short Selling Verordening.¹⁵⁸

Gaat het om de kapstokbevoegdheid van artikel 9 om gevaarlijke financiële producten te verbieden buiten een noodsituatie, dan geldt dat deze in de desbetreffende sectorale regelgeving moet worden ingekaderd. In essentie komt het dan erop neer dat de discretionaire marge noch bij de ESA noch bij de nationale toezichthouder berust, maar dat de Europese wetgever deze volledig heeft ingevuld. Dit blijkt uit de evaluatie van het Hof van de bevoegdheid om short selling transacties tijdelijk te verbieden (zie over deze bevoegdheden nader paragraaf 5.5.4). Het Hof kwam tot de volgende conclusie:¹⁵⁹

¹⁵³ Zie voor de definitie van discretionaire bevoegdheid of beoordelingsmarge nader paragraaf 1.2.2.

¹⁵⁴ ESA Verordening, preambule 27.

¹⁵⁵ EBA, Recommendation to the Bulgarian National Bank and Bulgarian Deposit Insurance Fund on action necessary to comply with Directive 94/19/EC, 17 oktober 2014, EBA/REC/2014/, punt 18.

¹⁵⁶ Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 14 juli 2014, BoA 2014-C1-02 (*SV Capital OU/EBA II*), JOR 2015/40, m. nt. E.J. van Praag, rov. 39. EBA verwees hierbij naar GvEA 12 februari 2008, T-289/03 (*British United Provident Association Ltd (BUPA)/Commissie*) rov. 103.

¹⁵⁷ ESA Verordening, preambule 32. Zie in zelfde zin Omnibus II, preambule 21 en 22.

¹⁵⁸ HvJEU 22 januari 2014, C-270/12 (*Verenigd Koninkrijk/Parlement en Raad*). Zie voor een bespreking van dit arrest M.P.M. van Rijsbergen en M. Scholten, Zaak C-270/12 (ESMA-short selling) als opvolger van de Meroni- en Romano-nondelegatiedoctrine, *NtEr* 2014, p. 82-88 en V.S.G. Babis, The Power to Ban Short-Selling and Financial Stability: The Beginning of a New Era for EU Agencies, *The Cambridge Law Journal* 2014, p. 266-270.

¹⁵⁹ HvJEU 22 januari 2014, C-270/12 (*Verenigd Koninkrijk/Parlement en Raad*), rov. 53 en 54.

“Gelet op al deze overwegingen zijn de bevoegdheden waarover ESMA krachtens artikel 28 van verordening nr. 236/2012 beschikt, nauwkeurig omkaderd en kunnen zij door de rechter worden getoetst aan de door het delegerende gezag vastgelegde doelstellingen. Deze bevoegdheden voldoen dus aan de vereisten van het arrest Meroni/Hoge Autoriteit.

Anders dan verzoeker stelt, impliceren deze bevoegdheden dus niet dat ESMA een met het VEU strijdige „ruime discretionaire bevoegdheid” heeft in de zin van dat arrest.”

Dit arrest betekent dat de wetgever de kapstokbevoegdheid van artikel 9 in het gevolg steeds gedetailleerd zal moeten inkleden, wat de ESAs zich ook realiseren.¹⁶⁰ Anders dan bijvoorbeeld Babis meen ik niet niet dat de Meroni-doctrine in feite buiten werking is gesteld.¹⁶¹ Essentieel aan de Meroni-doctrine is dat een agentschap geen eigen discretionaire marge mag hebben. Het Hof komt in de Short Selling zaak feitelijk tot de conclusie dat deze discretionaire marge ontbreekt, omdat exact is omschreven wat ESMA mag doen.

Naar mijn oordeel beoogt de ESA Verordening bij de noodprocedure conform artikel 18 lid 3 de discretionaire bevoegdheid bij de ESAs te leggen. Dit volgt zowel uit de formulering van deze bepaling, als uit de preambule¹⁶² waarin wordt overwogen dat een ESA de nationale toezichthouders moet kunnen verplichten tot het nemen van *bepaalde* maatregelen. Dit is weer echter niet het geval, indien de ESA zich tijdens de financiële noodtoestand rechtstreeks tot een financiële onderneming wil richten conform artikel 18 lid 4. Deze bevoegdheid kan alleen worden toegepast, indien een nationale toezichthouder het recht *niet* toepast of op een manier die een *kennelijke* schending van het Europese recht inhoudt. Naar mijn oordeel beoogt de ESA Verordening ook bij de bevoegdheid tot het verbieden van gevaarlijke financiële producten in noodsituaties de discretionaire bevoegdheid bij de ESA te leggen. Er is immers geen nadere inperking van deze bevoegdheid in de ESA Verordening gegeven. Bovendien valt vooraf niet te beoordelen wat deze noodmaatregelen zullen behelzen en welke producten of activiteiten zullen worden getroffen en hoe. De oorzaak en uiting van een systeemcrisis is immers onvoorspelbaar.

Men kan zich afvragen of het Europese recht toestaat, dat de discretionaire marge in noodsituaties in grote mate aan de ESAs wordt toebedeeld.¹⁶³ In 1958 oordeelde het Hof in de zaak Meroni dat delegatie van een discretionaire bevoegdheid welke een grote vrijheid van waardering veronderstelt en waarvan de uitoefening zelfs kan resulteren in het voeren van een waar economisch beleid, niet is toegestaan.¹⁶⁴ Het Verenigd Koninkrijk heeft in de Short Selling zaak van 2014 een beroep op dit arrest gedaan. Dit beroep is slechts verworpen, omdat in het concrete geval van de Short Selling Verordening de bevoegdheid van ESMA voldoende was ingekaderd (zie hierboven).

¹⁶⁰ Zie EBA Technical advice on possible delegated acts on criteria and factors for intervention powers concerning structured deposits under Articles 41 and 42 of Regulation (EU) No 600/2014 (MiFIR), 11 december 2014, EBA OP/2014/13, p. 8. Hier geeft EBA een advies aan de Commissie over de invulling door de Commissie van de voorwaarden waaronder art. 9 voor gestructureerde deposito's kan worden toegepast. EBA geeft hier expliciet aan dat zij rekening heeft gehouden met de short selling jurisprudentie van het Hof.

¹⁶¹ V.S.G. Babis, The Power to Ban Short-Selling and Financial Stability: The Beginning of a New Era for EU Agencies, *The Cambridge Law Journal* 2014, p. 266-270.

¹⁶² ESA Verordening, preambule 31.

¹⁶³ Zie hierover nader S. Griller en A. Orator, 'Everything under control? The "way forward" for European agencies in the footsteps of Meroni doctrine', *European Law Review* 2010, p. 15, A.T. Ottow, 'Europeanisering van het markttoezicht', *SEW* 2011, p. 15, H. van Meerten A.T. Ottow, 'The proposals for the European Supervisory Authorities (ESAs): the right (legal) way forward?', *FR* 2010, p. 11-14 en D. Geradin, The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from American experience, *Columbia Journal of European Law* 2005, p. 9-12 en 16.

¹⁶⁴ HvJEU 13 juni 1958, 9/56 (*Meroni*).

Het is de vraag of de bevoegdheid tot het nemen van noodmaatregelen eveneens voldoende is ingekaderd. Naar mijn oordeel is dit het geval. Hierbij zijn onder meer de volgende aspecten van belang, die ook door het Hof relevant werden geacht in de Short Selling zaak.¹⁶⁵

- De omstandigheden die aanwezig moet zijn alvorens de ESAs hun bevoegdheden kunnen uitoefenen, zijn nauw omschreven. De ESAs kunnen namelijk alleen optreden ingeval van ongunstige ontwikkelingen die de ordelijke werking en de integriteit van de financiële markten of de stabiliteit van het financiële stelsel in de Europese Unie geheel of gedeeltelijk ernstig in gevaar kunnen brengen.
- De ESAs kunnen alleen specifieke maatregelen nemen. De ESAs kunnen ingevolge artikel 18 van de ESA Verordening slechts de naleving van bestaande regelgeving afdwingen. De ESAs kunnen ingevolge artikel 9 slechts financiële activiteiten verbieden of beperken. Bovendien moet ESA een besluit ingevolge artikel 9 elke drie maanden evalueren.
- Belangrijk is dat de noodsituatie moet worden uitgeroepen door de Raad die dan ook moet vaststellen dat aan de voorwaarden voor het uitroepen van de noodsituatie is voldaan en dat de Raad dit op elk moment weer ongedaan kan maken. Dit belangrijke deel van de discretionaire marge berust daarom bij de Raad.

Naar mijn oordeel is de bevoegdheid van de ESAs dus ook hier voldoende ingeperkt. Totdat echter het Hof zich heeft uitgesproken, valt geen zekerheid te geven of deze bevoegdheden in overeenstemming zijn met de Meroni-doctrine zoals recent geïnterpreteerd in de Short Selling zaak. De kans echter dat een lidstaat het aandurft zich in een noodsituatie op de onbevoegdheid van een ESA te beroepen is naar mijn oordeel klein. Deze lidstaat zou dan eerst in de Raad overstemd moeten zijn en vervolgens moeten weigeren zich hierbij neer te leggen, terwijl ondertussen de rest van de Raad vindt dat de financiële markten van de Europese Unie zich in zeer zwaar weer bevinden. Echter naar alle waarschijnlijkheid kan ook een financiële onderneming ertegen in het geweer komen als een ESA door het uitoefenen van zijn bevoegdheden in strijd met de Meroni-doctrine zou handelen.¹⁶⁶

2.6.9. De Europese dimensie staat voorop

Hoewel de tekst van de ESA Verordeningen niet volstrekt helder is, is voor een aantal bevoegdheden in de ESA Verordeningen duidelijk gemaakt dat deze alleen kunnen worden uitgeoefend, wanneer sprake is van een probleem van Europese dimensies. In de ESA Verordeningen is opgenomen dat de bevoegdheden van artikel 9 lid 5 om gevaarlijke financiële activiteiten te verbieden en artikel 18 om financiële noodsituaties te bezweren alleen kunnen worden uitgeoefend, indien sprake is van “een bedreiging voor het ordelijk functioneren en de integriteit van de financiële markten of de stabiliteit van het gehele financiële systeem van de Unie of een deel ervan.” Deze formulering is mogelijk wat ambigue, maar staat naar mijn mening toch eraan in de weg dat een ESA zou ingrijpen, indien slechts sprake zou zijn van een lokaal probleem dat een enkele lidstaat betreft. In de diverse sectorale richtlijnen en verordeningen waar deze kapstokbevoegdheid is geactiveerd, zijn als expliciete eisen gesteld voor ingrijpen door ESMA dat (i) sprake is van “cross border implications” en (ii) de nationale toezichthouders geen of onvoldoende maatregelen hebben getroffen.¹⁶⁷

¹⁶⁵ HvJEU 22 januari 2014, C-270/12 (*Verenigd Koninkrijk/Parlement en Raad*), rov. 53 en 54.

¹⁶⁶ Ten aanzien van wetgevende bevoegdheden die de Europese Unie mogelijke ten onrechte naar zich had getrokken is reeds in HvJEU, 10 december 2002, C-491/01 (*British American Tobacco*), rov. 177 e.v. en HvJEU, 12 juli 2005, C-154/04 en C-155/04 (*Alliance for Natural Health*), rov. 102 e.v. uitgemaakt dat particulieren hiertegen in het geweer kunnen komen.

¹⁶⁷ Short Selling Verordening, art. 28 lid 2 sub a, AIFM Richtlijn, art. 47 lid 5 en MiFIR, art. 40 lid 2 sub c en MiFIR, art. 45 lid 2 sub b.

De ESAs zien ingevolge artikel 17 en 19 van de ESA Verordeningen echter ook toe op het alledaagse toezicht op financiële ondernemingen buiten crisissituaties. Dit toezicht is niet gericht op het voorkomen en adresseren van bedreigingen van het gehele financiële systeem van de Europese Unie of een deel ervan. De bewoordingen van de desbetreffende bevoegdheden stellen niet als voorwaarde voor uitoefening dat sprake is van een grensoverschrijdende dimensie. Dit draagt het risico in zich dat de ESAs zich gaan bezig houden met problemen die beter op nationaal niveau kunnen worden opgelost, iets wat strijdig zou zijn met het principe van subsidiariteit. Alleen bij de geschillenbeslechtsprocedure van artikel 19 is de Europese dimensie gegeven. Immers uit het feit dat meer dan één nationale toezichthouder is betrokken, blijkt dat sprake is van een grensoverschrijdend probleem, dat dus ook op Europees niveau dient te worden opgelost.¹⁶⁸ Artikel 17 echter kan naar de tekst van de bepaling ook worden ingezet zonder dat sprake is van een grensoverschrijdend element. Toegegeven zij dat dan sprake kan zijn van een unlevel playing field, namelijk als een financiële onderneming in een lidstaat niet aan de Europese regelgeving voldoet, terwijl op deze markt concurrerende ondernemingen van buiten deze lidstaat wel aan de Europese regels voldoen. Niettemin is mij onduidelijk waarom de ESAs zich ook buiten een crisissituatie direct tot financiële ondernemingen zouden mogen richten, en waarom de normale inbreukprocedure van artikel 258 VWEU onvoldoende soelaas zou bieden om in deze gevallen het level playing field te herstellen.¹⁶⁹

Door ook artikel 17 van de ESA Verordeningen in het licht van het subsidiariteitsvereiste uit te leggen, zou eventuele bemoeizucht van de ESAs kunnen worden ingeperkt. Immers de wetgevende bevoegdheid van de Europese Unie is beperkt tot die gevallen die Europees optreden rechtvaardigen en de Europese Unie moet geacht worden binnen haar eigen bevoegdheden (te willen) blijven. Bovendien verwees de Commissie in haar toelichting bij de Verordeningen naar dit principe van subsidiariteit¹⁷⁰ en wordt dit beginsel aangehaald in preambule 66 van de Verordening. Aldus uitgelegd bieden de ESA Verordeningen geen rechtsgrond voor ingrijpen wanneer het grensoverschrijdende karakter volledig ontbreekt. Anderzijds blijkt uit de enige keer dat art. 17 is toegepast, namelijk in het geval van Bulgarije hierboven behandeld in paragraaf 2.6.4 dat dit ook volledig nationale situaties kan betreffen.

2.7. Rechtsbescherming bij besluiten van de ESAs

2.7.1. Inleiding

Aangezien de ESAs besluiten nemen die financiële ondernemingen (en financiële marktdeelnemers) en nationale toezichthouders kunnen binden, wordt de vraag relevant hoe deze financiële ondernemingen en betrokken burgers en nationale toezichthouders in het geweer kunnen komen tegen hun onwelgevallige besluiten van de ESAs. Er zijn twee routes; een bijzondere route via de ESA Board of Appeal en daarna het Gerecht van het Hof van Justitie van de EU en een standaard route die meteen begint bij het Gerecht.

¹⁶⁸ R. Schütze, 'From Rome to Lisbon: "Executive Federalism" in the (New) European Union', *Common Market Law Review* 2010, p. 1412.

¹⁶⁹ Een mogelijk, mijns inziens bedroevend, antwoord zou kunnen zijn dat nationale toezichthouders en overheden onvoldoende vertrouwen hebben in elkaar en het systeem van wederzijdse erkenning met toezicht door de Commissie achteraf. Zie tevens A. Lefterov, 'How Feasible Is the Proposal for Establishing a New European System of Financial Supervisors', *Legal Issues of Economic Integration* 2011, p. 49.

¹⁷⁰ Zie Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot oprichting van een Europese Bankautoriteit, 23 september 2009, COM (2009) 501 def., 2009/0142 (COD), p. 3.

2.7.2.Procedure Board of Appeal

De ESA Verordeningen voorzien in een speciale rechtsgang ten overstaan van een zgn. bezwaarcommissie (Board of Appeal).¹⁷¹ Tegen welke besluiten kan worden opgekomen bij de Board of Appeal, staat in de ESA Verordening. De ESA Verordening benoemt expliciet besluiten op basis van artikelen 17, 18 en 19, maar ook de restcategorie van besluiten op basis van andere relevante wetgeving. Deze laatste mogelijkheid is opgenomen met het oog op de rol van de ESAs als direct toezichthouder, waarover meer in hoofdstuk 7, eventuele besluiten ingevolge artikel 9 lid 5 en geschillen over eventuele informatieverzoeken van de ESAs. Welke partijen precies in bezwaar kunnen gaan bij de Board of Appeal behandel ik in paragraaf 2.7.4.

Een bezwaar moet binnen twee maanden na de kennisgeving van het besluit aan de betrokken persoon, dan wel bij gebreke van kennisgeving, binnen twee maanden na de dag van publicatie van het besluit door de ESA, schriftelijk bij de ESA worden aangetekend.

De Board of Appeal kan het door de ESA genomen besluit bekrachtigen, dan wel de zaak terugverwijzen naar de ESA die dan met inachtneming van de beslissing van de Board of Appeal een gewijzigd besluit neemt. De Board of Appeal kan de zaak niet zelf afdoen. Een ingesteld bezwaar heeft geen schorsende werking. De Board of Appeal kan echter, indien zij van oordeel is dat de omstandigheden dit vereisen, de toepassing van het bestreden besluit opschorten.

2.7.3.Procedure bij Hof van Justitie EU

Een beslissing van de Board of Appeal of, bij ontbreken van het recht op beroep bij de Board of Appeal, een beslissing van de ESA, kan weer aan het Gerecht worden voorgelegd.¹⁷² Mijn interpretatie is dat een beslissing alleen rechtstreeks aan het Gerecht kan worden voorgelegd, in het geval een zaak bij de Board of Appeal niet ontvankelijk is.¹⁷³ Dit volgt naar mijn oordeel uit de tekst van de regeling en het VWEU biedt ook ruimte voor een dergelijke voorwaarde.¹⁷⁴ Veiligheidshalve adviseer ik partijen in geval van twijfel zowel bij de Board of Appeal als het Gerecht in beroep te gaan om te voorkomen dat het verkeerde loket is benaderd en daarna de ontvankelijkheidstermijn bij het juiste loket is verlopen.¹⁷⁵

Belangrijk is op te merken dat ingevolge artikel 263 VWEU alle besluiten van alle organen van de Europese Unie kunnen worden getoetst, ook besluiten van de Raad.¹⁷⁶ Een eventueel besluit van de Raad om de financiële noodtoestand van artikel 17 uit te roepen, is dan ook onverkort toetsbaar door het Gerecht.

¹⁷¹ ESA Verordening, art. 60. Zie nader Board of Appeal of the European Supervisory Authorities, Rules of Procedure, BoA 2012-02 en A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 15 e.v.

¹⁷² ESA Verordening, art. 61.

¹⁷³ In zelfde zin A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 21 die meent dat als de weg via de Board of Appeal open staat deze dan ook bewandeld moet worden. Anders B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 14.

¹⁷⁴ VWEU, art. 263 lid 5.

¹⁷⁵ Zie nader GvEA 9 september 2015, T-660/14 (*SV Capital OU/EBA*), *JOR* 2016/63 m. nt. E.J. van Praag, rov. 44 en punt 9 van mijn noot. Inmiddels blijkt uit HvJEU 14 december 2016, C-577/15 P (*SV Capital OU/EBA*) rov. 57 inderdaad dat een beroep bij de Board of Appeal de beroepstermijn bij het Hof niet opschort.

¹⁷⁶ R. Barents, 'The Court of Justice after the Treaty of Lisbon', *CML Rev.* 2010, p. 717.

2.7.4. Ontvankelijkheidsvereisten Board of Appeal en Gerecht

Wie bij de Board of Appeal in beroep kan gaan, is onhandig geformuleerd en niet altijd eenvoudig vast te stellen. Ik citeer het desbetreffende artikel:¹⁷⁷ “Elke natuurlijke of rechtspersoon, met inbegrip van een bevoegde autoriteit, kan bezwaar aantekenen tegen een in de artikelen 17, 18 en 19 bedoeld besluit van de Autoriteit en tegen andere door de Autoriteit overeenkomstig de in artikel 1, lid 2, bedoelde handelingen van de Unie genomen besluiten die gericht zijn tot die persoon, of tegen een besluit dat van rechtstreeks en individueel belang is voor die persoon, ook als het tot een andere persoon is gericht.”

In ieder geval kan dus eenieder -natuurlijke personen, rechtspersonen, nationale toezichthouders- tot wie een besluit van de ESA is gericht bij de Board of Appeal in beroep. Ook alle partijen die door een besluit, hoewel niet tot hen gericht, rechtstreeks en individueel zijn geraakt zijn ontvankelijk.¹⁷⁸ Dezelfde ontvankelijkheidseisen worden gesteld in artikel 263 lid 4 VWEU.¹⁷⁹ Op basis van de tekst is niet direct duidelijk of besluiten op basis van art. 17, 18 of 19 ook kunnen worden aangevochten door partijen die niet geadresseerd zijn en die niet rechtstreeks en individueel zijn geraakt door een besluit. Witte meent op basis van letterlijke tekst dat deze mogelijkheid inderdaad openstaat.¹⁸⁰ Ik lees dit anders en voel mij hierin gesteund door het Hof.¹⁸¹ De lezing van Witte lijkt mij bovendien onlogisch, omdat het gevolg zou zijn dat iemand die nauwelijks belang heeft bij een beslissing op basis van art. 17, 18 of 19 niettemin hiertegen in het geweer kan komen.

Belangrijk is te realiseren, dat ook indien de nationale toezichthouder de formeel geadresseerde is, een besluit voor een financiële onderneming (of een andere partij) van rechtstreeks en individueel belang kan zijn en dus voor deze partij aanvechtbaar. Deze mogelijkheid is zeker niet denkbeeldig, want de ESAs zullen toezien op de naleving van de handhaving van financiële regelgeving jegens *individuele* financiële ondernemingen.¹⁸² Een besluit van een ESA kan dus dermate specifiek op een financiële onderneming zijn toegesneden, dat een nationale toezichthouder nauwelijks anders kan, dan het besluit van de ESA op zijn eigen briefpapier overnemen en aan de financiële onderneming adresseren. In zo een geval waarin de nationale toezichthouder geen enkele discretionaire bevoegdheid meer heeft of reeds heeft aangegeven de ESA te zullen volgen, is de financiële onderneming rechtstreeks geraakt door het besluit van de ESA.¹⁸³ Omdat de beslissing de financiële onderneming ook individueel betreft, kan deze bij de Board of Appeal en het Gerecht terecht.¹⁸⁴

¹⁷⁷ ESA Verordening, art. 60.

¹⁷⁸ Naar mijn oordeel is art. 60 onhandig in het Nederlands vertaald. De Engelse tekst spreekt van ‘direct and individual concern’. Deze Engelse phrase komt ook voor in het VWEU art. 263 en wordt daar in het Nederlands vertaald als ‘rechtstreeks en individueel raken’. Deze vertaling gebruik ik daarom ook.

¹⁷⁹ B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA’s, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 14. Zie over de ontvankelijkheidseisen onder art. 263 VWEU en de Plaumann Jurisprudentie nader K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 318 e.v.

¹⁸⁰ A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 18.

¹⁸¹ HvJEU 14 december 2016, C-577/15 P (*SV Capital OU/EBA*), rov. 34 welk overweging als volgt luidt: “Wat het tweede middel van de hogere voorziening betreft, zij opgemerkt dat natuurlijke of rechtspersonen, met inbegrip van de bevoegde autoriteiten, krachtens art. 60 van verordening nr. 1093/2010 bezwaar kunnen aantekenen tegen een besluit van de EBA wanneer dat tot hen gericht is of, zelfs als dat niet het geval is, wanneer het voor hen van rechtstreeks en individueel belang is.” Uit deze overweging maak ik op dat de klager dus of geadresseerd moet zijn of rechtstreeks en individueel geraakt.

¹⁸² Dat de besluiten ook individuele instellingen kunnen betreffen, is ook de mening van Haersholte en Van Meerten. Zie J.C. van Haersolte en H. van Meerten, ‘Zelfrijzend Europees Bakmeel: de voorstellen voor een nieuw toezicht op de financiële sector’, *NTER* 2010, p. 40.

¹⁸³ A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 24. Zie over dit vereiste van directe en individuele geraaktheid uitvoerig H.R. Schwensfeier, *Individual’s Access to Justice under Community Law*, (diss. Groningen), Keulen, 2009, p. 52 t/m 128 en K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 319.

¹⁸⁴ Ofschoon de ESA Verordening hierin niet voorziet, ligt het voor de hand dat deze financiële onderneming dan ook voorafgaand aan het nemen van het besluit door de ESA zal moeten worden gehoord.

Daarnaast kunnen ook minder voor de hand liggende (rechts)personen rechtstreeks en individueel worden geraakt door besluiten. Dit zijn onder meer entiteiten die procedurele rechten hebben, zoals nationale toezichthouders van andere lidstaten die ingevolge artikelen 17 lid 2 en 19 lid 1 de ESA kunnen verzoeken in te grijpen. Immers, indien een partij betrokken is geweest bij het besluitvormingsproces en de belangen van deze partij zijn meegewogen bij de beslissing, is deze partij daardoor rechtstreeks en individueel geraakt door deze beslissing.¹⁸⁵ Voorts zijn partijen ontvankelijk indien zij deel uitmaken van een groep die op het tijdstip waarop het besluit werd genomen, waren geïdentificeerd of konden worden geïdentificeerd op basis van specifieke kenmerken.¹⁸⁶ Denk aan een hedgefund dat net een long positie heeft ingenomen, maar deze niet kan hedgen doordat ESMA het aangaan van short posities tijdelijk heeft verboden.¹⁸⁷

Bij uitvoeringshandelingen van een ESA die geen implementatie behoeven kan men zelfs in beroep bij het Gerecht, maar niet bij de Board of Appeal, zonder dat men individueel geraakt is.¹⁸⁸ Voldoende is dat men rechtstreeks geraakt is.

Belangrijk is om op te merken dat een willekeurige klant van een financiële onderneming geen belanghebbende is, indien deze de ESA verzoekt onderzoek te doen naar vermeende misstanden bij de financiële onderneming. De Board of Appeal schippert nogal op dit punt. In een eerste uitspraak werd de klant ontvankelijk geacht.¹⁸⁹ Toen deze zelfde klacht de Board of Appeal opnieuw bereikte, oordeelde de Board of Appeal dat klanten niet in bezwaar kunnen gaan.¹⁹⁰ Echter in een derde uitspraak is de Board of Appeal weer tot de conclusie gekomen dat een klant wel een belanghebbende kan zijn.¹⁹¹ De Board of Appeal gaat in deze derde uitspraak naar mijn oordeel uit van een te extensieve opvatting van zijn bevoegdheden waarbij enerzijds al gauw wordt aangenomen dat sprake is van een besluit en anderzijds niet wordt geëist dat een partij rechtstreeks en individueel geraakt is.¹⁹²

Inmiddels heeft het Gerecht geoordeeld dat een afwijzing van een verzoek van een klant aan een ESA om op te treden niet in rechte kan worden bestreden of door de Board of Appeal kan worden beoordeeld.¹⁹³ Het Gerecht heeft de Board of Appeal teruggeroepen door in essentie te oordelen dat een besluit alleen voor bezwaar vatbaar is, indien het is gericht tot een partij, een partij direct en individueel raakt of indien het een afwijzing van een verzoek van een partij met specifieke procedurele rechten betreft. De Board of Appeal volgt deze uitspraak van het Gerecht.¹⁹⁴ Deze uitspraak van het Gerecht is inmiddels bevestigd door het Hof.¹⁹⁵

¹⁸⁵ HvJEU 25 oktober 1977, 26/76 (*Metro SB-Großmärkte GmbH & Co. KG/Commissie*), rov. 13. Zie ook H.R. Schwensfeier, *Individual's Access to Justice under Community Law*, (diss. Groningen), Keulen, 2009, p. 87.

¹⁸⁶ HvJEU 13 maart 2008, C-125/06 (*Commissie/Infront WM AG*), rov. 71.

¹⁸⁷ Volgens het HvJEU 13 maart 2008, C-125/06 (*Commissie/Infront WM AG*), rov. 72 kan met name sprake zijn van individuele geraaktheid wanneer de beschikking de rechten die de particulier vóór de vaststelling ervan heeft verworven, aantast.

¹⁸⁸ Dit volgt uit VWEU, art. 263 vierde alinea. Zie tevens B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 15 en K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 334.

¹⁸⁹ Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 24 juni 2013, BoA 2013-008 (*SV Capital OU/EBA I*). Zie over beslissing nader E.J. van Praag, Eerste beslissing van EBA Board of Appeal, *FR* 2013, p. 342-345.

¹⁹⁰ Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 14 juli 2014, BoA 2014-C1-02 (*SV Capital OU/EBA II*), *JOR* 2015/40, m. nt. E.J. van Praag, rov. 33 en 34.

¹⁹¹ Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 10 november 2014, BoA 2014-05 (*Investor Protection Europe sprl/ESMA*), *JOR* 2015/41, m. nt. E.J. van Praag.

¹⁹² Zie nader mijn noot onder Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 10 november 2014, BoA 2014-05 (*Investor Protection Europe sprl/ESMA*), *JOR* 2015/41, m. nt. E.J. van Praag.

¹⁹³ GvEA 9 september 2015, T-660/14 (*SV Capital OU/EBA*), *JOR* 2016/63 m. nt. E.J. van Praag

¹⁹⁴ Board of Appeal of the European Supervisory Authorities 19 augustus 2015, BoA 2016-001 (*Andrus Kluge, Boris Belyaev, Radio Elektroniks OÜ and Timur Dyakov/EBA*).

¹⁹⁵ HvJEU 14 december 2016, C-577/15 P (*SV Capital OU/EBA*).

2.7.5. Res iudicata

Een belangrijk aandachtspunt bij de rechtsbescherming is de Europeesrechtelijke leer van de *res iudicata*.¹⁹⁶ Gevolg hiervan is, dat indien een financiële onderneming verzuimt binnen de hiervoor gestelde termijn van 2 maanden tegen een besluit van een ESA in het geweer te komen, hiermee de rechtmatigheid van dit besluit vaststaat.¹⁹⁷ De financiële onderneming is dan niet meer ontvankelijk. Deze *res iudicata* werkt tegen eenieder die tegen het besluit in beroep kon gaan, zelfs indien deze niet zelf geadresseerd was. Binnen het gelaagde systeem van de ESA Verordening betekent dit, dat indien een ESA een besluit neemt dat bijvoorbeeld inhoudt dat de nationale toezichthouder maatregelen moet nemen tegen kredietinstelling X, de fatale tweemaandstermijn voor de nationale toezichthouder en kredietinstelling X gelijk aanvragen.¹⁹⁸ Indien kredietinstelling X de tweemaandstermijn afwacht hopend dat de nationale toezichthouder in bezwaar zal gaan, is na ommekomst van de tweemaandstermijn gelijk met die van de nationale toezichthouder ook haar eigen bezwaartermijn verlopen. Kredietinstelling X kan dan niet meer door de Board of Appeal of het Hof worden ontvangen en de rechtmatigheid van het besluit staat vast. De nationale rechter kan nog wel over het afgeleide besluit van de nationale toezichthouder oordelen, maar het besluit van de ESA kan niet meer ter discussie worden gesteld. Immers volgens vaste jurisprudentie van het Hof behandelt het Hof geen prejudiciële vragen van nationale rechters, indien deze vragen ook rechtstreeks aan het Gerecht hadden kunnen worden voorgelegd.¹⁹⁹ De nationale rechter mag zelf niet over de rechtmatigheid van besluiten van organen van de Europese Unie oordelen.²⁰⁰ Financiële ondernemingen zullen daarom meteen tegen een hun mogelijk onwelgevallig besluit van een ESA in het geweer moeten komen en kunnen het zich niet permitteren af te wachten of de nationale toezichthouder het besluit van de ESA overneemt.²⁰¹ Dit betekent eveneens dat een financiële onderneming die geconfronteerd wordt met een besluit van zijn nationale toezichthouder dat gebaseerd is op een besluit van een ESA niet ermee kan volstaan tegen het besluit van zijn nationale toezichthouder in beroep te gaan bij zijn nationale rechter. Hiermee is het Europese besluit immers niet van tafel. Uitsluitend een beroep tegen het Europese besluit zal waarschijnlijk evenmin voldoen, aangezien een succesvol beroep tegen een Europees besluit niet afdoet aan de formele rechtskracht van een nationaal besluit.²⁰² Een financiële onderneming zal dus twee parallelle procedures over dezelfde kwestie moeten voeren.

Belangrijker echter dan de procedurele aspecten is dat de formele rechtskracht tot gevolg heeft, dat de ESAs ook op basis van niet rechtstreeks werkend Europees recht besluiten kunnen nemen die de rechtspositie van financiële ondernemingen rechtstreeks raken. Een voorbeeld ter verduidelijking: Stel dat EBA tot de conclusie zou komen dat DNB CRD IV onjuist toepast ten aanzien van kredietinstelling X en DNB instrueert CRD IV op een specifieke wijze toe te passen. Dan bindt EBA niet alleen DNB maar ook kredietinstelling X. Immers de nationale rechter heeft bij de toetsing van het besluit van DNB waarmee zij opvolging geeft aan het besluit van EBA, van de rechtmatigheid van de

¹⁹⁶ Zie K. Lenaerts, Federalism and the Rule of Law: Perspectives from the European Court of Justice, *Fordham International Law Journal* 2010, p. 1384.

¹⁹⁷ Zie HvJEU 9 maart 1994, C-188/92 (*TWD Textilwerke Deggendorf*), rov. 10-26 en H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 631. Deze termijn van 2 maanden volgt voor het Hof uit VWEU, art. 263 lid 5 en voor de Board of Appeal uit ESA Verordening, art. 60 lid 2.

¹⁹⁸ Artikel 39 bepaalt immers dat beslissingen uit hoofde van artikelen 17, 18 en 19 moeten worden gepubliceerd, wat de gevolgtrekking rechtvaardigt dat financiële ondernemingen hiervan kennis hebben kunnen nemen en dus hiertegen in het geweer kunnen komen.

¹⁹⁹ HvJEU 14 september 1999, C-310/97 (*Commissie/AssiDomän Kraft Products AB*), rov. 57.

²⁰⁰ A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 9. Zie HvJEU 22 oktober 1987, 314/85 (*Foto-Frost*) en HvJEU 6 oktober 2015, C-362/14 (*Schrems*), rov. 64 en K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 318.

²⁰¹ Dit geldt overigens niet alleen voor de financiële ondernemingen tegen wie eventueel handhavend zal worden opgetreden, maar ook voor alle andere rechtstreeks en individueel getroffen partijen.

²⁰² Dit is in ieder geval hoe het werkt in Nederland. Zie in zelfde zin A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 24.

instructie van EBA aan DNB uit te gaan. Dit kan zelfs betekenen dat indien DNB naar aanleiding van het besluit van EBA kredietinstelling X een aanwijzing geeft die strijdig is met de Wft, de nationale rechter van de rechtmatigheid van deze aanwijzing moet uitgaan.

2.7.6. Toetsing economische afwegingen

De indringendheid waarmee het Gerecht besluiten van ESAs kan toetsen is afhankelijk van de discretionaire bevoegdheid die deze ESAs hebben. Ten aanzien van besluiten van de Commissie die een economische afweging vergen, heeft het Hof geoordeeld dat deze slechts marginaal kunnen worden getoetst.²⁰³ Het Hof (en het Gerecht) kunnen slechts toetsen of de door de Commissie aangevoerde feiten juist, betrouwbaar en volledig zijn en of deze feiten de daaruit getrokken conclusie kunnen schragen. De Europese rechter kan niet zijn eigen beoordeling in de plaats van die van de Commissie stellen.

Uit deze jurisprudentie volgt, dat het Gerecht besluiten van ESAs op basis van artikelen 17, 18 lid 4 en 19 in ieder geval volledig kan toetsen, aangezien deze artikelen de ESAs geen discretionaire bevoegdheid toekennen en toepassing van deze bevoegdheden derhalve geen economische afweging vergt.

Zoals hierboven beschreven, is het bij ingrijpen op basis van artikel 18 lid 3 (de noodprocedure) of artikel 9 lid 5 (de gevaarlijke financiële activiteiten) mogelijk dat de ESAs een grotere discretionaire bevoegdheid hebben. Dan kan uitoefening van deze bevoegdheden door het Gerecht slechts beperkt worden getoetst. In dat geval knelt dit wel met de Meroni-doctrine zoals meest recent ingevuld in de Short Selling zaak waarbij de ESA juist geen grote ontoetsbare discretionaire marge mogen hebben.²⁰⁴ Het Hof zal dus hetzij een beslissing van een EBA indringend kunnen toetsen, hetzij moeten oordelen dat uitoefening van de bevoegdheid in strijd is met de Meroni doctrine.

Naar mijn mening zal de Board of Appeal ook besluiten met een grote discretionaire marge volledig kunnen toetsen, aangezien de Board of Appeal onderdeel uitmaakt van de ESA en niet van een rechterlijke organisatie. De eerste uitspraken van de Board of Appeal geven naar mijn oordeel blijk van deze indringende toetsing.²⁰⁵

2.8. Governance van de ESAs en besluitvorming binnen de ESAs

2.8.1. Inleiding

De ESAs hebben -anders dan hun voorgangers CESR, CEBS en CEIOPS- rechtspersoonlijkheid op basis van Europees recht.²⁰⁶ De ESA Verordening bepaalt dat ESAs verantwoording afleggen aan het Europees Parlement en de Raad.²⁰⁷ Wat hiermee wordt bedoeld, is echter niet nader ingevuld. In ieder geval hebben het Europees Parlement en de Raad geen formele bevoegdheden om hun wil aan de ESAs op te leggen, bijvoorbeeld de bevoegdheid om op eigen initiatief functionarissen van de ESAs te

²⁰³ Dit is meest recent (her)bevestigd in HvJEU 2 september 2010, C-290/07, rov. 65 en 66. Zie uitvoering J. Mendes, Discretion, care and public interest in the EU administration: probing the limits of law, *CML Rev.* 2016, p. 419-452.

²⁰⁴ HvJEU 22 januari 2014, C-270/12 (*Verenigd Koninkrijk/Parlement en Raad*), rov. 53 en 54.

²⁰⁵ Zie met name Board of Appeal of the European Supervisory Authorities, 10 januari 2014, BoA 2013-014 (*Global Private Rating Company "Standard Rating/ESMA*). Anders A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 20 die meent dat de Board of Appeal de discretionaire bevoegdheid van de ESAs moet respecteren. Witte leidt dit af uit de tekst van de ESA Verordening waarin staat dat de Board of Appeal niet zelf kan besluiten, maar het besluit slechts kan terugverwijzen. Het feit dat Board of Appeal niet zelf kan besluiten neemt naar mijn oordeel niet weg, dat deze wel het besluit van de ESA vol kan toetsen.

²⁰⁶ ESA Verordening, art. 5 lid 1.

²⁰⁷ ESA Verordening, art. 3.

ontslaan. Anderzijds heeft een invloedrijk Europarlementariër al wel bedreigd het budget van ESMA te korten als ESMA het Europees Parlement niet beter zou informeren.²⁰⁸

De ESAs bestaan uit verschillende organen. Wymeersch vergelijkt de ESAs met een vennootschap, waarbij de nationale toezichthouders kunnen worden vergeleken met de aandeelhouders.²⁰⁹ Zij benoemen namelijk -bijeen in hun hoedanigheid als Board of Supervisors- de Management Board, de Executive Director en Chairperson. Ik zal hierna deze organen bespreken. De Stakeholder Group²¹⁰ en de Joint Committee²¹¹ zijn voor dit onderzoek niet van belang en laat ik daarom onbesproken.

2.8.2. Board of Supervisors

De Board of Supervisors bestaat uit vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders.²¹² Elke lidstaat heeft één vertegenwoordiger met stemrecht bij iedere ESA. Zo wordt Nederland bij ESMA vertegenwoordigd door de (voorzitter van de) AFM en bij EIOPA en EBA door DNB. Daarnaast hebben de Europese Commissie, de ESRB en de twee andere ESAs vertegenwoordigers in de Board of Supervisors die echter niet over stemrecht beschikken. De Board of Supervisors wordt voorgezeten door een door hem benoemde Chairperson.²¹³

De Board of Supervisors is het belangrijkste orgaan van de ESAs. De Board of Supervisors neemt namelijk de besluiten van de ESAs.²¹⁴ Het gaat hier niet alleen om de meer beleidsmatige besluiten zoals over het budget en de jaarlijkse beleidsprioriteiten, maar ook om de besluiten inzake de uitoefening van toezichtsbevoegdheden in individuele gevallen.

In beginsel neemt de Board of Supervisors haar besluiten met een gewone meerderheid van stemmen. Voor bepaalde besluiten bestaan er licht afwijkende vereisten. De beslissing ingevolge artikel 9 lid 5 om bepaalde financiële activiteiten of producten tijdelijk te verbieden vereist een gekwalificeerde meerderheid.²¹⁵ De gekwalificeerde meerderheid of *blocking minority* wordt berekend door niet alleen rekening te houden met het aantal lidstaten, dat voor een bepaalde maatregelen stemt, maar ook met de omvang van de bevolking van deze lidstaten. De stem van de Duitsland weegt dan dus zwaarder dan die van Malta.²¹⁶

In geval van geschillenbeslechting tussen nationale toezichthouders door een ESA conform artikel 19,²¹⁷ benoemt de ESA een panel. Dit panel bestaat uit de Chairperson en twee leden van de Board of Supervisors die geen betrokkenheid hebben bij het geschil. Dit besluit van het panel wordt bevestigd door de Board of Supervisors van de ESA met een gewone meerderheid. Dit is echter anders indien

²⁰⁸ Zie de website van de Financial Times <http://www.ft.com/cms/s/0/533fac14-21a4-11e5-ab0f-6bb9974f25d0.html#axzz3z6zUMqnz> waar Europarlementariër Ferber het volgende zegt: "There is a feeling that [these authorities] are simply not doing what they are supposed to do and at some point our committee will react to that - either through a budgetary cut or through a change in the ESA regulations when they are up for debate."

²⁰⁹ E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 297.

²¹⁰ Artikel 37 verplicht de ESAs diverse Stakeholdergroepen van 30 leden samen te stellen. Hierin hebben zitting vertegenwoordigers van consumenten, vertegenwoordigers van de financiële sector en academici.

²¹¹ De Joint Committee is de vergadering van de drie ESAs samen. Hier besluiten zij over sectoroverstijgende beleidsterreinen. Zie E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 288-292.

²¹² ESA Verordening, art. 40. ESMA heeft de interne governance van de Board of Supervisors nader uitgewerkt in ESMA Decision of the Board of Supervisors, Rules of procedure, 19 juni 2012, ESMA 2012/BS/88.

²¹³ ESA Verordening, art. 48.

²¹⁴ ESA Verordening, art. 43 lid 1 en 2.

²¹⁵ ESA Verordening, art. 44.

²¹⁶ Voor wat precies een gekwalificeerde meerderheid of *blocking minority* is, wordt in de ESA Verordening verwezen naar art. 16 van het Verdrag betreffende de Europese Unie en het daarbij behorende protocol 36. Zie hierover uitvoerig E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 301.

²¹⁷ Zie nader hoofdstuk 2.6.5.

het gaat om een besluit van het panel over een besluit van een consoliderend toezichthouder.²¹⁸ Dit besluit van het panel kan worden verworpen door een *blocking minority*.

Anderzijds dient opgemerkt te worden, dat de nationale toezichthouders, indien verenigd in de Board of Supervisors, niet geacht worden in hun nationale belang te handelen, maar uitsluitend in het belang van de Europese Unie als geheel.²¹⁹ Naar mijn oordeel is het dan vreemd toch bepaalde toezichthouders een groter stemgewicht toe te kennen op basis van de lidstaat die zij *vertegenwoordigen*. Zij worden juist immers niet geacht hun lidstaat te *vertegenwoordigen*, maar het belang van de Europese Unie als geheel. Vreemd is ook dat juist de meest onafhankelijke toehoorders van de Board of Supervisors (onder meer de vertegenwoordigers van de andere ESAs en die van de Commissie), de vergaderzaal moeten verlaten wanneer over individuele gevallen wordt gesproken.²²⁰ Juist als het erom gaat, zijn zij dus niet aanwezig om de onafhankelijkheid te bewaken.

2.8.3. Management Board

De Management Board bestaat uit de Chairperson en zes leden van de Board of Supervisors.²²¹ De Board of Supervisors benoemt deze zes leden uit haar midden. De Management Board neemt beslissingen met gewone meerderheid waarbij ook de Chairperson stemrecht heeft.²²² De Executive Director en een vertegenwoordiger van de Commissie mogen de vergadering van de Management Board bijwonen, maar hebben geen stemrecht.

De Management Board heeft de dagelijkse leiding over de ESAs.²²³ Onder meer doet de Management Board voorstellen aan de Board of Supervisors over het budget en de jaarlijkse beleidsprioriteiten. Tevens gaat de Management Board over het personeelsbeleid. Tot slot benoemt de Management Board de leden van de Board of Appeal.

Net als bij de Board of Supervisors dienen de leden van de Management Board te handelen in het belang van de Europese Unie als geheel²²⁴ en dienen de toehoorders zonder stemrecht de vergaderzaal te verlaten wanneer over individuele gevallen wordt gesproken.²²⁵

2.8.4. Chairperson

De Chairperson vertegenwoordigt de ESA en zit de vergaderingen van de Board of Supervisors en de Management Board voor.²²⁶ Bovendien bereidt hij het werk van de Board of Supervisors voor. De Chairperson wordt benoemd door de Board of Supervisors, maar het Europees Parlement heeft een maand de tijd om de benoeming te blokkeren. Het Europees Parlement kan de Chairperson op voordracht van de Board of Supervisors ontslaan. De Chairperson dient onafhankelijk te zijn.²²⁷ De Chairperson dient desgewenst uitleg te geven over het handelen van de ESA aan de Raad of het Europees Parlement.²²⁸

²¹⁸ Zie over consoliderend toezicht nader hoofdstuk 4.5.3.10 en 4.5.6.8.

²¹⁹ ESA Verordening art. 42.

²²⁰ ESA Verordening, art. 44 lid 4.

²²¹ ESA Verordening, art. 45 lid 1.

²²² ESA Verordening, art. 45 lid 2.

²²³ ESA Verordening, art. 47.

²²⁴ ESA Verordening, art. 46.

²²⁵ ESA Verordening, art. 45 lid 4.

²²⁶ ESA Verordening, art. 48.

²²⁷ ESA Verordening, art. 49.

²²⁸ ESA Verordening, art. 50.

2.8.5. Executive Director

De Executive Director wordt benoemd door de Board of Supervisors.²²⁹ Zijn benoeming dient te worden bevestigd door het Europees Parlement. Hij kan echter worden ontslagen door de Board of Supervisors, zonder dat het Europees Parlement hierbij hoeft te worden betrokken.²³⁰ De Executive Director *managet* de ESA.²³¹ Hij voert de besluiten van de Board of Supervisors en Management Board uit. De Executive Director is net als de andere functionarissen van de ESA onafhankelijk.²³²

2.9. Het budget van de ESAs

De ESAs kennen drie financieringsbronnen.²³³

- (i) De ESAs ontvangen contributie van de nationale toezichthouders conform een formule die beperkt rekening houdt met de omvang van de lidstaten. Duitsland betaalt dus meer dan Nederland en Nederland weer meer dan Luxemburg, maar Duitsland betaalt niet 5 keer zo veel als Nederland hoewel Duitsland wel 5 keer zo veel inwoners heeft.²³⁴
- (ii) Een bijdrage van de Europese Unie.
- (iii) Specifieke bijdragen van financiële ondernemingen voor zover voorzien in specifieke financiële regelgeving. Zie nader voor betalingen door Credit Rating Agencies voor het toezicht door ESMA hoofdstuk 7.10.

Hiermee betalen de ESAs onder meer hun personeelskosten en administratieve en operationele kosten. Het budget van iedere ESA moet in evenwicht zijn.

De vaststelling van het budget van de ESAs gaat volgens een ingewikkelde procedure waarbij zowel de Executive Director als de Management Board als de Supervisory Board, de Commissie, het Europees Parlement en de Raad betrokken zijn.

Het proces vangt aan met een voorstel voor het budget van de Executive Director aan de Management Board en de Board of Supervisors.²³⁵ Hierop stelt de Board of Supervisors met goedkeuring van de Management Board een concept budget vast. In de stemming hierover mag ook de vertegenwoordiger van de Europese Commissie in de Management Board, die normaal geen stemrecht heeft, stemmen.²³⁶ Dit concept wordt aan de Europese Commissie verstuurd. De Europese Commissie dient dit budget vervolgens als onderdeel van haar eigen budget in bij de Raad en het Europees Parlement.²³⁷ Dit betekent dat voor de vaststelling van het budget van de ESAs uiteindelijk het oordeel van de Raad en het Europees Parlement doorslaggevend zijn. Zonder goedkeuring van deze instellingen kan immers geen budget worden vastgesteld. Onduidelijk is overigens of op het moment waarop het voorstel voor het budget door de Board of Supervisors aan de Europese Commissie wordt gestuurd, de rol van de Board of Supervisors tot een einde komt of dat ook een gewijzigd budget door de Board of Supervisors moet worden vastgesteld.

²²⁹ ESA Verordening, art. 51 lid 2.

²³⁰ ESA Verordening, art. 51 lid 5.

²³¹ ESA Verordening, art. 53 lid 1.

²³² ESA Verordening, art. 52.

²³³ Zie over de financiën van de ESA tevens E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities or ESAs' in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, OUP, Oxford 2012, p. 311 e.v.

²³⁴ ESA Verordening, art. 62 lid 1 jo. protocol 35 bij het VEU art. 3 lid 3.

²³⁵ ESA Verordening, art. 63 lid 1.

²³⁶ ESA Verordening, art. 45 lid 2.

²³⁷ Dit wordt vervolgens afgehandeld volgens de procedure van art. 313 en 314 VWEU.

In de praktijk kan dit tot conflicten leiden, omdat de lidstaten enerzijds veel taken aan de ESAs opdragen, maar anderzijds onvoldoende budget geven om deze taken naar het oordeel van de ESAs ook te kunnen vervullen.²³⁸ De ESAs reageren hierop door een nieuwe planning in te dienen waaruit blijkt welke activiteiten zij dan zullen laten vallen.²³⁹ Frappant is dat de Europese wetgevers zelfs zichzelf oproepen om voldoende budget aan EBA ter beschikking te stellen, zodat EBA zijn taken kan uitvoeren.²⁴⁰

²³⁸ Zie de EBA, EIOPA en ESMA, Letter 'ESA's budget 2015 - ensuring safe financial markets', 5 november 2014, ESA 2014-41.

²³⁹ Zie ESMA, letter to the EU institutions about ESMA 2015 Work Programme, 18 februari 2015, ESMA/2015/168, waarin ESMA aangeeft welke taken hij bij gebrek aan budget niet meer gaat uitvoeren.

²⁴⁰ BRRD, preambule 20.

3. Model 1: De vier vrijheden van het VWEU

3.1. Inleiding

Ook als de Europese Unie geen specifieke regels heeft uitgevaardigd voor een financiële dienst of activiteit in sectorale richtlijnen of verordeningen, dan nog voorziet het Europese recht in een verdeling van toezichtsbevoegdheden. Dan zijn immers nog wel de vier vrijheden uit het VWEU van toepassing. Deze vier vrijheden bepalen impliciet hoe de toezichtsbevoegdheden tussen verschillende lidstaten zijn verdeeld. De toepassing van de vier vrijheden op de financiële sector vormt daarom het eerste model om de toezichtsbevoegdheden te verdelen.

De vier vrijheden bepalen dat binnen de Europese Unie discriminerende of belemmerende beperkingen van de werking van de interne markt verboden zijn, tenzij deze kunnen worden gerechtvaardigd. Toezicht kan op zichzelf al discriminerend of belemmerend zijn en valt daarom net als materiële regels onder de werking van de vier vrijheden.²⁴¹ Een aspect dat bijzonder relevant is bij de beoordeling of toezicht discriminerend of belemmerend is, is het feit dat al door een andere lidstaat toezicht wordt gehouden. De vier vrijheden kunnen tot gevolg hebben dat een lidstaat geen toezicht mag houden op een financiële activiteit of financiële onderneming, omdat een andere lidstaat al toezicht houdt. De eerste lidstaat moet erop vertrouwen dat de andere lidstaat ook zijn belangen adequaat bewaakt. De vier vrijheden hebben daardoor niet alleen een juridische betekenis gezien vanuit het perspectief van de burgers die zich op deze vrijheden beroepen, maar ook vanuit het perspectief van de lidstaten die zich met een beroep op deze vrijheden geconfronteerd ziet. Vandaar dat hierna uitvoerig wordt ingegaan op de invloed van de vier vrijheden op de vraag welke toezichthouder toezicht mag en/of moet houden.

De hierna te bespreken regels kunnen op twee manieren tot toepassing komen.

Ten eerste zijn deze regels relevant in het geval dat de Europese wetgever niet heeft voorzien in specifieke regulering voor een financiële onderneming of financiële activiteit. Ook dan geldt immers het VWEU.

Ten tweede zijn onderstaande regels van belang voor zover de Europese wetgever een financiële onderneming of financiële activiteit slechts gedeeltelijk heeft gereguleerd. Denk bijvoorbeeld aan kredietinstellingen waarbij de Europese Unie wel het toezicht op de prudentiële eisen heeft gereguleerd, maar niet het toezicht op de gedragsnormen waaraan kredietinstellingen zich moeten houden als zij bancaire producten, bijvoorbeeld spaarrekeningen of credit cards, verkopen. Dan is dit model 1 van toepassing op (de regels en) het toezicht dat ziet op de gedragsnormen. Ook bij minimum harmonisatie kan model 1 van toepassing zijn op het toezicht op de naleving van de regels die de minimum harmonisatie te boven gaan.²⁴² Indien een financiële onderneming of activiteit wel volledig door een sectorale richtlijn of verordening is geharmoniseerd, dan zijn de vier vrijheden voor deze financiële onderneming of activiteit niet meer relevant.²⁴³ De toedeling van de toezichtsbevoegdheden is dan juist geregeld in de sectorale regelgeving.

²⁴¹ Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 15.

²⁴² Zie bijv. IDD, art. 22 lid 2. Als een lidstaat strengere maatregelen neemt boven het niveau van de minimumharmonisatie dan moeten deze strengere maatregelen in overeenstemming zijn met het Europese recht en dus ook de vier vrijheden in het VWEU. Deze strengere maatregelen kunnen dan ook worden toegepast op buitenlandse ondernemingen die door middel van een vestiging of op basis van het vrije verkeer van diensten in deze lidstaat actief zijn. Vgl. echter ook MiFID II, art. 24 lid 12. De aanvullende eisen die een lidstaat kan stellen onder MiFID II, moeten ook aan het VWEU voldoen, maar kunnen in het geheel niet worden gehandhaafd jegens een beleggingsonderneming die zonder vestiging actief is in deze lidstaat.

²⁴³ HvJEU 30 april 2014, C-475/12 (*UPC/Nemzeti Media*), rov. 63. Zie tevens M. Tison, What is 'General Good' in EU Financial Services Law?, *Legal Issues of Economic Integration* 1997, p. 13.

In dit hoofdstuk bespreek ik de invloed van de vier vrijheden op de vraag welke lidstaat toezicht mag en/of moet houden. De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt:

Eerst introduceer ik in paragraaf 3.2 de vier vrijheden van het VWEU voor zover van belang voor financiële ondernemingen of activiteiten.

Vervolgens pas ik de vier vrijheden van het VWEU toe op twee concrete situaties. In de eerste situatie (in paragraaf 3.3) gaat het om een financiële onderneming die zich actief richt tot een andere lidstaat hetzij door diensten te verlenen naar deze lidstaat, hetzij door zich hier te vestigen. In de tweede situatie (in paragraaf 3.4) is het niet de financiële onderneming die ervoor kiest grensoverschrijdende diensten te verlenen, maar is het de cliënt die zich tot een financiële onderneming buiten de grenzen van de lidstaat richt. Steeds zal ik de vraag beantwoorden in hoeverre de betrokken lidstaten, toezicht mogen houden of zelfs moeten houden.

Daarna stel ik in paragraaf 3.5 de vraag wanneer sprake is van misbruik van de vier vrijheden. In essentie stel ik de vraag onder welke omstandigheden wordt geoordeeld dat een financiële onderneming zich op oneigenlijke gronden beroept op de vier vrijheden om zich te onttrekken aan het toezicht van een bepaalde lidstaat. De relevantie van deze vraag is erin gelegen dat onder de vier vrijheden niet wordt afgewogen welke lidstaat het grootste belang heeft bij het toezicht. Het feit dat een lidstaat een groter belang heeft bij het toezicht speelt geen rol bij de toedeling van de toezichtsbevoegdheid. Het leerstuk van misbruik van de vier vrijheden kan dienen als een correctiemiddel waarbij een bepaalde lidstaat toch toezicht kan houden, als zijn belang bij dit toezicht evident groter is. Wat bijvoorbeeld te denken van het geval dat een in Maastricht gevestigde financiële onderneming uitsluitend Duitse cliënten bedient? Mag de Duitse toezichthouder dan toezicht houden, of de Nederlandse?

Strikt genomen zou ook nog de vraag moeten worden beantwoord welke invloed het VWEU heeft op grensoverschrijdende financiële activiteiten (bijv. short selling, marktmanipulatie, aanbieden van effecten etc.). Feit is echter dat voor zover financiële activiteiten gereguleerd zijn, dit nagenoeg altijd op de grond van Europese regelgeving geschiedt. Er is mij nauwelijks regulering van financiële activiteiten bekend die geen oorsprong vindt in sectorale Europese regelgeving.²⁴⁴ Er is daarom ook geen relevante jurisprudentie waarin het VWEU bij gebreke aan sectorale regelgeving wordt toegepast op financiële activiteiten.

3.2. De vier vrijheden van het VWEU

3.2.1. Welke van de vier vrijheden zijn relevant voor financiële dienstverlening?

De vier vrijheden maakten van het begin af aan onderdeel uit van (de voorgangers van) het VWEU.²⁴⁵ De klassieke vier vrijheden betreffen het vrij verkeer van (i) goederen, (ii) personen, (iii) vestiging en (iv) diensten. Nadien is daar het vrije kapitaalverkeer bijgekomen.²⁴⁶ Deze vrijheden hebben tot doel de interne markt van de Europese Unie te faciliteren en bevorderen. De interne markt is een ruimte zonder binnengrenzen waarin het vrije verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal is gewaarborgd.²⁴⁷ Voor het bestek van dit onderzoek zijn uitsluitend de vrijheid van vestiging,²⁴⁸ en het vrij verkeer van diensten²⁴⁹ en kapitaal²⁵⁰ van belang.²⁵¹

²⁴⁴ Wel gebeurt het regelmatig dat lidstaten eerst ieder voor zich ingrijpen en dat kort daarop wordt voorzien in Europese regelgeving.

²⁴⁵ A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 391.

²⁴⁶ Inmiddels is dus sprake van vijf vrijheden, maar in de literatuur wordt desalniettemin altijd gesproken over vier vrijheden. Zie bijv. de veelzeggende titel van het boek *The Substantive Law of the EU, The Four Freedoms*, van C. Barnard, OUP: Oxford 2013.

²⁴⁷ VWEU, art. 26.

De vrijheid van vestiging omvat de toegang tot werkzaamheden anders dan in loondienst en de uitoefening daarvan alsmede de oprichting en het beheer van ondernemingen, en de oprichting van agentschappen, filialen of dochterondernemingen.²⁵² Dienstverrichting onderscheidt zich van vestiging, doordat bij dienstverrichting de betrokkenheid bij de economie van een andere lidstaat tijdelijk is.²⁵³ In de praktijk bestaat er geen harde lijn tussen dienstverrichting en vestiging, maar kan de ene activiteit in de andere overlopen.²⁵⁴ Anders dan de woorden dienstverrichting en vestiging namelijk doen vermoeden, kan men ergens slechts een dienst verrichten hoewel men daar een kantoor heeft en kan men ergens gevestigd zijn zonder daar zelf fysiek aanwezig te zijn. Het essentiële onderscheid tussen dienstverrichting en vestiging is, dat bij vestiging zowel sprake is van een duurzame betrokkenheid met de economie van de host-state als een lokale infrastructuur om de markt van de host-state te bewerken.²⁵⁵

Als sprake is van een duurzame betrokkenheid bij de economie van de host-state door middel van een al dan niet zelf beheerde vaste inrichting, dan is sprake van vestiging.²⁵⁶ Het Hof oordeelde dat een werkzaamheid die duurzaam wordt uitgeoefend of waarvan althans het einde niet valt te voorzien, niet onder dienstverrichting, maar onder vestiging valt.²⁵⁷ Men kan ergens gevestigd zijn, zonder zélf over een kantoor te beschikken. Zo oordeelde het Hof dat de fysiek uitsluitend in Engeland gevestigde gokonderneming Stanley ook in Italië gevestigd was. De Engelse onderneming had namelijk commerciële overeenkomsten gesloten met Italiaanse tussenpersonen (agentschappen) betreffende de oprichting van centra voor datatransmissie.²⁵⁸ Deze centra stelden computertelecommunicatiemiddelen ter beschikking van de gebruikers, verzamelden en registreerden de gokintenties en zonden deze toe aan Stanley. Op deze manier kon de Engels onderneming Stanley rechtstreeks cliënten benaderen in Italië. Beperkingen van de activiteiten van de Italiaanse agentschappen hielden een belemmering van de vrijheid van vestiging in.²⁵⁹

Bij een tijdelijke betrokkenheid is sprake van dienstverrichting. Het Hof oordeelde over dienstverrichting dat het tijdelijk karakter van de betrokken werkzaamheden niet enkel aan de hand van de duur van de dienst moet worden beoordeeld, doch tevens aan de hand van de frequentie, de periodiciteit of de continuïteit ervan.²⁶⁰ Het tijdelijke karakter van een dienst sluit niet uit, dat de dienstverrichter zich in de host-state voorziet van een zekere infrastructuur (daaronder begrepen een kantoor), wanneer die infrastructuur noodzakelijk is om de betrokken dienst te kunnen verrichten.²⁶¹ Het Hof oordeelde in een andere zaak dat het loutere feit dat een onderneming over een

²⁴⁸ VWEU, art. 49.

²⁴⁹ VWEU, art. 56.

²⁵⁰ VWEU, art. 63.

²⁵¹ Het enige aspect waarbij het vrij verkeer van personen specifiek relevant kan zijn voor de financiële sector, betreft de waarde die moet worden toegekend door een toezichthouder aan het feit dat een toezichthouder uit een andere lidstaat bestuurders van een financiële onderneming reeds geschikt (of juist ongeschikt) heeft bevonden. Het vrije verkeer van goederen is in het geheel niet relevant, aangezien financiële diensten of activiteiten geen goederen zijn.

²⁵² HvJEU 30 november 1995, C-55/94 (*Gebhard*), rov. 23.

²⁵³ Zie nader A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 533.

²⁵⁴ Zie nader A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 533.

²⁵⁵ HvJEU 30 april 2014, C-475/12 (*UPC/Nemzeti Media*), rov. 73-75.

²⁵⁶ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 35.

²⁵⁷ HvJEU 5 oktober 1988, C-196/87 (*Steymann*), rov. 16.

²⁵⁸ HvJEU 6 november 2003, C-243/01 (*Gambelli*), rov. 14. Zie over de vraag wanneer een tussen persoon de kenmerken vertoont van een bijkantoor tevens HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 21 en HvJEU 18 maart 1981, 139/80 (*Blanckaert & Willemis*), rov. 13.

²⁵⁹ HvJEU 6 november 2003, C-243/01 (*Gambelli*), rov. 46. Bevestigd in HvJEU 8 september 2010, C-409/06 (*Winner Wetten*), rov. 47. Zie tevens HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*), rov. 46 waar juist het ontbreken van lokale tussenpersonen tot de conclusie leidde dat er geen sprake was van vestiging. Zie M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 54 e.v.

²⁶⁰ HvJEU 30 november 1995, C-55/94 (*Gebhard*), rov. 27. Bevestigd in HvJEU 11 december 2003, C-215/01 (*Schnitzer*), rov. 28.

²⁶¹ HvJEU 30 november 1995, C-55/94 (*Gebhard*), rov. 27. Bevestigd in HvJEU 11 december 2003, C-215/01 (*Schnitzer*), rov. 28.

communicatieserver in de host-state beschikte, echter onvoldoende grond was om te concluderen dat van vestiging sprake is.²⁶² De klanten hadden namelijk uitsluitend te maken met de buitenlandse aanbieder, zonder te merken dat er informaticaondersteuning werd verleend door een in de host-state gevestigde server.

Het onderscheid tussen dienstverrichting en vestiging is overigens niet essentieel, nu toepassing van de vrijheid van dienstverrichting en de vrijheid van vestiging in de rechtspraak van het Hof meestal tot dezelfde conclusies leidt.²⁶³ Anderzijds wees Tison in 1999 erop dat de vrijheid van dienstverrichting verder gaat, omdat bij dienstverrichting een minder sterke territoriale band bestaat tussen de dienstverrichter en de host-state dan bij vestiging²⁶⁴ en omdat een consument geen onderscheid zal maken tussen een lokale financiële onderneming en een bijkantoor van een buitenlandse financiële onderneming en dus zal verwachten dat beide onder lokaal toezicht staan.²⁶⁵ Een belemmering zal daarom volgens Tison bij vestiging eerder proportioneel en daarmee toelaatbaar zijn dan bij dienstverrichting. Ook Kaldellis zag een onderscheid tussen vestiging en dienstverrichting, waarbij een onderneming die in een andere lidstaat gevestigd is in beginsel moet voldoen aan de lokale regels, terwijl een onderneming die slechts een dienst verleent in een andere lidstaat in beginsel kan volstaan de regels van zijn home-state na te leven.²⁶⁶

Zoals ik uitvoerig zal toelichten in hoofdstuk 3.7.3.1 van deel B, ben ik van oordeel dat dit onderscheid tussen dienstverrichting en vestiging inmiddels niet meer gerechtvaardigd is. Vroeger betekende een keuze om geen vestiging te openen, dat de activiteit noodzakelijkerwijs beperkt was. In het internet tijdperk echter kan een bedrijf ook zeer innig met een economie verbonden zijn zonder hier enige fysieke aanwezigheid te hebben. Dit geldt in het bijzonder voor financiële ondernemingen, waar geen product bestaat dat fysiek hoeft te worden afgeleverd. Ik zie dan ook geen reden meer voor een onderscheid.²⁶⁷ Het is mijn indruk dat inmiddels ook door het Hof nauwelijks nog eisen worden gesteld om te kunnen spreken van een vestiging en dat de commerciële aanwezigheid belangrijk is voor het Hof dan de fysieke aanwezigheid.²⁶⁸

Kapitaalverkeer is in het VWEU niet gedefinieerd.²⁶⁹ Tison legt echter uit dat het bij kapitaalverkeer gaat om eenzijdige waardeoverdracht tussen burgers in twee lidstaten. Deze overdracht is gericht op een belegging of investering en niet op het verkrijgen van een tegenprestatie.²⁷⁰ Echter ook het verschil tussen kapitaalverkeer enerzijds en dienstverrichting en vestiging anderzijds is niet heel relevant, nu de

²⁶² HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 34-36. Zie in de zelfde zin preambule 19 Richtlijn 2000/31/EG van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2000 betreffende bepaalde juridische aspecten van de diensten van de informatiemaatschappij, met name de elektronische handel, in de interne markt („richtlijn inzake elektronische handel”), preambule 19 waarover nader N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008 2^{de} druk, p. 385.

²⁶³ Zie nader A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 533, S. Weatherill, *Cases & Materials on EU Law*, OUP: Oxford 2010, p. 426. Conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 56 en Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 20. Voor de goede orde wijs ik erop dat in art. 2 lid 2 sub b van de Dienstenrichtlijn financiële diensten van de werkingssfeer van deze richtlijn worden uitgesloten.

²⁶⁴ M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 66 en M. Tison, What is ‘General Good’ in EU Financial Services Law?, *Legal Issues of Economic Integration* 1997, p. 67. Zie tevens T. Incalza, National anti-money laundering legislation in a unified Europe: Jyske, *CML Rev.* 2014, p. 1846 en 1847 en de hier aangehaalde literatuur en A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 554.

²⁶⁵ M. Tison, What is ‘General Good’ in EU Financial Services Law?, *Legal Issues of Economic Integration* 1997, p. 32.

²⁶⁶ E.I. Kaldellis, Freedom of Establishment versus Freedom to Provide Services: An Evaluation of Case-law Developments in the Area of Indistinctly Applicable Rules, *Legal Issues of Economic Integration* 2001, p. 44.

²⁶⁷ Zie in zelfde zin Conclusie AG Bot 4 oktober 2012, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 86.

²⁶⁸ Zie de recente arresten HvJ EU 1 oktober 2015, C-230/14 (*Weltimmo s. r. o.*), rov. 31 en HvJEU 28 juli 2016, C-191/15 (*Verein für Konsumenteninformation/ Amazon EU Sàrl*), rov. 72-81.

²⁶⁹ Zie Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 45 waarin de AG opmerkt dat er geen definitie is van kapitaalverkeer maar dat het Hof volgens vaste rechtspraak voor de definitie van kapitaalverkeer verwijst naar de nomenclatuur van de inmiddels ingetrokken bijlage 1 bij richtlijn 88/631. Zie in zelfde zin HvJEU 3 oktober 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 41.

²⁷⁰ M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 10. Tison heeft dit weer ontleend aan HvJEU 31 januari 1984, 286/82 en 26/983 (*Luisi en Carbone*), rov. 21.

gevolgen van het feit dat een activiteit of dienst onder de vrijheid van kapitaalverkeer valt meestal niet tot een andere uitkomst leidt dan bij dienstverrichting of vestiging.²⁷¹

Er kan alleen een beroep op de vrijheden worden gedaan, als sprake is van een grensoverschrijdende dimensie.²⁷² Dit is bijvoorbeeld het geval, als de cliënt en de financiële onderneming in andere lidstaat wonen of de financiële onderneming vestigingen of dochterondernemingen in verschillende lidstaten heeft.²⁷³

Als een dienst van een financiële onderneming onder de vrijheden valt, dan heeft dit een aantal gevolgen, die ik hierna toelicht. Ik maak hierbij onderscheid tussen drie type maatregelen van lidstaten, die in beginsel verboden zijn en de mogelijke gronden voor rechtvaardiging van deze maatregelen.

3.2.2. Geen expliciete discriminatie

Het is lidstaten verboden te discrimineren tussen zuiver nationale situaties en grensoverschrijdende situaties. Gevallen van discriminatie zijn meestal gemakkelijk te herkennen. Het gaat erom dat de buitenlandse partij aan extra eisen moeten voldoen of minder rechten heeft vanwege het feit dat deze buitenlands is. Wyatt noemt als voorbeelden het geval dat het uitsluitend mogelijk is zaken te doen binnen een lidstaat als in deze lidstaat een rechtspersoon wordt gevestigd of de aandelen in de onderneming worden gehouden door inwoners van deze lidstaat.²⁷⁴

3.2.3. Geen maatregelen van gelijke werking

Er zijn maatregelen van de lidstaten die formeel niet, maar de facto wel discriminerend zijn. Ook dergelijke maatregelen zijn in beginsel verboden. De lidstaat stelt dan eisen waaraan de facto alleen lokale ondernemingen kunnen voldoen, of waaraan lokale ondernemingen makkelijker kunnen voldoen. Een voorbeeld van een maatregel waaraan lokale ondernemingen makkelijker kunnen voldoen, is de eis te stellen dat een arbeidsbureau met een vergunning uit een andere lidstaat ook een vergunning moeten aanvragen in de lidstaat waar deze een dienst wil verrichten.²⁷⁵ De reden hiervoor is dat een buitenlandse onderneming reeds kosten heeft moeten maken voor zijn eerste vergunning, terwijl een lokale onderneming slechts één keer kosten maakt voor deze vergunning.²⁷⁶ Zoals hierna zal blijken, komt dit type maatregelen bij financiële dienstverlening veel voor. Het gaat dus om maatregelen of eisen die niet expliciet discrimineren, maar die voornamelijk ongunstig werken voor ondernemingen uit andere lidstaten.

3.2.4. Maatregelen die uitoefening van de vrijheden belemmeren

De derde categorie van in beginsel verboden maatregelen bestaat uit belemmeringen die niet expliciet of de facto discriminerend zijn. Deze categorie is moeilijk af te bakenen en dreigt in de praktijk steeds verder uit te dijen.

²⁷¹ M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 11-12. Zie over het verschil tussen beiden uitvoerig Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (Fidium Finanz), rov. 45.

²⁷² Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 431 voor het vrije verkeer van goederen en p. 500 voor het vrije verkeer van personen. M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 13 voor diensten. Deze principes gelden eveneens voor de vrijheid van vestiging en kapitaalverkeer.

²⁷³ M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 14.

²⁷⁴ Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 545.

²⁷⁵ HvJEU 18 januari 1979, 110/78 (*Van Wesemael*), rov. 29. Zie over deze zgn. *double burdens* problematiek uitvoerig V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 110 e.v.

²⁷⁶ Zie expliciet het Hof in HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 14.

Eén van de leading cases in deze categorie is de zaak Gebhard. In de zaak Gebhard oordeelde het Hof over een niet expliciet of de facto discriminerende belemmering van de vrijheid van vestiging:²⁷⁷ “Het is evenwel vaste rechtspraak van het Hof, dat nationale maatregelen die de uitoefening van de in het Verdrag gewaarborgde fundamentele vrijheden kunnen belemmeren of minder aantrekkelijk kunnen maken, aan vier voorwaarden moeten voldoen: zij moeten zonder discriminatie worden toegepast, zij moeten hun rechtvaardiging vinden in dwingende redenen van algemeen belang, zij moeten geschikt zijn om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te waarborgen, en zij mogen niet verder gaan dan nodig is voor het bereiken van dat doel.” In de zaak Säger werd overeenkomstig geoordeeld ten aanzien van dienstverrichting:²⁷⁸ “Allereerst moet worden opgemerkt, dat artikel 59 EEG-Verdrag niet alleen de afschaffing van iedere discriminatie van de dienstverrichter op grond van diens nationaliteit verlangt, maar tevens de opheffing van iedere beperking - ook indien deze zonder onderscheid geldt voor binnenlandse dienstverrichters en dienstverrichters uit andere Lid-Staten - die de werkzaamheden van de dienstverrichter die in een andere Lid-Staat is gevestigd en aldaar rechtmatig gelijksoortige diensten verricht, verbiedt of anderszins belemmert.” Ook bij kapitaalverkeer zijn dergelijke belemmeringen in beginsel niet toegestaan.²⁷⁹

Het is deze categorie van maatregelen die in de praktijk tot de meeste discussie leidt. De reden hiervoor is dat in beginsel elke vorm van regulering het moeilijker maakt gebruik te maken van de verkeersvrijheden. De rechtspraak van het Hof, indien letterlijk genomen, zou tot gevolg hebben dat elke vorm van regulering door een lidstaat die van toepassing is op een grensoverschrijdende situatie rechtvaardiging behoeft.²⁸⁰ Dit zou echter niet de bedoeling moeten zijn, aangezien dit te ver ingrijpt op de bevoegdheid van lidstaten om activiteiten die zich op hun grondgebied afspelen te reguleren.²⁸¹ Deze constatering leidt tot veel wetenschappelijk debat over de reikwijdte van de vier vrijheden, maar helaas niet tot een eenduidig antwoord.²⁸² Uit dit debat destilleer ik drie m.i. meest relevante constateringen:²⁸³

- (i) Maatregelen die specifiek de toegang tot -hetgeen onderscheiden moet worden van het actief zijn op- een markt betreffen, moeten in ieder geval gerechtvaardigd worden. Het gaat hier om maatregelen die nieuwe toetreders harder treffen dan de partijen die reeds op een markt actief zijn.²⁸⁴ Deze maatregelen zijn op zichzelf niet discriminerend zolang lokale nieuwe toetreders even hard worden getroffen als buitenlandse nieuwe toetreders, maar moeten toch worden gerechtvaardigd. De reden hiervoor is dat de gevestigde partijen meestal lokale partijen zullen zijn en de nieuwe toetreders meestal van buiten de lidstaat komen. Maatregelen die nieuwe toetreders harder treffen dan bestaande partijen, belemmeren daardoor de verdere integratie van de Europese interne markt.
- (ii) Bij het vrije verkeer van goederen hoeven maatregelen die de verkoopmodaliteiten van producten betreffen, niet te worden gerechtvaardigd, mits die maatregelen van toepassing zijn op alle marktdeelnemers die op het nationale grondgebied activiteiten ontplooiën, en mits deze regulering zowel rechtens als feitelijk dezelfde invloed heeft op de verhandeling

²⁷⁷ HvJEU 30 november 1995, C-55/94 (*Gebhard*), rov. 37. Deze formulering is daarna nog vaak gebruikt, onder meer in HvJEU 17 juli 2008, C-389/05 (*Commissie/Frankrijk*), rov. 52 en 57.

²⁷⁸ HvJEU 25 juli 1991, C-76/90 (*Säger*), rov. 12.

²⁷⁹ Zie HvJEU 21 december 2011, C-271/09 (*Commissie/Polen*), rov. 50 t/m 73 en A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 661.

²⁸⁰ Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 541 en 548.

²⁸¹ V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 100.

²⁸² Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 524 en 552 e.v. en S. Weatherill, *Cases & Materials on EU Law*, OUP: Oxford 2010, p. 367.

²⁸³ Zie voor een aardig overzicht van de verschillende standpunten p. Pecho, Good-Bye Keck?: A Comment on the Remarkable Judgment in *Commission v. Italy*, C-110/05, *Legal Issues of Economic Integration* 2009, p. 257-272.

²⁸⁴ Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 524 en 552 e.v. Weatherill 2010, p. 550.

van nationale producten en op die van producten uit andere lidstaten. Dit volgt uit de Keck en Mithouard-jurisprudentie van het Hof.²⁸⁵ Voor zover financiële diensten kenmerken van producten betreffen, dient naar mijn oordeel hetzelfde te gelden. Zo kan ik mij voorstellen dat toezicht op de bepalingen die mogen worden opgenomen in een contract inzake een krediet onder de werking van de vier vrijheden valt -bij een krediet is het contract immers het product-, maar dat toezicht die de informatievoorziening over dit krediet betreft niet onder de vier vrijheden valt. Dat Keck en Mithouard ook op diensten moet worden toegepast, is echter niet onomstreden.²⁸⁶

- (iii) Bij bepaalde regulering is het verband tussen de regulering en de uitoefening van de verkeersvrijheid dermate onzeker, indirect of vergezocht, dat deze regulering niet gerechtvaardigd hoeft te worden.²⁸⁷ De facto is dan dus geen belemmering van het verkeer tussen lidstaten te duchten.

3.2.5. Rechtvaardiging

Voor alle hiervoor benoemde categorieën van inbreuken op de vier vrijheden geldt, dat deze gerechtvaardigd kunnen worden.²⁸⁸

Expliciet discriminerende maatregelen (behandeld onder 3.2.2) kunnen alleen worden gerechtvaardigd, als aan al de volgende vereisten die staan opgenomen in het VWEU is voldaan.²⁸⁹

- (i) De reden voor maatregelen is gelegen in de vereisten van openbare orde, de openbare veiligheid of de volksgezondheid.²⁹⁰
- (ii) De maatregelen mogen geen arbitraire discriminatie inhouden.
- (iii) De maatregelen moeten proportioneel zijn. Dit valt uiteen in twee delen. Ten eerste moet de maatregel geschikt zijn om het doel te bereiken. Ten tweede mag de maatregel niet verder gaan dan noodzakelijk.

Maatregelen van gelijke werking en andere belemmeringen (behandeld onder 3.2.3 en 3.2.4) kunnen gerechtvaardigd worden als aan al de volgende vereisten van de *Rule of Reason* is voldaan.²⁹¹

- (i) De reden voor maatregelen is gelegen in de vereisten van openbare orde, de openbare veiligheid en de volksgezondheid of andere zgn. *imperative requirements*. Er is geen limitatieve lijst van *imperative requirements*. In het kader van dit onderzoek zijn vooral de

²⁸⁵ HvJEU 24 november 1993, C-267/91 en C-268/91 (*Keck en Mithouard*).

²⁸⁶ Zie tevens M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 235 e.v. Anders V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 114 e.v. en p. 143. Hatzopoulos gaat echter niet expliciet in op financiële producten en diensten. Ook anders I. Lianos en D.M.B. Gerard, 'Regulatory Pluralism and Trust, in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 189. Naar mijn oordeel hechten beide auteurs te veel waarde aan het arrest *Alpine Investments*. Ik lees hierin echter geen principiële afwijzing van toepassing van het Keck en Mithouard arrest op diensten, maar slechts de constatering dat de situatie feitelijk anders was, omdat anders dan bij Keck en Mithouard de litigieuze regulering bij *Alpine Investments* niet feitelijk dezelfde invloed had op de verhandeling van nationale producten en op die van producten uit andere lidstaten. Bij *Alpine Investments* werden buitenlandse aanbieders harder getroffen dan lokale aanbieders. Zie in dezelfde zin M. Tison, What is 'General Good' in EU Financial Services Law?, *Legal Issues of Economic Integration* 1997, p. 9.

²⁸⁷ HvJEU 27 januari 2000, C-190/98 (*Graf*), rov. 23 en 24 en HvJEU 20 juni 1996, C-418/93 (*Semeraro*). Zie V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 113 e.v., M.S. Jansson en H. Kalimo, *De minimis* meets "market access": transformations in the substance - and the syntax - of EU free movement law?, *CML Rev.* 2014, p. 523-558 en N.N. Shuibhne, *The Coherence of EU Free Movement Law: Constitutional Responsibility and the Court of Justice*, OUP: 2013 het hoofdstuk Between Negative and Positive Scope? The Principles of De Minimis and Remoteness'.

²⁸⁸ Zie nader V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 119 en 120.

²⁸⁹ Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 436.

²⁹⁰ Zie VWEU, art. 52 en 62.

²⁹¹ Zie A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 573.

bescherming van consumenten, de integriteit van de financiële sector, en de economische stabiliteit van lidstaten van belang.²⁹²

- (ii) De maatregelen mogen niet op een discriminerende wijze worden toegepast.
- (iii) De maatregelen moet geschikt zijn om het doel te bereiken (suitability).²⁹³
- (iv) De maatregelen moet niet verder gaan dan noodzakelijk om het doel te bereiken (necessity).²⁹⁴
- (v) De maatregel moet consistent en coherent zijn met ander beleid van de lidstaat.²⁹⁵ Hiermee wordt bedoeld dat een maatregel niet gerechtvaardigd kan worden, indien de lidstaat ander beleid voert dat haaks staat op de doelen die de maatregel beoogt te bereiken.

3.2.6. Toepassing van de vier vrijheden op toezicht

Hierna beantwoord ik de vraag welke invloed de vier vrijheden hebben op de vraag welke lidstaat toezicht mag houden of juist moet houden. Bij de beantwoording van deze vragen baseer ik mij op de jurisprudentie van het Hof.

Ik probeer daarbij het antwoord op de vraag wie er toezicht mag/moet houden uit deze jurisprudentie te destilleren. Deze vraag wordt meestal niet direct gesteld, maar zit vaak verscholen in de vraag of een lidstaat bepaalde nationale regels mag toepassen. Dit gaat dan bijvoorbeeld om de vraag of de host-state mag eisen dat in de host-state een vergunning wordt aangevraagd, dat een permanente aanwezigheid wordt aangehouden op het grondgebied van de host-state of dat de host-state zelfs een monopolie van een staatsdeelneming mag voorschrijven. Al deze vereisten dienen immers ertoe om toezicht te kunnen houden of dit toezicht te vergemakkelijken.²⁹⁶ Deze voorschriften hebben namelijk niet tot doel om bepaalde materiële regels te stellen, maar het überhaupt mogelijk te maken dat regels worden afgedwongen.

3.3. Actief gebruik van de vrijheid van vestiging en dienstverrichting

3.3.1. Inleiding

In deze paragraaf beantwoord ik de vraag hoe de hierboven behandelde algemene principes tot toepassing komen op de vraag welke lidstaat toezicht mag en/of moet houden bij actief gebruik van de vier vrijheden. Dit betreft het geval, dat de financiële onderneming zich actief tot een markt van een andere lidstaat richt, hetzij door zich hier te vestigen hetzij door zich naar deze markt te verplaatsen om hier diensten te verlenen. Bij deze situatie zijn vier vragen relevant:

- (i) Mag de toezichthouder van de home-state toezicht houden?
- (ii) Moet de toezichthouder van de home-state toezicht houden?
- (iii) Mag de toezichthouder van de host-state toezicht houden?
- (iv) Moet de toezichthouder van de host-state toezicht houden?

Ik zal deze vragen hierna beantwoorden.

²⁹² Zie voor een uitvoeriger opsomming 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. 20.

²⁹³ Zie V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 173. Samen met iv en v uit deze opsomming valt dit onder het vereiste van proportionaliteit.

²⁹⁴ Zie V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 174.

²⁹⁵ Zie V. Hatzopoulos, *Regulating Services in the European Union*, OUP: Oxford 2012, p. 174 en HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 66.

²⁹⁶ M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 88 legt eveneens deze koppeling tussen de vestigingseis en de wens gemakkelijker toezicht te kunnen houden en op p. 414 de koppeling tussen de vergunningsplicht en de wens toezicht te houden.

3.3.2. Mag de home-state toezicht houden?

Voor zover mij bekend is de vraag of de toezichthouder van de home-state bij actief gebruik van de vier vrijheden toezicht mag houden alleen aan het Hof voorgelegd in de zaak *Alpine Investments*.

Alpine Investments 10 mei 1995

Het *Alpine Investments* arrest betrof de vraag in hoeverre Nederland toezicht mocht houden op beleggingsdiensten die vanuit Nederland werden verleend aan cliënten buiten Nederland.²⁹⁷ Nederland verbood het *Alpine Investments* om telefonisch contact op te nemen met potentiële cliënten zonder dat deze potentiële cliënten hier voorafgaande toestemming voor hadden gegeven (het zgn. *cold calling*) en maakte hierbij geen onderscheid tussen Nederlandse en buitenlandse cliënten. Nederland strekte hiermee dus zijn regulering en toezicht uit naar dienstverrichting die plaatsvond in een andere lidstaat. Op dat moment was het verlenen van deze beleggingsdiensten nog niet Europees geharmoniseerd, waardoor alleen (de voorganger van) het VWEU van belang was.²⁹⁸

Ten eerste oordeelde het Hof dat het feit dat voor dienstverleners die in de host-state gevestigd waren geen verbod op *cold calling* gold, niet automatisch tot de conclusie leidde dat het Nederlandse verbod een beperking van de vrijheid van dienstverrichting inhield.²⁹⁹ Ik lees in dit oordeel dat er geen algemene regel is die verbiedt dat home-states toezicht houden op de naleving van marketing van diensten die in een ander land verricht worden.³⁰⁰ Het Hof gaat er dus niet automatisch vanuit dat de bevoegdheid om toezicht te houden op de marketing van financiële producten in beginsel toekomt aan de host-state. Met andere woorden: dat voor marketing in de host-state de host-state als home-state heeft te gelden. Zou het Hof immers van oordeel zijn geweest, dat de toezichtsbevoegdheid Nederland niet toekwam, omdat deze alleen bij de host-state beruiste, dan zou het Hof meteen hebben getoetst of dit aanvullende Nederlandse toezicht te rechtvaardigen was. Het Hof had echter een vervolgstap nodig. Het Hof oordeelde dat in casu de Nederlandse regelgeving een beperking op de vrijheid van dienstverrichting inhield, omdat het marktdeelnemers een snelle en rechtstreekse mogelijkheid ontnam om reclame te maken en klanten te benaderen in andere lidstaten.³⁰¹ Het was dus niet het dubbele toezicht dat gerechtvaardigd moest worden, maar het feit dat überhaupt toezicht moest worden gehouden.³⁰² Er was dus slechts een belemmering zoals besproken in 3.2.4 hierboven en geen belemmering zoals besproken in 3.2.3.

Het verbod en het toezicht waren gerechtvaardigd. Nederland wilde de reputatie van de Nederlandse financiële markten en het belegend publiek beschermen.³⁰³ Het Hof achtte dit doel gerechtvaardigd. Het Hof ging ook specifiek in op de vraag of dit alleen de Nederlandse belegger en de reputatie binnen Nederland betrof of ook in het buitenland. Het Hof oordeelde dat de bescherming van consumenten op het grondgebied van andere lidstaten als zodanig weliswaar niet een taak is van de Nederlandse overheid, maar dat de aard en de omvang van deze bescherming direct van invloed zijn op de goede

²⁹⁷ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*). Zie over dit arrest uitvoerig M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 46 e.v.

²⁹⁸ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 14-15.

²⁹⁹ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 27.

³⁰⁰ Anders Conclusie AG Jacobs 26 januari 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 51 en 56 die ervan uitgaat dat elk verbod met extraterritoriale werking gerechtvaardigd moet worden. Voor de volledigheid wijs ik erop dat de marketingvereisten op dit punt afwijken van bijv. het solvabiliteitstoezicht. Het solvabiliteitstoezicht betreft altijd de volledige onderneming. Het is bij solvabiliteitstoezicht daarom niet mogelijk een onderscheid te maken tussen diensten die alleen in de host-state worden verleend en diensten die ook in de home-state worden verleend. Bij marketingregels zoals het verbod op *cold calling* is dit onderscheid wel mogelijk.

³⁰¹ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 28.

³⁰² Het verbod op *cold-calling* zou ook gerechtvaardigd hebben moet worden als een buitenlandse financiële onderneming de Nederlandse markt zou willen bewerken. Ook dan immers zou marktdeelnemers een snelle en rechtstreekse mogelijkheid zijn ontnomen om reclame te maken en klanten te benaderen in andere lidstaten.

³⁰³ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 40.

reputatie van de Nederlandse financiële markten. De handhaving van de goede reputatie van de nationale financiële sector kan dus een dwingende reden van algemeen belang zijn, die beperkingen op het vrij verrichten van financiële diensten kan rechtvaardigen.³⁰⁴

Alpine Investments stelde echter dat Nederland voor de bescherming van de reputatie van de Nederlandse financiële markten kon vertrouwen op het toezicht van de host-state. Dit argument werd door het Hof verworpen. Het Hof oordeelde namelijk dat de lidstaat van waaruit het telefoongesprek wordt gevoerd (de home-state), in de beste positie verkeert om cold calling te reguleren. Ook al wenste de host-state cold calling te verbieden of ter zake bepaalde voorwaarden te stellen, telefoongesprekken vanuit de home-state kan de host-state niet zonder medewerking van de home-state beletten of controleren. Derhalve kan het verbod van cold calling dat door home-state wordt uitgevaardigd teneinde het vertrouwen van de beleggers in de financiële markten van de home-state te beschermen, niet ongeschikt worden geacht ter bereiking van het doel, namelijk de integriteit van deze markten te verzekeren.³⁰⁵

Uit het Alpine Investments arrest zijn de volgende lessen te trekken:

(i) Geen algemene regel die toezicht beperkt tot territorium home-state

Er bestaat geen algemene regel dat alleen de host-state toezicht mag houden op de naleving van gedragsregels op zijn grondgebied. Extraterritoriale werking van toezicht door de home-state is toegestaan.

(ii) De home-state moet wel een eigen belang hebben bij het toezicht

De home-state zal echter wel moet kunnen toelichten waarom hij er een eigen belang bij heeft ook buiten zijn grondgebied toezicht te houden. Het moet een belang zijn wat de home-state specifiek aangaat. Zo werd in het Alpine Investments arrest de bescherming van consumenten in de host-state van onvoldoende belang geacht, niet omdat consumentenbescherming in het algemeen van onvoldoende belang is, maar omdat bescherming van consumenten in een *andere* lidstaat van onvoldoende belang was. Bescherming van de reputatie van de *eigen* financiële markt werd echter wel van voldoende belang geacht. Naar mijn oordeel is deze les niet beperkt tot de bescherming van consumenten, maar geldt in het algemeen dat lidstaten geen bemoeizorg mogen verlenen, ook niet als het bijvoorbeeld gaat om prudentiële overwegingen. Er moet altijd sprake zijn van een *eigen* belang.³⁰⁶

³⁰⁴ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 43-44.

³⁰⁵ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 48-49. Zie in zelfde zin AG Jacobs conclusie 26 januari 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 67.

³⁰⁶ In zelfde zin Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 62 en Conclusie AG Léger 20 juni 1995, C-5/94 (*Hedley Lomas*), rov. 32 en Conclusie AG Léger 15 juli 1997, C-1/96 (*Compassion in World Farming*), rov. 88. Ryngaert ziet hierin zelfs een meer algemeen principe van internationaal recht C. Ryngaert, *Unilateral Jurisdiction and Global Values*, Oratie in verkorte vorm uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar Internationaal Publiekrecht aan de Faculteit Recht, Economie, Bestuur en Organisatie van de Universiteit Utrecht op maandag 30 maart 2015, p. 13. Ryngaert merkt hierbij overigens op dat dit niet alleen het belang dient van de andere staat die niet wil worden lastig gevallen door de jurisdictie van de andere staat, maar ook dat van de staat zelf aangezien deze geen energie verspilt aan het handhaven van normen waarbij deze geen belang heeft.

(iii) In geval van conflicterende belangen gaat die lidstaat voor die in de beste positie verkeert om toezicht te houden

Als sprake is van verschillende lidstaten die belang hebben bij verwezenlijking van een bepaald beleidsdoel, beoordeelt het Hof welke lidstaat in de beste positie verkeert om toezicht te houden.³⁰⁷ In het Alpine Investments arrest ging het om een verbod op cold calling. De home-state was in de beste positie om dit verbod op cold calling te kunnen afdwingen.³⁰⁸

3.3.3. Moet de home-state toezicht houden?

In het verlengde van de vraag of de home-state toezicht mag houden, ligt de vraag of deze ook toezicht moet houden. Vooropgesteld zij dat de home-state in beginsel zelf bepaalt op welke zaken deze überhaupt toezicht wil houden. Dit is alleen anders als op Europees niveau harmonisatie heeft plaatsgevonden. Hierna gaan we er echter vanuit dat de home-state reeds heeft besloten in ieder geval binnen haar grenzen bepaalde normen te handhaven. De vraag is derhalve: moet de home-state proberen ervoor te zorgen dat ondernemingen die onder zijn toezicht staan zich in het buitenland net zo netjes gedragen als in het binnenland?

Bij de beantwoording van deze vraag kan een onderscheid gemaakt worden tussen financiële ondernemingen die alleen over de grenzen financiële diensten verlenen en financiële ondernemingen die ook in home-state financiële diensten verlenen.

Een financiële onderneming die alleen in het buitenland financiële diensten verleent, staat doorgaans niet onder financieel toezicht in zijn home-state. In Nederland bijvoorbeeld richten de verbodsbepalingen in de Wft zich in beginsel alleen tot financiële ondernemingen die in Nederland cliënten bedienen.³⁰⁹ De gedachte is dat de Nederlandse overheid geen belang heeft bij het welzijn van buitenlandse cliënten. Dit is geheel in overeenstemming met het VWEU. De bescherming van consumenten op het grondgebied van andere lidstaten is immers niet een taak van de home-state.³¹⁰ De home-state heeft dus geen verplichting om in het belang van de host-state toezicht te houden.³¹¹

Als de financiële onderneming zowel in zijn home-state als in een host-state diensten verleent, staat deze financiële onderneming doorgaans wel onder toezicht van de home-state. Echter ook dan is de home-state niet verplicht toezicht te houden, dat uitsluitend in het belang van de host-state is. Dit volgt nog steeds uit Alpine Investments.³¹² Dit betekent bijvoorbeeld dat de home-state niet verplicht is, toe te zien op de naleving van de gedragsregels bij diensten die worden verricht vanuit een bijkantoor in de host-state. De home-state heeft overigens vaak ook niet de bevoegdheid en daarmee de

³⁰⁷ Zie in zelfde zin A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 112. Zie ook HvJEU 13 mei 1997, C-233/94 (*Duitsland/Europees Parlement en Raad*), rov. 64 waarin het Hof overwoog dat er geen beginsel in het VWEU is dat home-state toezicht voorschrijft. Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 40 verwijst naar enkele andere voorbeelden waarbij de home-state moest wijken.

³⁰⁸ Zie over het feit dat home-state bij online dienstverlening doorgaans het best zou zijn toezicht te houden N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008 2^{de} druk, p. 384 en daar aangehaalde literatuur en bronnen.

³⁰⁹ Zie C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht. Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen, 4^{de} druk, Boom Juridische Uitgevers, Den Haag 2012, p. 17 en 139-148.

³¹⁰ HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 43-44.

³¹¹ Zie in zelfde zin M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 363 die hier aangeeft dat de vier vrijheden alleen een negatieve werking hebben. Zij bepalen slechts dat als de home-state een bepaalde activiteit al regelt, de host-state dit niet ook mag doen. Zij leiden echter niet tot de extra-territoriale werking van het recht van de home-state. Zie in zelfde zin M. Ortino, *The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services*, *International and Comparative Law Quarterly* 2007, p. 319 die meent dat het beginsel van wederzijdse erkenning in het VWEU geen verplichting toezicht te houden oplegt, maar slechts dubbel toezicht voorkomt.

³¹² HvJEU 10 mei 1995, C-384/93 (*Alpine Investments*), rov. 43-44. Dit is uiteraard anders wanneer uit lagere Europese regelgeving volgt dat de home-state ook over de grenzen toezicht moet houden, zoals bijv. de Richtlijn inzake elektronische handel.

mogelijkheid deze regels in het territorium van de host-state te handhaven.³¹³ Echter ook als home-state wel de mogelijkheid heeft regels ten aanzien van diensten die zijn gericht op de host-state te handhaven, bijvoorbeeld omdat deze via internet worden verleend, dan is de home-state hiertoe niet verplicht. Het gevolg is dan uiteraard wel, dat als de home-state geen toezicht houdt, de host-state zijn eigen eisen volledig kan toepassen. Er is dan immers geen sprake van dubbel toezicht.

Er is echter ook toezicht dat naar zijn aard de hele financiële onderneming betreft. Zo is het niet mogelijk het prudentieel toezicht te beperken tot de werkzaamheden in de home-state. Het regulatorisch kapitaal komt immers ten goede van de hele rechtspersoon en de betrouwbaarheid van de bestuurders verschilt niet afhankelijk van of zij voor het bijkantoor werkzaamheden verrichten of voor de hoofdvestiging. De home-state zal naar mijn oordeel dan bij zijn afwegingen het belang van alle betrokkenen moet meewegen en hierbij geen onderscheid mogen maken tussen zijn eigen burgers (en andere eigen belangen) en buitenlandse burgers (en andere buitenlandse belangen). Dit betekent dat de home-state de belangen van de host-state niet mag opofferen voor de belangen van de home-state en dat deze buitenlandse burgers bij fouten in het toezicht op gelijke wijze recht hebben op schadevergoeding. Anders handelt de home-state in strijd met het algemene discriminatieverbod van het VWEU.³¹⁴ Deze conclusie is noodzakelijk, want als de home-state op bepaalde aspecten toezicht houdt, kan de host-state dit meestal niet meer doen (zie hierna uitvoerig 3.3.4). Als de home-state, wanneer het puntje bij het paaltje komt, niet tevens voor de belangen van de cliënten in de host-state zou opkomen, vallen deze tussen wal en schip.

Deze visie wordt naar mijn oordeel ondersteund door het oordeel van de EFTA court in de zaak *Landsbanki*. Ik wijs erop dat het hier slechts een arrest van de EFTA court betreft. Arresten van de EFTA court zijn minder gezaghebbend dan arresten van het Hof van de Europese Unie. Bovendien raakt de EFTA court de vraag slechts zijdelings. Ik licht de zaak toe.

Landsbanki, 28 januari 2013

De vraag in hoeverre een toezichthouder onder het Europese recht verplicht is om cliënten van bijkantoren gelijk te behandelen als nationale cliënten kwam aan de orde in de zaak die de EFTA surveillance authority had aangespannen tegen IJsland.³¹⁵ In deze zaak werd IJsland verweten na de ondergang van Landsbanki IJslandse cliënten van Landsbanki beter te hebben behandeld dan buitenlandse cliënten. Volgens de EFTA surveillance authority was dit in strijd met het Europese recht. Helaas had de EFTA surveillance authority haar vordering verkeerd ingestoken, waardoor de EFTA court op deze principiële vraag geen antwoord heeft moeten geven.³¹⁶ De vordering van de EFTA surveillance authority kwam namelijk niet erop neer dat de Engelse en Nederlandse gedupeerden van de Landsbanki gelijk moesten worden behandeld als de IJslandse gedupeerden. Zij moesten volgens de EFTA surveillance authority weliswaar anders worden behandeld dan zij waren behandeld, maar niettemin nog steeds anders dan de IJslandse gedupeerden. Nu het Europese recht alleen recht op gelijke behandeling geeft, werd de vordering van de EFTA surveillance authority afgewezen, zonder dat de principiële vraag beantwoord werd of IJsland bij financieel toezicht haar eigen burgers beter mocht behandelen dan buitenlandse burgers. Slechts in een obiter dictum ging de EFTA court beknopt op deze vraag in. De EFTA court overwoog dat EEA staten een wijde beoordelingsmarge hebben bij het maken van keuzes inzake fundamenteel economisch beleid in het

³¹³ Zie in zelfde zin M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 363.

³¹⁴ VWEU art. 18. Voor de goede orde, de verplichting toezicht te houden volgt dan niet uit de vier vrijheden, maar uit het discriminatieverbod.

³¹⁵ EFTA Court, 28 januari 2013, E-16/11 (*Landsbanki*). Zie nader M. Hanten en M. Plaschke, *EU law impact on deposit protection in the financial crisis: Icesave*, *CML Rev.* 2014, p. 295-310.

³¹⁶ EFTA Court, 28 januari 2013, E-16/11 (*Landsbanki*), rov. 226.

geval van een systeemcrisis. Volgens de EFTA court zou dit in aanmerking moet worden genomen bij de beoordeling of eventuele discriminerende maatregelen van IJsland gerechtvaardigd kunnen worden.³¹⁷

Ik maak hieruit op dat bij toezicht dat naar zijn aard de hele onderneming betreft, buitenlandse cliënten gelijk moeten worden behandeld aan binnenlandse cliënten, maar dat in uitzonderlijke gevallen zoals de IJslandse systeemcrisis misschien hiervan mag worden afgeweken. Als er in de eerste instantie geen verplichting zou hebben bestaan om buitenlandse cliënten gelijk te behandelen, dan hoefde ook niet het systeemcrisis worden aangehaald als rechtvaardiging om in het concrete geval van deze hoofdregel af te wijken.

3.3.4. Mag de host-state toezicht houden?

De vraag of de host-state toezicht mag houden als een financiële onderneming uit een andere lidstaat door middel van uitoefening van de vrijheid van dienstverrichting of vestiging de markt betreedt, is in de jurisprudentie vaak aan de orde gekomen. Ik bespreek enkele zaken.

Duitse verzekeraars, 4 december 1986

De vraag in hoeverre de host-state bij dienstverrichting toezicht mag houden kwam uitvoerig aan de orde in het Duitse verzekeraarsarrest.³¹⁸ Duitsland schreef voor, dat verzekeraars die door middel van dienstverrichting op de Duitse markt actief waren in Duitsland een vaste inrichting moesten aanhouden. Alleen dit zou Duitsland naar zijn oordeel in staat stellen adequaat toezicht te houden. De Europese Commissie stelde hiertegen een inbreukprocedure in.

Het Hof oordeelde, dat de vrijheid van dienstverrichting in de eerste plaats beschermt tegen discriminatie.³¹⁹ In beginsel mag de host-state dan ook zijn eigen wettelijke bepalingen toepassen, mits deze zonder onderscheid tussen binnenlandse en buitenlandse financiële ondernemingen wordt toegepast. Dit recht van de host-state is echter niet onbepikt. Het Hof oordeelde namelijk dat niet elke nationale wettelijke bepaling die voor de onderdanen van de host-state geldt en die gewoonlijk het oog heeft op een duurzame activiteit van aldaar gevestigde ondernemingen, eveneens ten volle kan worden toegepast op werkzaamheden van tijdelijke aard, uitgeoefend door in andere lidstaten gevestigde ondernemingen.³²⁰

Vervolgens gaat het Hof na onder welke omstandigheden een maatregel van de host-state te ver gaat. Het Hof stelt vast dat de eis om een vaste inrichting in de host-state te hebben en hier een vergunning aan te vragen, een ernstige beperking op het vrij verkeer van diensten inhoudt.³²¹ Het beschermen van de belangen van verzekeringsnemers kan deze beperking mogelijk rechtvaardigen.³²² Het is een valide belang. Overigens merkt het Hof in reactie op opmerkingen van het Verenigd Koninkrijk op, dat sommige verzekeringsnemers of risico's minder bescherming nodig hebben. Beperkingen zijn dan minder snel en soms in het geheel niet gerechtvaardigd. Het gaat hier dan in het bijzonder om bedrijfsverzekeringen.³²³ In elk geval dienen de beperkingen niet verder te gaan dan nodig. Het is deze proportionaliteitstoets waarop sommige Duitse maatregelen struikelen.

³¹⁷ EFTA Court, 28 januari 2013, E-16/11 (*Landsbanki*), rov. 227.

³¹⁸ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*). Zie nader N. Tornberg, *The Commission's Communications of the General Good -magna carta or law-making?*, *European Business Law Review* 1999, p. 25.

³¹⁹ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 25-26. Zie tevens HvJEU 17 december 1981, 279/80 (*Webb*), rov. 16.

³²⁰ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 26. Zie tevens HvJEU 17 december 1981, 279/80 (*Webb*), rov. 16.

³²¹ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 28.

³²² HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 33.

³²³ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 49, 50 en 64.

Het Hof constateert dat een aantal aspecten waarop in de meeste lidstaten bij verzekeringsondernemingen toezicht wordt gehouden, niet is geharmoniseerd door de verzekeringsrichtlijnen. Het gaat hier om de bepalingen betreffende de technische reserves of voorzieningen en bepalingen betreffende de verzekeringsvoorwaarden.³²⁴ Op deze aspecten mocht Duitsland als host-state toezicht houden.

Wat betreft de wijze van toezicht oordeelde het Hof dat de eis van een vergunning een in alle lidstaten en de Europese regelgeving geaccepteerde methode is.³²⁵ Een paspoortstelsel³²⁶ waarbij de vergunning alleen wordt afgegeven door de home-state en geldt in heel de Europese Unie kon volgens het Hof alleen worden ingesteld door Europese regelgeving. Totdat dit geregeld was, mocht Duitsland dan ook eisen dat alleen zichzelf de vergunning kon afgeven.³²⁷

Het Hof benadrukt echter wel dat het toezicht van de host-state geen doublures mag inhouden. De host-state mag geen voorwaarden stellen die reeds in de home-state gelden en moet rekening houden met controles die reeds in de home-state hebben plaatsgevonden.³²⁸

Vervolgens toetst het Hof of Duitsland behalve de eis voor een vergunning ook mag eisen dat een onderneming een vaste inrichting in Duitsland aanhoudt.³²⁹ Duitsland stelt dat zij alleen dan adequaat kan controleren of de vergunningseisen worden nageleefd. Het Hof gaat hier niet in mee. Het Hof stelt vast dat de toereikendheid van de bezittingen van de verzekeringsonderneming kan worden gecontroleerd doordat deze bezittingen zich in de host-state moeten bevinden.³³⁰ Andere werkzaamheden kunnen worden gecontroleerd door middel van papieren documenten die worden toegezonden uit de home-state en die voor echt worden verklaard door de home-state.³³¹

De conclusies zijn:

- (i) De host-state mag alleen toezicht houden indien de host-state hier een valide belang bij heeft en voor zover dit toezicht iets toevoegt aan het toezicht van de home-state.
- (ii) De wens consumenten in zijn territorium te beschermen geeft de host-state een valide belang om toezicht te houden. De wens om professionele cliënten te beschermen is dit, zo laat het Hof doorschemeren, waarschijnlijk niet. Dit is dus niet een belang van de host-state dat door het Hof wordt erkend.
- (iii) Omdat in casu solvabiliteitsregels tussen de verschillende Europese staten afwijken, mocht Duitsland zijn eigen solvabiliteitsregels toepassen. Deze voegden immers wat toe.
- (iv) Echter ook binnen een set regelgeving moet worden nagegaan of het toezicht door de host-state geen doublure inhoudt van het toezicht van de home-state. In dat geval moet de host-state vertrouwen op het toezicht dat de home-state reeds heeft uitgevoerd en zal deze genoeg moeten nemen met verklaringen van de toezichthouder van de home-state dat bepaald toezicht heeft plaatsgevonden.

³²⁴ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 38 en 40.

³²⁵ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 44.

³²⁶ Zie over de werking van het Europees paspoort nader hoofdstuk 4.1 van dit deel.

³²⁷ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 46.

³²⁸ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 46.

³²⁹ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 51.

³³⁰ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 56. Zie in zelfde zin HvJEU 9 september 2010, C-64/08 (*Engelmann*), rov. 38.

³³¹ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 54. Het Hof is milder ten aanzien van gokondernemingen. Daar laat het Hof het aan de nationale rechter over om te toetsen of de vestigingseis kan worden gerechtvaardigd. Zie HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 78-84.

- (v) Het toezicht mag niet verder gaan dan nodig is om de belangen van de host-state te waarborgen en moet op de voor financiële onderneming minst belastende wijze plaatsvinden.³³²

Emilio Sanz de Lera, 14 december 1995

Deze zaak betrof de uitvoer van bankbiljetten.³³³ Italië wilde hier toezicht op houden. Dit toezicht was op zichzelf toegestaan, maar diende op de minst belastende wijze plaats te vinden. Dit betekende naar het oordeel van het Hof dat als kon worden volstaan met aangifte en controle achteraf, het niet was toegestaan een vergunning vooraf te eisen.³³⁴

Commissie/Italië, 6 juni 1996

De zaak Commissie/Italië betrof de vraag of Italië mocht eisen dat uitsluitend beleggingsondernemingen met hun statutaire zetel in Italië en die daarvoor volledig onder Italiaans toezicht stonden, op de Italiaanse markt beleggingsdiensten verleenden.³³⁵

Ten eerste oordeelde het Hof dat marktdeelnemers die gebruik maken van het vestigingsrecht (door een bijkantoor te vestigen in de host-state) in beginsel dienen te voldoen aan de regels van de host-state.³³⁶ Het Hof oordeelde echter ook dat toepassing van dit uitgangspunt, marktdeelnemers uit andere lidstaten niet in een feitelijke of juridische situatie mag plaatsen die ongunstig is vergeleken bij die van onderdanen van de host-state in dezelfde omstandigheden.³³⁷ De vestigingseis maakte een inbreuk op de vrijheid van vestiging, omdat het buitenlandse beleggingsondernemingen dwong extra kosten te maken door een separate onderneming met vergunning in Italië te vestigen.³³⁸ De facto zaten buitenlandse marktdeelnemers dus in een ongunstiger positie dan ondernemingen die alleen op de Italiaanse markt actief waren. De discussie spitste zich vervolgens toe op de vraag of deze de facto discriminatie gerechtvaardigd kon worden door de wens van de Italiaanse overheid adequaat toezicht te kunnen houden op beleggingsondernemingen.

Italië stelde dat zij alleen op doeltreffende wijze toezicht kon houden op en tuchtmaatregelen treffen tegen beleggingsondernemingen, indien deze hun hoofdzetel in Italië hebben, omdat enkel wanneer de hoofdzetel, in het bijzonder de statutaire zetel, op het nationale grondgebied is gevestigd, kan worden beschikt over alle voor het toezicht noodzakelijke inlichtingen en over alle gegevens die de doeltreffendheid van tuchtmaatregelen verzekeren.³³⁹ Het Hof verwierp deze stelling. Het Hof oordeelde dat er ook minder zware middelen waren om naleving van de door de Italiaanse wetgever gestelde voorschriften voor de uitoefening van de werkzaamheid van beleggingsonderneming en een doeltreffend optreden tegen beroepsgenoten die deze voorschriften overtreden, te verzekeren.³⁴⁰ Het was namelijk mogelijk van beleggingsondernemingen te verlangen, zo oordeelde het Hof, dat zij zich aan de controles onderwerpen of de stukken en inlichtingen verstrekken die de Italiaanse autoriteiten nodig hebben om zich ervan te vergewissen, dat die vennootschappen aan de eisen van de Italiaanse wettelijke regeling voldoen. In het bijzonder is denkbaar van die vennootschappen te eisen, dat zij inlichtingen en stukken verstrekken die specifiek betrekking hebben op de werkzaamheid van hun secundaire vestigingen in Italië. Wat de solvabiliteit van de bemiddelaars betreft, kan de uitoefening

³³² Zie tevens HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 84 waar het Hof eveneens overweegt dat voor de minst belastende wijze van toezicht moet worden gekozen.

³³³ HvJEU 14 december 1995, C-163/94, C-165/94 en C-250/94 (*Emilio Sanz de Lera*).

³³⁴ HvJEU 14 december 1995, C-163/94, C-165/94 en C-250/94 (*Emilio Sanz de Lera*), rov. 25-30.

³³⁵ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*). Voor de goede orde, dit arrest dateert van voor de MiFID en zelfs voor de ISD.

³³⁶ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 9-11.

³³⁷ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 13.

³³⁸ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 14.

³³⁹ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 19.

³⁴⁰ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 20-24.

van de bemiddelingsactiviteit in Italië afhankelijk worden gesteld van het verschaffen van op Italiaans grondgebied gelokaliseerde financiële garanties ter dekking van de aldaar verrichte werkzaamheden. Bovendien kan ook worden gedacht aan het sluiten van samenwerkingsovereenkomsten door de Italiaanse toezichthouders met toezichthouders van andere lidstaten, zoals Italië reeds met enkele derde landen had gedaan.

De conclusies is:

- (i) Het toezicht mag niet verder gaan dan nodig is om de belangen van de host-state te waarborgen en moet op voor financiële ondernemingen minst belastende wijze plaatsvinden. De eis dat de financiële onderneming een statutaire zetel zou hebben in de host-state was te zwaar. Ook als alleen een bijkantoor wordt aangehouden in de host-state, kan afdoende toezicht plaatsvinden door alleen specifiek op dit bijkantoor toezicht te houden. Bovendien kan door middel van samenwerking in adequaat toezicht op de solvabiliteit worden voorzien.

Parodi, 9 juli 1997

In het Parodi arrest stelde Parodi dat een lening verstrekt door de Nederlandse kredietinstelling De Bary nietig zou zijn, omdat De Bary in Frankrijk niet over een vergunning beschikte.³⁴¹ Frankrijk stelde destijds de eis dat alleen leningen mochten worden verstrekt door banken die over een Franse bankvergunning beschikte. Volgens De Bary was dit in strijd met de vrijheid van dienstverrichting.

Het Hof oordeelde ten eerste, dat de verplichting voor een kredietinstelling die in een andere lidstaat is gevestigd en daar over een vergunning beschikt, om in de host-state een nieuwe vergunning te verkrijgen, het moeilijker maakt om in deze host-state hypothecaire leningen te verstrekken. Dit voorschrift veroorzaakte daarom een belemmering van het vrije verkeer van diensten.

Vervolgens toetst het Hof of deze belemmering gerechtvaardigd kon worden. Het Hof onderkende dat het belang van consumentenbescherming in beginsel een belemmering van het vrije verkeer kon rechtvaardigen. Het Hof gaf vervolgens aanwijzingen aan de nationale rechter om te beoordelen of de regelgeving van de host-state niet verder ging dan noodzakelijk. Vereist is, dat het door de host-state beschermde belang niet reeds wordt gewaarborgd door de regels van de home-state, de door de host-state gestelde eisen objectief noodzakelijk zijn om de naleving van de beroepsregels en de bescherming van degene te wiens behoeve de dienst wordt verricht te verzekeren en deze regels niet verder gaan dan ter bereiking van deze doelstelling noodzakelijk is.

Het Hof wees daarbij erop dat onderscheid dient te worden gemaakt naar gelang van de aard van de betrokken bankactiviteit en het risico voor degene te wiens behoeve de dienst wordt verricht. Zo brengt het sluiten van een overeenkomst voor een hypothecaire lening voor de consument andere risico's mee dan het deponeren van gelden bij een kredietinstelling. In dit verband varieert de noodzaak om de lener te beschermen naar gelang van de aard van de hypothecaire lening, aangezien het in bepaalde situaties juist wegens de kenmerken van de verstrekte lening en de hoedanigheid van de lener niet nodig is, deze te beschermen door toepassing van de dwingende bepalingen van zijn nationaal recht.³⁴²

³⁴¹ HvJEU 9 juli 1997, C-222/95 (*Parodi*).

³⁴² HvJEU 9 juli 1997, C-222/95 (*Parodi*), rov. 29. Zie tevens M. Tison, What is 'General Good' in EU Financial Services Law?, Legal Issues of Economic Integration 1997, p. 17.

De conclusies zijn:

- (i) Het Hof bevestigt de conclusie van het eerdere arrest inzake de Duitse verzekeraars en vat deze samen. Wil de host-state toezicht kunnen houden dan is vereist, dat het door de host-state beschermde belang niet reeds wordt gewaarborgd door de regels van de home-state, de door de host-state gestelde eisen objectief noodzakelijk zijn om de naleving van de beroepsregels en de bescherming van degene te wiens behoeve de dienst wordt verricht te verzekeren en deze regels niet verder gaan dan ter bereiking van deze doelstelling noodzakelijk is.³⁴³
- (ii) De wens consumenten te beschermen geeft de host-state een valide belang om toezicht te houden. De wens om professionele cliënten te beschermen is dit, zo laat het Hof opnieuw doorschemeren, waarschijnlijk niet. Tevens wijst het Hof erop dat bij het verlenen van de kredieten andere (kleinere) risico's spelen dan bij het aantrekken van gelden. Bij de vraag of het toezicht noodzakelijk is moet rekening worden gehouden met de aard van de dienstverlening. Met andere woorden: omdat het verstrekken van leningen minder risico inhoudt dan het aantrekken van gelden (het risico dat de klant zijn geld niet terug krijgt speelt bij kredietverlening niet), dient minder streng toezicht te worden gehouden.

Commissie/België, 9 maart 2000

De zaak *Commissie/België* betrof de eisen die werden gesteld aan zgn. particuliere beveiligingsorganisaties.³⁴⁴

Het ging om de verplichting dat het bestuur en het personeel in België verbleven. Volgens België was dit noodzakelijk om de antecedenten en het gedrag van de betrokkenen te onderzoeken.³⁴⁵ Naar het oordeel van het Hof was dit niet gerechtvaardigd. Aan de behoefte om informatie over het gedrag van de bestuurders en het personeel te verkrijgen, kan immers worden voldaan met middelen die het vrije verkeer minder beperken, eventueel door samenwerking tussen de lidstaten. Bovendien waren tegen elke in een lidstaat gevestigde onderneming controles en sancties mogelijk, ongeacht de woonplaats van de bestuurders. Ook de eis dat een vergunning werd gehaald, kon de toets van het Hof niet doorstaan. Reden hiervoor was dat België bij haar voorwaarden voor afgifte van de vergunning geen enkele rekening hield met de verplichtingen waaraan de dienstverrichter reeds was onderworpen in de home-state.³⁴⁶

De conclusie is:

- (i) De verplichting dat het bestuur en het personeel in de host-state verblijft, houdt een belemmering in. Deze belemmering kan niet worden gerechtvaardigd door de behoefte om informatie te krijgen, omdat deze informatie ook van andere lidstaten kan worden ontvangen. Bovendien is het ook mogelijk sancties tegen in andere lidstaten wonend personeel te treffen.

³⁴³ HvJEU 9 juli 1997, C-222/95 (*Parodi*), rov. 21 en 27. Zie ook HvJEU 17 december 1981, 279/80 (*Webb*), rov. 20 waarin werd geoordeeld dat de host-state bij zijn toezicht rekening moet houden met de bewijsstukken en waarborgen die de dienstverrichter voor de uitoefening van zijn werkzaamheden in de home-state reeds heeft verschaft.

³⁴⁴ HvJEU 9 maart 2000, C-355/98 (*Commissie/België*).

³⁴⁵ HvJEU 9 maart 2000, C-355/98 (*Commissie/België*), rov. 32-34.

³⁴⁶ HvJEU 9 maart 2000, C-355/98 (*Commissie/België*), rov. 38.

De vraag naar in hoeverre een vergunningseis gerechtvaardigd is, is zeer uitvoerig aan de orde gekomen in de conclusie van de AG in de zaak *Fidium Finanz*.³⁴⁷ Helaas is deze vraag niet aan de orde gekomen in het arrest van het Hof zelf,³⁴⁸ omdat het Hof anders dan de AG tot de conclusie kwam dat de vier vrijheden überhaupt niet op de zaak van toepassing waren.³⁴⁹ Omdat echter de feiten van de zaak de kern van de problematiek van dit onderzoek raken, kan de opinie van de AG niet onbesproken blijven.

Fidium Finanz AG is statutair gevestigd in Zwitserland.³⁵⁰ De bedrijfsactiviteit van *Fidium Finanz AG* bestaat praktisch alleen uit het verstrekken van kredieten aan inwoners van Duitsland. *Fidium Finanz* stelt dat Duitsland niet mag eisen dat hij in Duitsland een vergunning aanvraagt. In de conclusie van de AG komt de vraag aan de orde of deze Duitse eis gerechtvaardigd was.³⁵¹

Ten eerste stelt de AG de vraag of de ontvangers van krediet überhaupt bescherming behoeven.³⁵² Met andere woorden: houdt de bescherming van kredietnemers een valide belang in om het vrije verkeer te belemmeren? De AG overwoog dat als een financiële onderneming enkel kredieten verstrekt en geen deposito's van cliënten in ontvangst neemt, zij het vermogen van de cliënten niet rechtstreeks in gevaar brengt.³⁵³ Er is dus geen microprudentieel belang bij het toezicht.

Echter het toezicht op kredietverlening heeft ook een gedragstoezichtselement. De AG overwoog dat *Fidium Finanz* door ervan af te zien de Schufa (het Duitse equivalent van het Bureau Krediet Registratie, BKR) te raadplegen, bewust financieel zwakke cliënten werft voor wie een onbelemmerde afwikkeling van de krediettransactie van groot belang is. Daar komt nog bij dat de cliënten niet alleen gevaar lopen door rechtstreeks verlies van tegoeden, maar ook door bijvoorbeeld het aangaan van verdere financiële verplichtingen jegens de kredietinstelling. Volgens de AG gold dit in het bijzonder wanneer een gedeelte van de kredieten via het internet wordt verstrekt en er dus geen personen aan nationaal toezicht onderworpen zijn die in geval van onoordeelkundig advies ter verantwoording kunnen worden geroepen. Een vergunningsvereiste is een adequaat middel om het doel van bescherming van de kredietnemers te bereiken.

Daarna stelt de AG de vraag waar het belang van de bescherming van de kapitaalmarkt als geheel gelokaliseerd kan worden.³⁵⁴ Het gaat hier dus om systeemtoezicht. De AG overwoog dat het in gevaar brengen van de kapitaalmarkt met name voortvloeit uit het feit dat ondernemingen die kredieten verstrekken zich herfinancieren bij andere financiële instellingen. Indien veel debiteuren hun betalingsverplichtingen niet nakomen, worden ook de herfinancieringsinstellingen getroffen. Deze herfinancieringsinstellingen kunnen overal gevestigd. Toch concludeert de AG dat de lidstaat waar de kredieten worden verleend, de meest aangewezen is om toezicht te houden. Ten eerste omdat de herfinancieringsinstellingen ook in deze lidstaat kunnen zijn gevestigd. Ten tweede is in elk geval de instelling die het krediet heeft verstrekt getroffen, als veel debiteuren in gebreke blijven. Ook wanneer

³⁴⁷ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*).

³⁴⁸ HvJEU 3 oktober 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*).

³⁴⁹ Reden hiervoor was dat *Fidium Finanz* in Zwitserland was gevestigd. Op deze vennootschap was daarom wel de vrijheid van kapitaalverkeer van toepassing, maar niet die van dienstverrichting. Het Hof onderkende dat met de belemmering op te werpen ten aanzien van de vrijheid van dienstverrichting. Het Hof onderkende dat met de belemmering van de vrijheid van dienstverrichting gelijktijdig een inbreuk werd gemaakt op de vrijheid van kapitaalverkeer, maar gaf aan dat nu deze inbreuk een onvermijdelijk gevolg was van de toegestane beperking van het vrij verrichten van diensten ook de belemmering van de vrijheid van kapitaalverkeer toegestaan was.

³⁵⁰ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 83.

³⁵¹ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 126 e.v.

³⁵² Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 131-134 e.v.

³⁵³ De AG verwijst hier naar HvJEU 9 juli 1997, C-222/95 (*Parodi*), rov. 28 en 29.

³⁵⁴ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 135-145 e.v.

die niet in de lidstaat van de kredietnemer is gevestigd, heeft dit feit op zijn minst negatieve gevolgen voor deze lidstaat op grond van de activiteiten die zij daar verricht. Uiteindelijk is de plaats van de bedrijfsactiviteit het meest voor de hand liggende aanknopingspunt voor toezicht. Indien dit toezicht achterwege zou kunnen blijven met het argument dat de eventueel betrokken herfinancieringsinstellingen elders zijn gevestigd, zou elke vorm van toezicht absoluut onmogelijk zijn. Daar komt nog bij dat toezichtregelingen ook het voorkomen van het witwassen van geld beogen. Het feit alleen al dat krediettransacties zonder toezicht plaatsvinden, bergt het gevaar voor witwassen in zich, omdat zowel de verstrekking van het krediet als de terugbetaling ervan de herkomst van het geld kan verhullen. Derhalve vormt het vergunningsvereiste ook een adequaat middel om het doel van bescherming van de kapitaalmarkt te bereiken en kan dit doel worden gelokaliseerd in de lidstaat waar de kredieten worden verleend.

De voornaamste conclusie is dus dat het belang bij systeemtoezicht zich in ieder geval ook bevindt in de lidstaat waar een kredietinstelling uitzettingen doet. Omdat het echter 'slechts' om een oordeel van de AG gaat, moet hieraan minder waarde worden gehecht dan aan een oordeel van het Hof zelf.

Bwin 8 september 2009 en Dickinger Omer, 15 september 2011

In het Bwin arrest kwam de vraag aan de orde in hoeverre het een host-state was toegestaan dienstverrichting via het internet simpelweg te verbieden.³⁵⁵ Portugal had het exploiteren van online kansspelen volledig voorbehouden aan één Portugese onderneming, te weten Santa Casa. Volgens Portugal was dit noodzakelijk om fraude jegens consumenten door aanbieders van online kansspelen te kunnen bestrijden. Portugal stelde dat zij online aanbieders met hun vestiging buiten Portugal niet even effectief kon reguleren als Santa Casa. Het Hof ging hierin mee.

Het Hof oordeelde ten eerste dat bij loterijen en kansspelen sprake is van grote culturele verschillen tussen lidstaten. Als er dan geen sprake is van harmonisatie, mag elke lidstaat op basis van zijn eigen normen en waarden bepalen wat nodig is om zijn belangen te beschermen.³⁵⁶ Dat de home-state voor een andere wijze van regulering heeft gekozen, is niet van belang bij de beoordeling of het toezicht van de host-state noodzakelijk of proportioneel is.³⁵⁷ Omdat de sector van online kansspelen niet is geharmoniseerd op communautair niveau, kan een host-state van oordeel zijn dat het enkele feit dat een marktdeelnemer rechtmatig dergelijke diensten aanbiedt in de home-state en in beginsel reeds aan wettelijke voorwaarden en aan controles wordt onderworpen door de home-state, niet kan worden beschouwd als een voldoende waarborg dat de nationale consumenten worden beschermd tegen het risico van fraude en criminaliteit, omdat het voor de home-state in een dergelijke context moeilijk kan zijn om de professionele kwaliteiten en integriteit van de marktdeelnemers te beoordelen.³⁵⁸

Het arrest Dickinger Omer betref een Maltese onderneming die online kansspelen aanbood in Oostenrijk.³⁵⁹ Oostenrijk had voor het aanbieden van kansspelen één verplicht in Oostenrijk gevestigde monopolist aangewezen. Onder meer komt de vraag aan de orde of Oostenrijk bij haar beoordeling of de Maltese onderneming ook toegang moet krijgen tot de markt in aanmerking moest nemen dat deze al in Malta onder toezicht stond. Het Hof bevestigt het arrest Bwin en verschaft nadere toelichting.

³⁵⁵ HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*).

³⁵⁶ HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*), rov. 57.

³⁵⁷ HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*), rov. 57.

³⁵⁸ HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*), rov. 69-70. Zie tevens conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 94 en 137.

³⁵⁹ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*).

Ten eerste bevestigt het Hof dat als er geen geharmoniseerd kader bestaat, elke lidstaat zijn eigen normenkader mag toepassen en dat toezicht door de home-state onvoldoende waarborgen biedt dat de nationale consumenten worden beschermd.³⁶⁰ Het Hof onderbouwt dit oordeel nader door aan te geven dat de verschillende lidstaten niet noodzakelijk over dezelfde technische middelen om online kansspelen te controleren beschikken en in dit verband niet noodzakelijk dezelfde keuzes maken.³⁶¹ Het Hof voegt hieraan toe dat de host-state het recht heeft om de economische activiteiten te controleren die zich op zijn grondgebied afspelen, hetgeen hij niet zou kunnen doen indien hij zou moeten vertrouwen op controles die een andere lidstaat heeft uitgevoerd door middel van een regelgevingskader waarop hij geen vat heeft.³⁶²

De conclusie van het Hof is dat de rechtspraak, die bepaalt dat het in strijd is met artikel 49 EG (56 VWEU) om een dienstverrichter te onderwerpen aan beperkingen ter bescherming van het algemeen belang, voor zover dit belang reeds wordt beschermd door de regels waaraan hij is onderworpen in de lidstaat waar hij is gevestigd, in de huidige stand van het Europese recht niet van toepassing is op een gebied als dat van de kansspelen, waarop op het niveau van de Europese Unie geen harmonisatie heeft plaatsgevonden en waarop de lidstaten, inzake de doelstellingen die zij willen nastreven en het beschermingsniveau dat zij willen waarborgen, over een ruime beoordelingsmarge beschikken.³⁶³

De AG wees bij deze zaak op het verschil tussen offline en online vestiging en/of dienstverrichting. Bij offline dienstverlening -met een fysieke infrastructuur in de host-state- heeft de host-state voldoende mogelijkheden om zelf specifiek toezicht te houden op de activiteiten in de host-state. Deze mogelijkheid bestaat echter niet bij online dienstverlening.³⁶⁴ Daarom kan bij offline dienstverlening niet de eis worden gesteld dat het hoofdkantoor zich in de host-state bevindt,³⁶⁵ terwijl dit bij online dienstverlening wel kan.

De AG overwoog voorts -het Hof gaat hierop niet in- dat er niet is voorzien in een Europeesrechtelijke samenwerkingsregeling op grond waarvan de home-state de host-state moet helpen bij het toezicht noch dat in redelijkheid van de home-state mag worden verwacht in staat te zijn om strikt en grondig te verifiëren of de aanbieder nauwgezet en steeds de verplichtingen naleeft die voor hem gelden in elke host-state.³⁶⁶ De regelgeving in de diverse host-states kan bij gebreke van harmonisatie immers verschillen en op ieder moment veranderen.

De conclusies zijn:

- (i) Als de lidstaten een ruime beoordelingsmarge hebben wat betreft de doelen en het beschermingsniveau van het toezicht, bijvoorbeeld vanwege grote cultureel bepaalde verschillen van inzicht over hoe een sector gereguleerd moet worden en niet is voorzien in harmonisatie, mag de host-state zijn eigen normenkader toepassen.
- (ii) Deze eigen normen voegen dan dus wat toe aan het toezicht door de home-state. Het Hof kan dan slechts toetsen of de normen van de host-state inderdaad de belemmeringen noodzaken, maar dient de normen zelf te accepteren.
- (iii) De host-state hoeft dan ook niet te vertrouwen op het toezicht van de home-state, omdat de host-state geen enkele invloed heeft op dit toezicht, terwijl juist het morele oordeel van de host-state van belang is.

³⁶⁰ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 96-97.

³⁶¹ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 98.

³⁶² HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 98.

³⁶³ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 99.

³⁶⁴ Conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 123 e.v.

³⁶⁵ Zie tevens HvJEU 9 september 2010, C-64/08 (*Engelmann*) rov. 38-40.

³⁶⁶ Conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 134-135 e.v.

- (iv) Het toezicht van de home-state biedt onvoldoende waarborg dat consumenten in de host-state afdoende worden beschermd, omdat het bij dienstverrichting via het internet ook voor de home-state moeizaam is adequaat toezicht houden.
- (v) Effectief toezicht is bij online dienstverlening alleen mogelijk, als de dienstverlener in de host-state gevestigd is.

Commissie/België, 9 december 2012

De zaak Commissie/België betrof het vrije verkeer van diensten.³⁶⁷ België verplichtte zelfstandigen die vanuit andere lidstaten in België gedetacheerd werden om gedetailleerde informatie aan de Belgische overheid te verstrekken. België gaf aan deze informatie nodig te hebben om te voorkomen dat de regels voor de sociale bescherming van werknemers werden omzeild.³⁶⁸ Volgens de Commissie ging het echter om een ongerechtvaardigde belemmering van het vrije verkeer van diensten.³⁶⁹

Het Hof oordeelde ten eerste dat inderdaad sprake was van een belemmering van het vrije verkeer. De plicht om voorafgaand aan de dienstverrichting de vereiste gegevens te verstrekken, kan het in andere lidstaten gevestigde dienstverleners moeilijker maken in België diensten te verlenen.³⁷⁰

Vervolgens ging het Hof na of de Belgische regel niettemin gerechtvaardigd kon worden.³⁷¹ Het door België nagestreefde doel, onder meer het bestrijden van sociale fraude en sociale dumping, werd door het Hof valide geacht. De Belgische maatregelen hadden echter specifiek betrekking op buitenlandse dienstverrichters. In België gevestigde zelfstandigen vielen niet onder de meldingsplicht. Dit maakte de regeling echter niet discriminerend. De reden hiervoor was dat buitenlandse dienstverleners zich objectief in een andere situatie bevonden dan permanent in België gevestigde dienstverleners.³⁷² Het was volgens het Hof voor België moeilijker om toezicht te houden op tijdelijke dienstverrichting dan op ondernemingen die zijn gevestigd in België. Het Hof voegde hieraan toe dat de destijds bestaande Europese samenwerkingsmechanismen onvoldoende voorzagen in de uitwisseling van gegevens om België in staat te stellen om over de noodzakelijke informatie te beschikken.³⁷³ Uiteindelijk werd België overigens in het ongelijk gesteld, nu zij onvoldoende kon rechtvaardigen waarom zij *alle* door haar gevraagde informatie nodig had en niet met minder informatie kon volstaan.

De conclusies zijn derhalve:

- (i) Als er onvoldoende Europese samenwerking is, kan toezicht door de host-state eerder worden gerechtvaardigd.
- (ii) De host-state mag bij tijdelijke dienstverrichting soms juist extra informatie vragen, omdat het moeilijker is toezicht te houden op tijdelijke dienstverleners dan op dienstverleners die permanent de markt bewerken.

Jyske Bank Gibraltar, 25 april 2013

In de zaak Jyske Bank Gibraltar stelde Spanje rapportage-eisen aan Jyske Bank om te kunnen monitoren dat Jyske Bank niet zou meewerken aan het witwassen van geld.³⁷⁴ Jyske Bank bood hypothecaire leningen aan die dienden ter financiering van Spaans onroerend goed. Jyske Bank maakt

³⁶⁷ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*).

³⁶⁸ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 15.

³⁶⁹ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 14.

³⁷⁰ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 39.

³⁷¹ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 43.

³⁷² HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 47-48.

³⁷³ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 50-52.

³⁷⁴ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*). Zie uitvoerig T. Incalza, National anti-money laundering legislation in a unified Europe: Jyske, *CML Rev.* 2014, p. 1829-1850

daarbij gebruik van de vrijheid van dienstverrichting. Jyske Bank was gevestigd in en stond onder toezicht van Gibraltar dat onderdeel uitmaakt van het Verenigd Koninkrijk.

Jyske stelde dat omdat zij al onder toezicht stond van Gibraltar, zij niet ook aan Spanje hoefde te rapporteren. Zij wees hierbij erop, dat de rapportageverplichtingen volgden uit de Europese richtlijn ter voorkoming van witwassen en dat zij uit hoofde van deze richtlijn al aan Gibraltar rapporteerde.³⁷⁵ Het Hof stond het Spanje echter toe te eisen dat Jyske Bank ook aan Spanje rapporteerde.

Ten eerste oordeelde het Hof dat de Europese richtlijn ter voorkoming van witwassen niet eraan in de weg staat dat ook de host-state inlichtingen eist.³⁷⁶ Relevant was naar het oordeel van het Hof dat de richtlijn ter voorkoming van witwassen hoofdzakelijk tot doel had witwassen te voorkomen. Pas in tweede instantie was de richtlijn geënt op de interne markt. Dit betekende dat de richtlijn niet tot doel had de grensoverschrijdende dienstverrichting te faciliteren en daarom niet voorzag in een paspoortmechanisme waarbij alleen de home-state toezicht houdt. Bovendien overwoog het Hof, dat de richtlijn de host-state niet het recht ontnam strafbare feiten inzake witwassen te onderzoeken. Verder overwoog het Hof dat de richtlijn ter voorkoming van witwassen weliswaar de Commissie opriep om de coördinatie van acties onder de richtlijn en de uitwisseling van gegevens te vergemakkelijken, maar niet voorzag in een verplichting tot of procedure voor samenwerking tussen lidstaten.³⁷⁷ De richtlijn ter voorkoming van witwassen zelf stond dus niet in de weg aan de Spaanse informatieverzoeken.

De maatregelen van Spanje moesten echter ook nog getoetst worden aan de vrijheid van dienstverrichting.³⁷⁸ Het Hof oordeelde ten eerste dat de Spaanse eisen een belemmering van de vrijheid van dienstverrichting inhielden, omdat Jyske Bank kosten moest maken om naast de eisen van de home-state ook aan de eisen van de host-state te voldoen.³⁷⁹ Omdat de bestrijding van witwassen een legitiem doel was, kon nadere regelgeving indien geschikt en evenredig toegestaan zijn.³⁸⁰

De Spaanse regelgeving was geschikt om het nagestreefde doel -het bestrijden van witwassen- te bereiken.³⁸¹ Het Hof oordeelde dat omdat uitsluitend de host-state de bevoegdheid had witwassen op zijn grondgebied te bestraffen, het gerechtvaardigd was dat deze ook gegevens over de activiteiten in de host-state ontvangt.

De regeling was ook evenredig. Het overwoog weliswaar dat het voor Jyske Bank minder belastend zou zijn als deze alleen moest rapporteren aan de home-state, maar dat de Europese samenwerkingsmechanismen op het gebied van witwassen onvoldoende voorzagen in procedures om de informatie dan spoedig en zonder belemmeringen van de home-state naar de host-state door te geleiden. Het is echter juist de host-state die het meest aan deze informatie heeft, omdat alleen deze een compleet beeld heeft van de feiten over de mogelijke witwasactiviteiten die zich op haar grondgebied afspelen.³⁸² Derhalve was de belemmering toegestaan.

³⁷⁵ Richtlijn 2005/60/EG van het Europees Parlement en de Raad van 26 oktober 2005 tot voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de financiering van terrorisme.

³⁷⁶ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 43-49.

³⁷⁷ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 53 en 72-76.

³⁷⁸ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 57.

³⁷⁹ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 59.

³⁸⁰ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 61-64.

³⁸¹ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 65.

³⁸² HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 78. Afwijkend de Europese Commissie in de eerdere Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement over e-handel en financiële diensten, 7 februari 2001, COM (2001) 66 def, p. 19 noot 41.

De conclusies is:

- (i) Als bij afwezigheid van Europese regelgeving onvoldoende waarborgen bestaan dat de host-state informatie op tijd ontvangt, terwijl juist de host-state deze informatie nodig heeft omdat alleen deze strafrechtelijk kan optreden en juist deze het complete beeld heeft om tegen witwassen op zijn grondgebied te kunnen optreden, vormt dit een adequate rechtvaardiging van de belemmering.

Als we de jurisprudentie hierboven beschouwen, is een aantal conclusies te trekken:

(i) Toezicht door de host-state is nagenoeg altijd een belemmering

Toezicht door de host-state houdt bijna altijd een belemmering van een verkeersvrijheid in.³⁸³ Het is immers makkelijker ondernemen voor een buitenlandse financiële onderneming zonder dit toezicht. Al het toezicht door de host-state moet dus gerechtvaardigd worden. Hierbij maakt niet uit of de financiële onderneming al onder toezicht staat in zijn home-state of niet.

(ii) Valide nationaal belang voor toezicht is vereist

De host-state moet een valide belang hebben om toezicht te willen houden en dat belang moet zich bevinden op het territorium van de host-state.³⁸⁴ Het beschermen van de retailcliënt die woont in de host-state, zowel door middel van gedragstoezicht als door microprudentieel toezicht, is een valide belang. Het beschermen van professionele klanten is waarschijnlijk een onvoldoende zwaarwegend belang, nu professionals naar het oordeel van het Hof minder bescherming nodig hebben.³⁸⁵ Ik kan mij overigens voorstellen dat inmiddels door voortschrijdend inzicht en de huidige tijdsgeest het Hof tot het oordeel zou kunnen komen dat ook de professionele cliënt beschermd mag worden. Een ander belang dat doorgaans geaccepteerd wordt is het bestrijden van fraude in de host-state.

Ook toezicht op het systeemrisico is een valide belang, maar het is onduidelijk waar zich dit bevindt. AG Stix-Hackl overwoog dat bij een partij die kredieten verstrekt het systeemrisico zich in ieder geval bevindt in de lidstaat waar kredieten werden verstrekt, ofschoon de financiering van deze instelling ook elders kan plaatsvinden.³⁸⁶

(iii) Toezicht door de host-state in aanvulling op home-state dient noodzakelijk te zijn

Vervolgens dient het toezicht niet verder te gaan dan nodig. Het is hier waar de voornaamste problemen spelen. Als de home-state ook toezicht houdt, dan dient

³⁸³ Naar mijn oordeel is ook toezicht door de home-state meestal belemmerend, maar omdat hier meestal geen sprake is van verkeer tussen lidstaten is dit feit niet relevant. In dergelijke zuiver interne situaties is immers geen schending van een verkeersvrijheid.

³⁸⁴ Zie voor een uitvoerig overzicht van belangen die in de jurisprudentie valide werden geacht 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. 20.

³⁸⁵ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 49, 50 en 64 en HvJEU 9 juli 1997, C-222/95 (*Parodi*), rov. 29. Zie in zelfde zin M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 414 en de Communication from the Commission van 14 november 2000, 'The application of conduct of business rules under article 11 of the investment services directive (93/22/EEC)', COM (2000) 722 final, p. 16-17 en 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. 25 en N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008 2^{de} druk, p. 383.

³⁸⁶ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 135-145 e.v.

gerechtvaardigd te worden waarom dit toezicht onvoldoende is.³⁸⁷ Automatische weigering van een (financiële) onderneming met alleen een buitenlandse vergunning is namelijk nooit toegestaan.³⁸⁸

Een rechtvaardiging die door het Hof is geaccepteerd, is als de host-state andere normen hanteerde en mocht hanteren bij gebreke aan harmonisatie.³⁸⁹ Deze hoeft dan niet te vertrouwen op toezicht volgens een ander regelgevingskader waarop deze geen grip heeft. Het Hof toetst wel of inderdaad sprake is van andere inzichten over wat een goed toezicht inhoudt en of dit toezicht van de host-state proportioneel is.³⁹⁰ Deze proportionaliteitstoetsing is echter minder indringend als de host-state een andere beoordelingsmaatstaf heeft vanwege andere morele inzichten³⁹¹ of verschillen in de markt.³⁹² De host-state heeft dan het recht om de economische activiteiten te controleren die zich op zijn grondgebied afspelen, hetgeen hij niet zou kunnen doen indien hij zou moeten vertrouwen op controles die een andere lidstaat heeft uitgevoerd door middel van een regelgevingskader waarop hij geen vat heeft.³⁹³

Een andere rechtvaardiging die door het Hof wordt geaccepteerd is het feit dat de host-state beter in staat is toezicht te houden.³⁹⁴ Als de home-state de facto geen toezicht kan houden, omdat hij geen grip heeft op wat er zich in de host-state afspeelt,³⁹⁵ onvoldoende kennis heeft over wat zich in de host-state afspeelt,³⁹⁶ of het aan bevoegdheden ontbreekt om eventueel normoverschrijdend gedrag dat in de host-state plaatsvindt te bestraffen,³⁹⁷ dan hoeft de host-state niet op het toezicht van de home-state te vertrouwen. Anderzijds kan de aard van de dienstverlening (online) ook juist tot de conclusie leiden dat de host-state deze (anders dan offline dienstverlening)³⁹⁸ juist mag verbieden, omdat online dienstverlening moeilijker is te controleren voor een host-state.³⁹⁹ Ook het feit dat dienstverrichting tijdelijk is, kan tot de conclusie leiden dat de host-state minder grip heeft op de dienstverrichter en daarom aanvullende maatregelen mag treffen.⁴⁰⁰

Als sprake is van harmonisatie door middel van Europese regelgeving, strandt toezicht door de host-state op dit derde element.⁴⁰¹ Dan immers is er geen afwijkend normenkader en wordt doorgaans voorzien in een samenwerkingsregeling waardoor de home-state afdoende toezicht kan houden en toezicht door de host-state overbodig is. Is echter alleen

³⁸⁷ Zie in zelfde zin M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 268.
³⁸⁸ HvJEU 9 maart 2000, C-355/98 (*Commissie/België*), rov. 38, V. Hatzopoulos, 'Forms of mutual recognition', in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 77.
³⁸⁹ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 38 en 40 en HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 96-97.
³⁹⁰ HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 16-18.
³⁹¹ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 99, maar bijv ook HvJEU, 14 februari 2008, C-244/06 (*Dynamic Medien*), rov. 44.
³⁹² HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*), rov. 57 en HvJEU 17 december 1981, 279/80 (*Webb*), rov. 19.
³⁹³ HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 98.
³⁹⁴ In zelfde zin M. Ortino, *The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services*, *International and Comparative Law Quarterly* 2007, p. 316 en 324.
³⁹⁵ HvJEU 8 september 2009, C-42/07 (*Bwin*), rov. 69-70. Zie tevens conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 94 en 137.
³⁹⁶ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 78.
³⁹⁷ HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 65.
³⁹⁸ Zie tevens HvJEU 9 september 2010, C-61/08 (*Engelmann*) rov. 38-40.
³⁹⁹ Zie tevens conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 123 e.v.
⁴⁰⁰ HvJEU 19 december 2012, C-577/10 (*Commissie/België*), rov. 47-48.
⁴⁰¹ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 37 en 65.

het normenkader geharmoniseerd maar niet voorzien in een samenwerkingsregeling, dan kan de host-state alsnog toezicht houden.⁴⁰²

(iv) Toezicht mag nooit meer intensief zijn dan nodig

Tot slot dient het toezicht, ook indien dit in beginsel is toegestaan, zich te beperken tot het strikt noodzakelijke. Dit betekent dat ten eerste alleen toezicht mag worden gehouden op zaken die voor de host-state van belang zijn.⁴⁰³ Dit betekent dat aan de toezichthouder van de host-state alleen informatie moet worden verstrekt, die relevant is voor de activiteiten in de host-state en dat voor de beoordeling van de solvabiliteit kan worden volstaan met garanties die zich in de host-state bevinden.⁴⁰⁴ Ten tweede moet voor zover mogelijk worden samengewerkt met de home-state.⁴⁰⁵ Zelfs als het toezicht van de home-state het toezicht door de host-state niet volledig kan vervangen, moet worden onderzocht of dit voor deelgebieden wel kan.⁴⁰⁶ Feiten die de home-state al heeft onderzocht, mag de host-state niet opnieuw onderzoeken.⁴⁰⁷ Er kan worden volstaan met een verklaring van de home-state over dit feit. Ten derde gaat de voorkeur uit naar toezicht achteraf boven controle vooraf.⁴⁰⁸

3.3.5. Moet de host-state toezicht houden?

De vraag of de host-state toezicht *moet* houden is voor zover mij bekend, nooit in de jurisprudentie aan de orde gekomen. Dit ligt voor de hand, aangezien weinig financiële ondernemingen een rechtszaak zullen aanspannen, omdat de host-state weigert toezicht te houden. Bovendien zal de host-state, indien het houden van toezicht enigszins voor de hand ligt, hier op eigen initiatief al toe overgaan. Concurrenten zullen eventueel wel een belang hebben dat ook op hun buitenlandse concurrenten toezicht wordt gehouden, maar zullen dan doorgaans hun overheid aan hun zijde hebben.⁴⁰⁹ Vanuit de rechtspraktijk is deze vraag dus niet heel relevant. Bestuurlijk en wetenschappelijk is deze vraag echter wel relevant, nu het helder maakt hoe het toezicht binnen de Europese Unie is georganiseerd.

Naar mijn oordeel is de host-state niet verplicht toezicht te houden. Ten eerste staat het de host-state vrij om te beoordelen of een bepaald type dienst of activiteit überhaupt onder toezicht moet staan. Ten tweede mag een host-state omgekeerd discrimineren, dat wil zeggen discrimineren ten nadele van haar eigen onderdanen.⁴¹⁰ Dit betekent dat zelfs als de host-state toezicht houdt op haar eigen financiële ondernemingen, deze niet verplicht is ook toezicht te houden op ondernemingen uit andere lidstaten die dezelfde diensten verlenen.

De vier vrijheden worden alleen relevant, als het voor een financiële onderneming uit een andere lidstaat een voordeel is om onder toezicht te staan, bijvoorbeeld omdat deze dan kan profiteren van een

⁴⁰² HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 65 en 78.

⁴⁰³ Zie tevens HvJEU 15 september 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 84 waar het Hof eveneens overweegt dat voor de minst belastende wijze van toezicht moet worden gekozen.

⁴⁰⁴ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 54. Zie in zelfde zin HvJEU 9 september 2010, C-64/08 (*Engelmann*), rov. 38.

⁴⁰⁵ HvJEU 9 maart 2000, C-355/98 (*Commissie/België*), rov. 32-34.

⁴⁰⁶ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 46.

⁴⁰⁷ In zelfde zin 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. 24.

⁴⁰⁸ HvJEU 14 december 1995, C-163/94, C-165/94 en C-250/94 (*Emilio Sanz de Lera*), rov. 25-30.

⁴⁰⁹ Zie ook Lenaerts die oordeelt dat handelen ten nadele van de eigen burgers is toegestaan, maar in de praktijk weinig zal voorkomen, omdat nationale spelers doorgaans hun overheid aan hun zijde zullen vinden. K. Lenaerts, *Federalism and the Rule of Law: Perspectives from the European Court of Justice*, *Fordham International Law Journal* 2010, p. 1342.

⁴¹⁰ A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 432.

garantiestelsel of aantrekkelijker wordt voor potentiële cliënten.⁴¹¹ Deze financiële onderneming kan dan aan de vier vrijheden het recht ontlenen om net als nationale ondernemingen onder toezicht te komen. Is de host-state hiertoe niet bereid, dan kan dit discriminatie inhouden. Strikt genomen gaat het dan niet om een bestuursrechtelijke plicht op grond van het Europese recht om toezicht te houden, maar om een verbod om de gunstige neveneffecten van toezicht te onthouden aan onderdanen van andere lidstaten.

De conclusie is derhalve dat de host-state niet op grond van het VWEU verplicht is toezicht te houden.

3.4. Passief gebruik van de vrijheid van dienstverrichting en de vrijheid van kapitaalverkeer

3.4.1. Inleiding

In deze paragraaf beoordeel ik het passief gebruik van de vrijheid van dienstverrichting en kapitaalverkeer. Met passief gebruik wordt bedoeld, dat niet de financiële onderneming ervoor kiest een andere markt te benaderen, maar de cliënt. Met home-state wordt bedoeld de lidstaat waar de financiële onderneming gevestigd is, met host-state de lidstaat waar de cliënt woont. Omdat een partij die in een andere lidstaat een kantoor vestigt zich uiteraard moeilijk op het standpunt kan stellen dat hij de markt van deze lidstaat niet actief heeft benaderd, zijn alleen de vrijheid van dienstverrichting en kapitaalverkeer van belang. Deze paragraaf heeft dezelfde opzet als de vorige paragraaf, waarin ik het actieve gebruik van de vier vrijheden beoordeelde.

3.4.2. Mag de home-state toezicht houden?

Er is geen jurisprudentie over de vraag of de toezichthouder van de home-state toezicht mag houden. Naar mijn oordeel staat echter buiten kijf dat, dit is toegestaan. Het alternatief zou immers zijn, dat de home-state bij haar toezicht onderscheid zou moeten maken tussen diensten aan cliënten naar gelang deze in de home-state wonen of elders. Wanneer deze cliënten zelf de financiële onderneming hebben benaderd, zijn deze in de geïntegreerde bedrijfsprocessen opgenomen. Het is dan onmogelijk om hierop geen toezicht te houden. Zoals hierna zal blijken is de home-state ook verplicht om toezicht te houden.

3.4.3. Moet de home-state toezicht houden?

Naar mijn oordeel is de home-state zelfs verplicht om toezicht te houden op diensten die worden verleend aan cliënten uit andere lidstaten, tenzij de home-state evenmin toezicht houdt op diensten aan lokale cliënten. Dit volgt onder meer uit het arrest Cowan.

Cowan, 2 februari 1989

Het arrest Cowan betrof een Engelse toerist in Parijs.⁴¹² Cowan was slachtoffer van een gewelddadige misdaad en had als gevolg van dit geweldsmisdrijf schade geleden. Frankrijk kende een fonds dat de schade hiervoor vergoedde. Vergoeding stond echter alleen open voor Franse onderdanen of personen met een permanente verblijfsstatus in Frankrijk. Cowan viel als toerist buiten beide categorieën.

Het Hof oordeelde echter dat het op grond van het algemene non-discriminatie beginsel van artikel 18 van het VWEU niet is toegestaan onderscheid te maken tussen eigen onderdanen en burgers uit andere

⁴¹¹ Zie voor een voorbeeld hiervan van buiten de financiële sector A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart Publishing: Oxford 2011, p. 432.

⁴¹² HvJEU 2 februari 1989, 186/87 (*Cowan*). Zie over dit arrest tevens M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 32.

lidstaten.⁴¹³ Het Hof oordeelde voorts dat de in het gemeenschapsrecht gewaarborgde vrijheid van een natuurlijke persoon om zich naar een andere lidstaat te begeven, meebrengt dat de integriteit van die persoon in de betrokken lidstaat op dezelfde wijze moet worden beschermd als die van de onderdanen van die lidstaat en van de personen die er hun woonplaats hebben.⁴¹⁴ Het gaat in dit arrest weliswaar om de bescherming van de fysieke integriteit, maar ik zie geen reden waarom ditzelfde principe niet zou opgaan voor bescherming tegen financiële ongelukken.

Met andere woorden: het is de home-state niet toegestaan onderscheid te maken tussen haar eigen onderdanen en onderdanen van andere lidstaten die passief gebruik maken van de vrijheid van dienstverrichting en de host-state moet de belangen van beiden gelijk beschermen in zijn financieel toezicht.

3.4.4. Mag de host-state toezicht houden?

Bij passieve dienstverrichting komen bij de host-state twee vragen aan de orde. De eerste vraag is of de host-state van de dienstverlener mag eisen dat deze onder toezicht in de host-state staat. De tweede vraag is of de host-state zijn eigen onderdanen erop mag aanspreken, dat deze diensten afnemen van een dienstverlener die niet in de host-state onder toezicht staat.

De initiative or original solicitation test

Of de host-state toezicht mag houden op de financiële onderneming hangt ervan af of deze financiële onderneming geacht wordt überhaupt in de host-state actief zijn. Hiervoor hanteert men de *initiative or original solicitation test*. Deze houdt in dat wordt vastgesteld wie het initiatief heeft genomen tot de grensoverschrijdende dienstverrichting. Bij passieve dienstverrichting ligt het initiatief voor de dienstverrichting bij de cliënt. Het is dan niet de financiële onderneming die ervoor kiest financiële diensten te verlenen aan een cliënt in de host-state, maar het is de cliënt zelf die ervoor kiest zich te wenden tot een financiële onderneming die zich buiten de host-state bevindt. De betrokkenheid van de financiële onderneming bij de economie van de host-state is dan zo beperkt, dat de host-state in het geheel geen toezicht mag houden. Er is simpelweg onvoldoende band met de economie van de host-state om enig toezicht op de financiële onderneming te rechtvaardigen. Elke vorm van toezicht door de host-state op de financiële onderneming is dan een ongerechtvaardigde belemmering in zin van het VWEU.

In de praktijk speelt dan wel de vraag wat de scheidslijn is tussen een financiële onderneming die passief klanten bedient en een financiële onderneming die actief klanten werft in de host-state. Deze laatste is immers gewoon actief in de host-state en valt dan onder het recht van vestiging of dienstverrichting. Dit hangt af van de marketinginspanningen die de financiële onderneming richt tot de host-state. Als bijvoorbeeld een in Nederland gevestigde beleggingsonderneming een Duitstalige website heeft met als extensie .de, kan snel worden aangenomen dat deze beleggingsonderneming zich ook op Duitsland richt. In dat geval heeft Duitsland ook een gerechtvaardigd belang toezicht te houden.

Zoals gezegd, dit leerstuk is alleen in de doctrine tot ontwikkeling gekomen. Er heeft, voor zover mij bekend, nog geen financiële onderneming een beroep op gedaan bij het Hof. Wel zijn er aanknopingspunten voor deze benadering in richtlijnen en verordeningen en opinies van ESMA of de Europese Commissie. Dan betreft het hetzij de vraag of een financiële onderneming überhaupt geacht wordt in de Europese Unie actief te zijn, hetzij de vraag of de financiële onderneming

⁴¹³ HvJEU 2 februari 1989, 186/87 (*Cowan*), rov. 10. Destijds art. 7 EEG.

⁴¹⁴ HvJEU 2 februari 1989, 186/87 (*Cowan*), rov. 17.

grensoverschrijdend diensten verleent in de host-state, al dan niet via een bijkantoor. Omdat dit leerstuk vooral in het kader van richtlijnen en verordeningen is besproken, behandel ik het daar uitvoerig.⁴¹⁵

Maatregelen die de cliënt betreffen

Vanwege de hiervoor benoemde *initiative or original sollicitation test* is in geval van passieve dienstverrichting doorgaans niet de vraag of de host-state toezicht mag houden op de financiële onderneming, maar of de host-state het zijn eigen onderdanen toestaat dat een dienst wordt afgenomen van een financiële onderneming waarop de host-state geen toezicht houdt of, indien de host-state dit wel toestaat, andere gevolgen verbindt aan het afnemen van de dienst dan bij afname van een financiële onderneming waarop de host-state wel toezicht houdt.⁴¹⁶

Ambry arrest 1 december 1998

In deze zaak wil Frankrijk handhavend optreden jegens Ambry.⁴¹⁷ Ambry was als reisorganisator verplicht een borgstelling te hebben voor het geval hij failliet zou gaan en de klanten moesten worden gerepatriëerd. Ambry had een borgstelling, maar deze was van een Italiaanse financiële onderneming. Volgens Frankrijk voldeed alleen een borgstelling van een Franse financiële onderneming of een borgstelling van een buitenlandse onderneming in combinatie met een borgstelling van een Franse financiële onderneming. Dit hield een beperking van de vrijheid van dienstverrichting in, nu het voor Italiaanse financiële ondernemingen moeilijker werd gemaakt zaken te doen met Franse reisorganisatoren.⁴¹⁸

Volgens Frankrijk was deze beperking niettemin gerechtvaardigd, omdat in geval van faillissement van een reisorganisator het geld snel ter beschikking moest zijn. Bij een buitenlandse instelling zou het onmogelijk zijn bestuursrechtelijke maatregelen te treffen als de buitenlandse financiële instelling uitbetaling weigert.⁴¹⁹ Het Hof ging hierin niet mee, maar oordeelde: “Wat ten slotte het argument betreft, dat in andere lidstaten niet zo doeltreffend kan worden opgetreden als met bepaalde bestuursrechtelijke maatregelen of bepaalde rechterlijke beslissingen op het nationale grondgebied mogelijk is, moet worden opgemerkt, dat ook indien bepaalde bestuursrechtelijke maatregelen niet op dezelfde wijze ten aanzien van ondernemingen in andere lidstaten kunnen worden toegepast, altijd nog gebruik kan worden gemaakt van de gerechtelijke spoedprocedures die in alle lidstaten van de Gemeenschap bestaan. De doeltreffendheid van de beslissingen in deze procedures zal afhangen van de inhoud van de garantieovereenkomst tussen de financiële instelling in een andere lidstaat en de reisorganisator.”⁴²⁰

VBV-Vorsorgekasse, 7 juni 2012

In deze zaak had de Oostenrijkse prudentiële toezichthouder een boete opgelegd aan een zgn. Vorsorgekasse (een werkloosheidsverzekeraar), omdat deze had belegd in een beleggingsinstelling die wel over een Luxemburgse vergunning beschikte, maar niet over een Oostenrijkse.⁴²¹ Het Oostenrijkse

⁴¹⁵ Zie uitvoerig paragraaf 4.4.2.

⁴¹⁶ Zie tevens maar op basis van oude jurisprudentie M. Tison, *De interne markt voor beleggingsdienstverlening* (diss.), Intersentia: Antwerpen 1999, p. 31 e.v.

⁴¹⁷ HvJEU 1 december 1998, C-410/96 (*Ambry*).

⁴¹⁸ HvJEU 1 december 1998, C-410/96 (*Ambry*), rov. 30.

⁴¹⁹ HvJEU 1 december 1998, C-410/96 (*Ambry*), rov. 32.

⁴²⁰ HvJEU 1 december 1998, C-410/96 (*Ambry*), rov. 48.

⁴²¹ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag. Voor de goede orde wijs ik erop dat destijds voor inwerkingtreding van de AIFM Richtlijn het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen aan professionele cliënten nog niet gereguleerd was door middel van een Europese richtlijn.

prudentiële recht staat het Vorsorgekasse uitsluitend toe te beleggen in (deelnemingsrechten van) beleggingsinstellingen met een Oostenrijkse vergunning.

Het Hof oordeelde ten eerste, dat deze belegging viel onder de vrijheid van kapitaalverkeer.⁴²² De maatregel hield ook een belemmering in, nu het de Vorsorgekasse niet was toegestaan om in Luxemburgse beleggingsinstellingen te beleggen. Een dergelijk belemmering is alleen toegestaan, als deze maatregel (i) een legitiem doel dient en (ii) niet verder gaat dan nodig is om het doel te bereiken.⁴²³

Naar het oordeel van het Hof was het microprudentieel toezicht een legitiem doel om onderdanen te verbieden sommige beleggingen te doen.⁴²⁴

De Oostenrijkse regels strandden echter op het proportionaliteitsvereiste, aangezien deze regels verder gingen dan nodig was om dit doel te bereiken.⁴²⁵ Oostenrijk had naar het oordeel van het Hof voldoende andere mogelijkheden om adequaat prudentieel toezicht te houden. Belangrijk is naar mijn oordeel, het Hof maakt dit niet heel expliciet, dat Oostenrijk maatregelen kon treffen die alleen de Vorsorgekasse belastten. Het Hof onderbouwde zijn oordeel door enerzijds erop te wijzen dat de Vorsorgekasse zelf in Oostenrijk onder financieel toezicht stond en anderzijds dat Oostenrijk informatie over de belegging in onder meer het Luxemburgse fonds bij de Vorsorgekasse zelf kon opvragen mede omdat deze inlichtingen over de beleggingen in een beleggingsinstelling verplicht beschikbaar zijn in Luxemburg.⁴²⁶ Ook de bescherming van beleggers in de Vorsorgekasse in hun status van consument rechtvaardigde de Oostenrijkse regel niet.⁴²⁷

Relevant is naar mijn oordeel ook de -weliswaar niet dragende- overweging van het Hof dat beleggingsinstellingen die regelmatig zijn opgericht en toegelaten in hun lidstaat van vestiging de legitieme verwachting koesteren dat zij kapitaal uit andere lidstaten kunnen aantrekken zonder een vergunning in deze andere lidstaat te hoeven aanvragen⁴²⁸

Ik kom tot de volgende conclusies:

(i) Geen toezicht op financiële onderneming bij incidenteel contact

Een lidstaat mag geen toezicht houden op een financiële onderneming of financiële activiteit als slechts sprake is van incidenteel contact met de jurisdictie. Dit is het geval als de financiële onderneming of aanbieder van een effect niet de klant heeft benaderd maar andersom. Dit volgt uit de initiatieve test.

(ii) Wel beperking om zaken te doen met buitenlandse financiële onderneming

De host-state kan het wel haar eigen onderdanen verbieden zaken te doen met buitenlandse financiële ondernemingen of te beleggen in buitenlandse effecten. Hiervoor moet de host-state wel een legitiem belang hebben. Zowel het microprudentiële toezicht als de bescherming van consumenten vormen legitieme belangen. Bij het beschermen van consumenten, zal dit echter minder voor de hand liggen als de consument er zelf

⁴²² HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 21. Zie ook *Solvency II*, preambule 72 waarin wordt overwogen dat een verbod om te beleggen in bepaalde type activa een beperking van het vrije kapitaalverkeer inhoudt.

⁴²³ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 28 en 32.

⁴²⁴ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 31.

⁴²⁵ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 32-33.

⁴²⁶ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 33.

⁴²⁷ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 35.

⁴²⁸ HvJEU 7 juni 2012, C-39/11 (*VBV-Vorsorgekasse*), *JOR* 2012/253, m. nt. E.J. van Praag, rov. 27

welbewust voor kiest zich te onttrekken aan de bescherming van zijn home-state door op eigen initiatief over de grens zaken te doen.

(iii) Beperkingen moeten proportioneel zijn

Als de host-state het haar onderdanen verbiedt zaken te doen met buitenlandse financiële ondernemingen of in buitenlandse effecten te beleggen, dan moet deze maatregel wel proportioneel zijn. De host-state zal dan rekening moeten houden met het feit dat de financiële onderneming al onder buitenlands toezicht staat en dat de aanbidding van effecten reeds in het buitenland is gereguleerd. Uit jurisprudentie blijkt dat een algeheel verbod om te beleggen in beleggingen die in een andere lidstaat gereguleerd zijn niet snel proportioneel is. De toezichthouder kan uiteraard wel ingrijpen als een individuele instelling te veel risico dreigt te lopen, maar dan is de oorzaak van dit ingrijpen is dan niet het feit dat in een buitenlandse beleggingen wordt belegd, maar de concrete risico's die worden gelopen.

3.4.5. Moet de host-state toezicht houden?

De vraag of de host-state toezicht moet houden bij passieve dienstverrichting is zeer eenvoudig te beantwoorden met nee. Zoals hierboven toegelicht is het de host-state onder het Europese recht namelijk niet eens toegestaan toezicht te houden, nu de financiële onderneming zich niet actief tot de markt van de host-state heeft gericht.

3.5. Misbruik van recht

3.5.1. Inleiding

Toepassing van de vier vrijheden resulteert in een taakverdeling tussen de home-state en de host-state. Immers, zoals hierboven toegelicht, mag een lidstaat geen toezicht houden op zaken, ofschoon deze lidstaat een valide belang hierbij heeft, als op deze zaken al voldoende toezicht wordt gehouden door een andere lidstaat. Strikt genomen is er geen regel die aangeeft welke lidstaat moet wijken bij dubbel toezicht, de home-state of de host-state. Anders dan vaak wordt het aangenomen kent het Europese recht namelijk geen algemeen beginsel van toezicht door de home-state.⁴²⁹

Dat het in de praktijk doorgaans toch de host-state is die moet motiveren waarom deze óók toezicht wil houden, is doordat (financiële) ondernemingen meestal de stelling innemen dat het toezicht van de host-state moet wijken. Afgezien van de hierboven besproken zaak *Alpine Investments* zijn mij geen zaken bekend waarbij de (financiële) onderneming zich op het standpunt stelt, dat de home-state geen toezicht mag houden vanwege het toezicht dat reeds door de host-state wordt uitgeoefend. Dit komt doordat een financiële onderneming in wezen zelf zijn home-state kan kiezen. De home-state is namelijk de plaats waar de financiële onderneming zijn zetel heeft. De financiële onderneming kan dit zelf besluiten. Zo kan een financiële onderneming die bijvoorbeeld in Duitsland en België actief is, zijn zetel vestigen in Duitsland door een Duitse vennootschap op te richten en een bijkantoor in België. Maar de financiële onderneming kan dit ook omkeren door juist in België zijn zetel te vestigen door een Belgische vennootschap op te richten en de Duitse activiteiten in een bijkantoor onder te

⁴²⁹ HvJEU 13 mei 1997, C-233/94 (*Duitsland/Europees Parlement en Raad*), rov. 64. Zie in zelfde zin L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 74-75.

brenge⁴³⁰ Met andere woorden: een financiële onderneming hoeft meestal niet te procederen tegen het feit dat zijn home-state zich als home-state opstelt, maar kan gewoon verhuizen.

Lidstaten stellen zich wel soms op het standpunt dat het toezicht van de home-state moet wijken en niet dat van de host-state. De host-state wil dan op zodanige wijze toezicht houden, alsof de financiële onderneming in de host-state is gevestigd of alsof er in het geheel geen toezicht door de home-state is. De host-state rechtvaardigt dit door feiten aan te voeren waaruit blijkt dat de host-state een significant sterkere band met de (financiële) onderneming heeft dan de home-state. De host-state meent dat eigenlijk hij de home-state zou moeten zijn. Dit in afwijking van het uitgangspunt dat de (financiële) onderneming daar gevestigd is en onder toezicht staat waar deze zijn statutaire zetel heeft. De stelling is dan dat de financiële onderneming door zijn zetel in een andere lidstaat te vestigen, misbruik maakt van de verkeersvrijheden teneinde zich aan het toezicht van de host-state te onttrekken, terwijl alle andere feiten erop wijzen dat de host-state in feite de home-state is.

Dit is niet alleen van positiefrechtelijk van belang, maar heeft ook een politiek-bestuurlijke dimensie. Wordt misbruik van de verkeersvrijheden moeilijk aangenomen, dan betekent dit dat het Europese recht hetzij (i) een (weerlegbaar) vermoeden hanteert, dat de lidstaat waar de financiële onderneming zijn zetel heeft de meest gereede lidstaat is om toezicht te houden hetzij (ii) dat het Europese recht accepteert dat de financiële onderneming de facto zelf zijn toezichthouder kiest. Het verschil tussen (i) en (ii) is dat bij (ii) het Europese recht expliciet accepteert dat de home-state niet altijd de sterkste connectie heeft tot de financiële onderneming, maar dit berust op een beleidsmatige keuze. Wordt misbruik van recht moeilijk aangenomen, dan heeft dit als praktisch gevolg dat de financiële onderneming zijn home-state kan kiezen.

Hierna zal ik aan de hand van de jurisprudentie dit leerstuk bespreken.⁴³¹

3.5.2. Overzicht van de jurisprudentie

Duitse verzekeraars, 4 december 1986

Reeds in het Duitse verzekeraars arrest werd overwogen dat een lidstaat zich ertegen kan wapenen dat een financiële onderneming een verkeersvrijheid gebruikt om zich te onttrekken aan de regels van de host-state.⁴³² Het Hof oordeelde dat als de werkzaamheid van een financiële onderneming geheel of voornamelijk is gericht op het grondgebied van de host-state, de host-state niet het recht kan worden ontzegd om te verhinderen dat de financiële onderneming de vrijheid van dienstverrichting gebruikt om zich te onttrekken aan de beroepsregels van de host-state.

Naar het oordeel van het Hof was het gevolg van de constatering dat sprake was van misbruik, dat de host-state de bepalingen betreffende het recht van vestiging en niet dat betreffende de diensten mocht toepassen.⁴³³ Het Hof ging blijkbaar ervan uit dat Duitsland dan meer grip kon hebben op de financiële onderneming. Of dit verschil in behandeling tussen dienstverrichting en vestiging vandaag de dag nog steeds bestaat, valt echter te betwijfelen.⁴³⁴ Zoals hierna zal blijken, heeft het Hof zijn jurisprudentie nadien aangescherpt. Later stond het Hof het de host-state toe de onderneming te behandelen, alsof deze in de host-state zelf gevestigd was.

⁴³⁰ In het bijzonder in die landen waar het vennootschapsrecht niet voorschrijft dat de hoofddirectie zich bevindt in het land van de statutaire zetel, zoals bijv. Nederland en Engeland, is dit eenvoudig.

⁴³¹ Zie over dit leerstuk ook uitvoerig K.E. Sørensen, *The fight against letterbox companies in the internal market*, *CML Rev.* 2015, p. 85-118 die eerst dit leerstuk bespreekt en dan aangeeft hoe in diverse sectorale regelgeving regulatory arbitrage wordt voorkomen.

⁴³² HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*).

⁴³³ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*), rov. 22 en 24.

⁴³⁴ Zie nader paragraaf 3.2.1.

De conclusie is dus:

- (i) Als de werkzaamheid van een financiële onderneming geheel of voornamelijk is gericht op het grondgebied van de host-state, is sprake van misbruik. In hoeverre ook vereist is dat de financiële onderneming het doel heeft zich te onttrekken aan het toezicht van de host-state, is op basis van deze uitspraak niet duidelijk.
- (ii) Het gevolg van misbruik is, dat de host-state de bepalingen betreffende het recht van vestiging en niet dat betreffende de diensten mag toepassen.

TV10 SA, 5 oktober 1994

De zaak TV10 betrof een in Luxemburg gevestigde omroep die zich richtte op de Nederlandse markt.⁴³⁵ Voor in Nederland gevestigde publieke omroepen golden destijds specifieke regels. Deze omroepen moesten een gevarieerd programma aanbieden. Bovendien schreef Nederland een wijze van financiering voor die erop was gericht de pluriformiteit en het niet-commerciële karakter van de nationale omroepinstellingen te waarborgen. Voor buitenlandse omroepen golden deze Nederlandse regels niet.

Nederland weigerde TV10 toe te laten tot de Nederlandse kabel. Nederland paste namelijk op TV10 de regels voor binnenlandse omroepen toe, waaraan TV10 niet voldeed (TV10 voldeed alleen aan de Luxemburgse regels). Nederland gaf hiervoor als reden dat (i) de dagelijkse leiding van TV10 voor een belangrijk deel in handen van Nederlanders was (ii) dat de programma's van TV10 voornamelijk bestemd waren voor ontvangst via kabelnetten in Luxemburg en Nederland aangezien TV10 alleen overeenkomsten had gesloten met kabelmaatschappijen in Luxemburg en Nederland, (iii) de uitzending van de programma's, de inkoop en ondertiteling van buitenlandse programma's, de beleidsbepaling en de eindregie weliswaar in Luxemburg plaatsvonden, maar dat de voornaamste doelgroep het Nederlandse publiek was, (iv) dat het grootste deel van de aangetrokken medewerkers voor de diverse programma's van TV10 afkomstig waren uit Nederland en (v) dat de reclameboodschappen in Nederland werden geproduceerd.

TV10 beriep zich op de vrijheid van dienstverrichting. Nederland stelde hier tegenover dat het beroep op de vrijheid van dienstverrichting niet moest worden gehonoreerd, omdat TV10 misbruik maakte van dit recht.

Het Hof oordeelde dat een lidstaat niet het recht kan worden ontzegd maatregelen te treffen om te verhinderen dat de door het VWEU gewaarborgde vrijheden door een dienstverrichter wiens werkzaamheid geheel of voornamelijk op zijn grondgebied is gericht, worden gebruikt om zich te onttrekken aan de regels die, ware hij op het grondgebied van die lidstaat gevestigd, op hem van toepassing zouden zijn.

Het Hof verbond hieraan de conclusie, dat de host-state een radio- en televisieomroepinstelling die zich in een andere lidstaat vestigt om aldaar diensten te verrichten bestemd voor het grondgebied van de host-state, als nationale omroepinstelling kan aanmerken, aangezien met deze maatregel wordt verhinderd dat die instellingen zich dankzij de uitoefening van de door het VWEU gegarandeerde vrijheden kunnen onttrekken aan de uit de nationale wetgeving voortvloeiende verplichtingen, in casu die betreffende de pluriforme en niet-commerciële inhoud van de programma's.

⁴³⁵ HvJEU 5 oktober 1994, C-23/93 (*TV10 SA*). Zie tevens de vergelijkbare zaak HvJEU 3 februari 1993, C-148/91 (*Veronica*).

De conclusie is dus:

- (i) Als de werkzaamheid van een (omroep)onderneming geheel of voornamelijk is gericht op het grondgebied van de host-state, is sprake van misbruik. In hoeverre ook vereist is dat de (financiële) onderneming het doel heeft zich te onttrekken aan het toezicht van de host-state, is op basis van deze uitspraak niet duidelijk.
- (ii) Het gevolg van misbruik is, dat de host-state de omroepinstelling als nationale omroepinstelling kan aanmerken. Hier wordt het toezicht door de home-state dus volledig genegeerd.

VT4 Ltd, 5 juni 1997

Een vergelijkbare geval als TV10 speelde zich af in de zaak VT4. Nu echter was sprake van een richtlijn die omroepen reguleerde. Het in Engeland gevestigde VT4 richtte zich voornamelijk tot de Vlaamse markt.⁴³⁶ VT4 was een Engelse vennootschap gevestigd in Londen, maar de programma's van VT4 waren Nederlands gesproken of ondertiteld en VT4 beschikte over een kantoor in Vlaanderen van waaruit contact werd onderhouden met adverteerders en productiebedrijven en de informatie voor het nieuws werd verzameld.⁴³⁷ Vlaanderen beschouwde VT4 als een omroep zonder vergunning. De Engelse vergunning werd in Vlaanderen niet erkend, omdat het volgens Vlaanderen ging om een Vlaamse omroeporganisatie die zich probeerde te onttrekken aan de Vlaamse wetgeving.⁴³⁸

Inmiddels was het toezicht op omroeporganisaties geregeld in de richtlijn Audiovisuele mediadiensten.⁴³⁹ De centrale vraag was nu: Welke aanknopingspunten zijn relevant voor de vraag welke lidstaat uit hoofde van deze richtlijn bevoegd was toezicht te houden? Het Hof overwoog, dat de lidstaat waar de omroeporganisatie was gevestigd, bevoegd was.⁴⁴⁰ Als een omroeporganisatie meer dan één vestiging heeft, is de plaats van vestiging de plek waar de omroeporganisatie het centrum van zijn activiteiten heeft. Het centrum van zijn activiteiten bevindt zich op de plek waar de beslissingen betreffende het programmeringbeleid en definitieve samenstelling van de uit te zenden programma's werden genomen. Voorts overwoog het Hof dat het enkele feit dat alle uitzendingen en reclameboodschappen uitsluitend bestemd waren voor het Vlaamse publiek, niet het bewijs vormde dat VT4 niet geacht kan worden in Engeland gevestigd te zijn. Het VWEU verbiedt het immers niet, zo oordeelde het Hof, dat ondernemingen zich beroepen op de vrijheid van dienstverrichting, wanneer zij in de home-state geen diensten aanbieden.⁴⁴¹

De conclusie is dus:

- (i) Wanneer een activiteit geharmoniseerd is, moet de desbetreffende richtlijn worden geraadpleegd om vast te stellen welke toezichthouder bevoegd is.
- (ii) Als een omroeporganisatie één vestiging heeft, is ingevolge de richtlijn Audiovisuele mediadiensten automatisch de home-state bevoegd. Als een omroeporganisatie meer dan één vestiging heeft, dient te worden nagegaan in welke lidstaat de omroeporganisatie het centrum van zijn activiteiten heeft. Het centrum bevindt zich op de plek waar de beslissingen betreffende het programmeringbeleid en definitieve samenstelling van de uit

⁴³⁶ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*). Zie over de zelfde materie HvJEU 10 september 1996, C-222/94 (*Commissie/Engeland*).

⁴³⁷ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), rov. 8.

⁴³⁸ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), rov. 9.

⁴³⁹ Richtlijn 89/552/EEG van 3 oktober 1989 van het Europees Parlement en de Raad betreffende de coördinatie van bepaalde wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in de lidstaten inzake het aanbieden van audiovisuele mediadiensten (richtlijn Audiovisuele mediadiensten).

⁴⁴⁰ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), rov. 16-18.

⁴⁴¹ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), rov. 22. Nadien herhaald in HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 16 en HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 139 en HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 42-43.

te zenden programma's werden genomen. Dat in de home-state zelf geen diensten werden verleend, vormde niet het bewijs dat VT4 niet geacht kan worden in Engeland gevestigd te zijn. Het Hof overwoog namelijk dat de vrijheid van dienstverrichting ook kan worden gebruikt als in de home-state zelf geen diensten worden aangeboden. Hier hanteert het Hof dus duidelijk een vestigingscriterium, onafhankelijk van welke markt wordt bediend.

- (iii) Dit is dus een afwijking van de hiervoor behandelde arresten Duits verzekeraars⁴⁴² en TV10 SA.⁴⁴³ Deze afwijking zou m.i. zijn te verklaren door het feit dat nu sprake was van harmonisatie door middel van een richtlijn. De richtlijn voorzag in eigen regels om de home-state te bepalen. Deze weken af van die van het VWEU. Enerzijds is dit niet vreemd, omdat door middel van de harmonisatie was voorzien in minimumnormen. Het zou dus niet uit moeten maken welke toezichthouder toezicht houdt, omdat minimaal deze normen worden toegepast. Anderzijds kan men zich voorstellen dat de toezichthouder van de home-state minder zijn best doet om adequaat toezicht te houden, als er geen schade in eigen land te duchten is vanwege het feit dat de omroeporganisatie geen uitzendingen voor het nationaal publiek verzorgt. Echter uit de hierna te bespreken arresten Centros en Carmen Media Group blijkt dat met VT4 een algemene regel is geïntroduceerd, die ook geldt als geen sprake is van harmonisatie.⁴⁴⁴

Centros, 9 maart 1999

De zaak Centros betrof een Engelse vennootschap die om inschrijving van haar Deense filiaal in het Deense register van de Kamer van Koophandel verzocht.⁴⁴⁵ Denemarken weigerde dit, omdat (i) Centros geen enkele bedrijfsactiviteit in Engeland verrichtte, (ii) de aandelen in Centros volledig gehouden werden door Deense onderdanen (de heer en mevrouw Bryde), (iii) de heer Bryde directeur was van Centros en (iv) uitsluitend om de Deense vereisten voor het minimumkapitaal voor vennootschappen te omzeilen voor een Engelse vennootschap was gekozen.⁴⁴⁶

Volgens Denemarken kwalificeerde de vestiging van Centros om deze redenen niet als filiaal, maar als hoofdvestiging en zou deze vestiging daarom aan enkele aanvullende Deense regels moeten voldoen. Toepassing van deze regels zou tot gevolg hebben gehad dat Centros aan dezelfde eisen moest voldoen als een Deense vennootschap. Denemarken gaf aan wel bereid te zijn geweest het filiaal van Centros in te schrijven, als Centros daadwerkelijk activiteiten in Engeland had uitgevoerd.⁴⁴⁷ In dat geval hoefde Centros niet aan aanvullende eisen te voldoen.

Het Hof verwierp het standpunt van Denemarken. Ten eerste oordeelde het Hof dat als een vennootschap door middel van het nationale recht was opgericht in een lidstaat en daar zijn statutaire zetel of hoofdvestiging had, deze vennootschap daarmee het recht verkreeg gebruik te maken van de vrijheid van vestiging.⁴⁴⁸ Het Hof erkende dat een lidstaat maatregelen mag treffen die tot doel hebben te verhinderen, dat sommige van zijn onderdanen van de krachtens het VWEU geschapen mogelijkheden profiteren om zich op onaanvaardbare wijze aan hun nationale wetgeving te onttrekken en dat de justitiabelen zich met het oog op misbruik of bedrog op het gemeenschapsrecht kunnen beroepen.⁴⁴⁹ Echter of van misbruik of bedrog sprake is, dient beoordeeld te worden aan de hand van

⁴⁴² HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*).

⁴⁴³ HvJEU 5 oktober 1994, C-23/93 (*TV10 SA*). In zelfde zin K.E. Sørensen, The fight against letterbox companies in the internal market, *CML Rev.* 2015, p. 93 die hier aangeeft dat het Hof vanaf VT4 een hogere norm voor misbruik is gaan hanteren.

⁴⁴⁴ V. Hatzopoulos, 'Forms of mutual recognition', in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 88.

⁴⁴⁵ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*).

⁴⁴⁶ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 3 en 13.

⁴⁴⁷ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 18 en 19.

⁴⁴⁸ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 19 en 20.

⁴⁴⁹ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 24.

het doel van de betrokken regeling.⁴⁵⁰ Het is hier waar Denemarken nat ging, omdat het recht van vestiging volgens het Hof juist beoogt buitenlandse vennootschappen in staat te stellen door middel van een agentschap, een filiaal of een dochtervennootschap activiteiten in andere lidstaten te ontplooiën. Het Hof wijst hierbij erop dat de regels die Centros omzeilde regels betreffende de oprichting van vennootschappen en niet regels inzake de uitoefening van bepaalde beroepsactiviteiten betrof. Ook als al de activiteiten van de vennootschap plaatsvinden in de host-state en de onderneming louter voor een bepaalde lidstaat kiest, omdat de regels betreffende het vennootschapsrecht soepeler zijn, is geen sprake van misbruik.⁴⁵¹ Immers, het recht om een vennootschap op te richten in overeenstemming met de wetgeving van een lidstaat en filialen in het leven te roepen in andere lidstaten, is inherent aan de uitoefening, binnen een gemeenschappelijke markt, van de door het VWEU gewaarborgde vrijheid van vestiging.⁴⁵² Centros kon zich dus beroepen op de vrijheid van vestiging.

Vervolgens toetste het Hof of Denemarken niettemin maatregelen mocht treffen die uitoefening van de vrijheid belemmerde. Zoals hierboven toegelicht in paragraaf 3.2.5 is het toegestaan uitoefening van de vrijheden te belemmeren, mits aan alle hiervoor geldende voorwaarden is voldaan. Ook aan deze toets werd niet voldaan. In de eerste plaats was de Deense maatregel niet geschikt ter bereiking van de doelstelling van bescherming van de schuldeisers die zij wordt geacht na te streven. Immers, indien de betrokken vennootschap ook een activiteit in Engeland had ontplooid, zou het filiaal in Denemarken wel zijn ingeschreven. De positie van de Deense schuldeisers was dan echter even zwak geweest. Ten tweede merkte het Hof op dat, aangezien Centros zich voordoet als een vennootschap naar Engels recht en niet als een vennootschap naar Deens recht, haar schuldeisers ervan op de hoogte zijn dat zij onder een andere wetgeving valt dan die welke in Denemarken voor de oprichting van besloten vennootschappen geldt. Ten derde kunnen maatregelen worden getroffen die minder ingrijpend zijn of die de fundamentele vrijheden minder aantasten, bijvoorbeeld door de openbare schuldeisers in de wet de mogelijkheid te bieden, zich de nodige zekerheden te verschaffen.

Het belang van deze tweede toets is naar mijn oordeel groot. In essentie komt het namelijk erop neer dat het Hof weggaat van een binaire benadering waarbij hetzij geen misbruik is- en volledig gebruik kan worden gemaakt van de vrijheden-, hetzij wel misbruik -waarbij geen enkel beroep kan worden gedaan op de vrijheden-. Het Hof stelt in plaats hiervan een andere vraag: Welke maatregelen mag de host-state treffen om problemen die zijn veroorzaakt door de uitoefening van een verkeersvrijheid te corrigeren? Het Hof koppelt hiermee de vraag of de vier vrijheden van toepassing zijn, los van de vraag of een lidstaat maatregelen kan treffen om te verhinderen dat sommige van zijn onderdanen door gebruik te maken van de vier vrijheden, trachten zich op onaanvaardbare wijze aan hun nationale wetgeving te onttrekken. Deze aanvliegroute wordt vanaf Centros in veel uitspraken gebruikt.⁴⁵³ AG Kokott concludeert zelfs dat niets erop wijst dat een misbruik de toepassing van het beginsel van het vrij verrichten van diensten zou uitsluiten, maar dat veeleer moet worden onderzocht of eventuele maatregelen ter bestrijding van misbruik beperkingen vormen van het vrij verrichten van diensten en of deze beperkingen, in voorkomend geval, gerechtvaardigd zijn.⁴⁵⁴

⁴⁵⁰ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 25.

⁴⁵¹ Zie in zelfde zin HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 95.

⁴⁵² Nadien herhaald in HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 137.

⁴⁵³ Zie bijv. HvJEU 5 oktober 1994, C-23/93 (*TV10 SA*), rov. 15, HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 18, HvJEU 21 februari 2013, C-123/11 (*A Oy*), rov. 26, HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 50 en Conclusie AG Kokott 30 januari 2014, C-475/12, (*UPC/Nemzeti Media*) rov. 61 en Conclusie AG Mengozzi 1 april 2014, C-83/13 (*Fonship*) rov. 72 en HvJEU 30 april 2014, C-475/12 (*UPC/Nemzeti Media*), rov. 76.

⁴⁵⁴ Conclusie AG Kokott 30 januari 2014, C-475/12, (*UPC/Nemzeti Media*), rov. 62.

De conclusie is dus:

- (i) Of van misbruik sprake is moet worden beoordeeld op basis van het doel van de betrokken regeling.
- (ii) Het recht van vestiging beoogt juist buitenlandse vennootschappen in staat te stellen door middel van een agentschap, een filiaal of een dochtervennootschap activiteiten in andere lidstaten te ontplooiën. Ook als al de activiteiten van de vennootschap plaatsvinden in de host-state en de vennootschap louter voor een bepaalde lidstaat kiest omdat de regels betreffende het vennootschapsrecht daar soepeler zijn, is geen sprake van misbruik. Immers, het recht om een vennootschap op te richten in overeenstemming met de wetgeving van een lidstaat en filialen in het leven te roepen in andere lidstaten, is inherent aan de uitoefening, binnen een gemeenschappelijke markt, van de door het Verdrag gewaarborgde vrijheid van vestiging. Het Hof oordeelt ten aanzien van het vennootschapsrecht dus, dat de vraag welke lidstaat de home-state is louter afhankelijk is van de keuze van de onderneming. De territoriale band is verder niet relevant.
- (iii) Het Hof wijst hierbij erop dat de regels die Centros omzeilde regels betreffende de oprichting van vennootschappen en niet regels inzake de uitoefening van bepaalde beroepsactiviteiten betrof. Met andere woorden: voor eventueel misbruik van regels betreffende de beroepsuitoefening, zoals (geharmoniseerde) financiële toezichtsregels, zou het Hof tot een andere conclusie kunnen komen.
- (iv) Dat geen sprake is van misbruik neemt niet weg, dat uitoefening van de verkeersvrijheid tot omzeiling van nationale regels kan leiden. Lidstaten hebben dan de bevoegdheid om gerichte maatregelen te nemen om de gaten die hierdoor zijn ontstaan te dichten, mits deze maatregelen kunnen worden gerechtvaardigd.

Halifax, 21 februari 2006

In de zaak Halifax ging het om vermeend misbruik van een BTW regeling waardoor minder BTW zou moeten worden betaald.⁴⁵⁵ De Engelse rechter vroeg zich af wanneer van misbruik sprake was.

Het Hof benadrukt het Europeesrechtelijke beginsel dat als sprake is van misbruik geen beroep kan worden gedaan op het Europese recht.⁴⁵⁶ Het gaat het dan om transacties die niet zijn verricht in het kader van normale handelstransacties, maar uitsluitend met het doel om het door het gemeenschapsrecht toegekende voordeel te verkrijgen.⁴⁵⁷

Er is geen sprake van misbruik van een BTW regeling als een belastingplichtige een transactie op voor hem gunstige wijze structureert.⁴⁵⁸ Er is pas sprake van misbruik van een BTW regeling als (i) de betrokken transacties in weerwil van de formele toepassing van de voorwaarden, ertoe leiden dat in strijd met het door deze bepalingen beoogde doel een belastingvoordeel wordt toegekend en (ii) uit objectieve factoren blijkt dat de transactie geen ander doel kent dan het halen van de belastingvoordelen.⁴⁵⁹

⁴⁵⁵ HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*).

⁴⁵⁶ HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*), rov. 68.

⁴⁵⁷ HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*), rov. 69.

⁴⁵⁸ HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*), rov. 73.

⁴⁵⁹ HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*), rov. 74-75. Zie tevens Conclusie AG Poiares Maduro 7 april 2005, C-255/02 (*Halifax*), rov. 67-71.

De vraag naar misbruik van de verkeersvrijheden is zeer uitvoerig aan de orde gekomen in de conclusie van AG Stix-Hackl in de zaak *Fidium Finanz*.⁴⁶⁰ Helaas is deze vraag niet aan de orde gekomen in het arrest van het Hof zelf,⁴⁶¹ omdat het Hof anders dan de AG tot de conclusie kwam dat de vier vrijheden überhaupt niet op de zaak van toepassing waren. Omdat echter de feiten van de zaak de kern van onderhavige problematiek betreffen, kan de opinie van de AG niet onbesproken blijven.

Fidium Finanz AG was statutair gevestigd in Zwitserland.⁴⁶² De bedrijfsactiviteit van *Fidium Finanz AG* bestond praktisch alleen in het verstrekken van kredieten aan inwoners van Duitsland. Omdat *Fidium Finanz* geen kredieten verleende in Zwitserland was *Fidium Finanz* naar Zwitsers recht niet onderworpen aan toezicht. Volgens de Duitse rechter waren er belangrijke aanwijzingen dat *Fidium Finanz* haar zetel doelbewust zo had gekozen dat zij noch onderworpen was aan het toezicht van Zwitserland, noch aan dat van Duitsland. De Duitse toezichthouder Bafin oordeelde daarom dat *Fidium Finanz* in Duitsland een vergunning moest aanvragen. Met een beroep op de vrijheid van kapitaalverkeer betwistte *Fidium Finanz* de verplichting tot verkrijging van een vergunning in de host-state. Duitsland stelde dat sprake was van misbruik van deze verkeersvrijheid.

De AG besprak hoe geëvalueerd moet worden of sprake is van misbruik. De AG overwoog op basis van het arrest *Centros* dat omzeiling van regels pas als misbruik wordt aangemerkt als de omzeiling buiten het doel van de aangevoerde bepaling ligt.⁴⁶³ Om te kunnen bewijzen dat het om een misbruik gaat, is in de eerste plaats een geheel van objectieve omstandigheden vereist waaruit blijkt dat in weerwil van de formele naleving van de door de gemeenschapsregeling opgelegde voorwaarden, het door deze regeling beoogde doel niet werd bereikt. Ten tweede, vereist misbruik een subjectief element, namelijk de bedoeling om een door de gemeenschapsregeling toegekend voordeel te verkrijgen door kunstmatig de voorwaarden te creëren waaronder het recht op dat voordeel ontstaat of om aan de toepassing van het nationale recht te ontsnappen.

Wat betreft het doel van de aangevoerde bepaling overwoog de AG dat de vrijheid van kapitaalverkeer als belangrijk doel kent het mogelijk maken van grensoverschrijdende financiële diensten.⁴⁶⁴ Het feit dat gebruik wordt gemaakt van de verschillen in wetgeving op het gebied van financieel toezicht en dat vanuit een derde land kredieten in een lidstaat worden verstrekt, kon op zichzelf dus nog geen misbruik van de vrijheid van kapitaalverkeer opleveren.⁴⁶⁵

Overigens kwam de AG alsnog tot de conclusie dat de Duitse vergunningseisen gerechtvaardigd waren, omdat deze voldeden aan de eerder uiteengezette eisen op grond waarvan een host-state toezicht mag houden. Nu Zwitserland in het geheel geen toezicht hield, was Duits toezicht gerechtvaardigd.

⁴⁶⁰ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*).

⁴⁶¹ HvJEU 3 oktober 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*).

⁴⁶² Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 83.

⁴⁶³ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 91-93. Deze dubbele toets is vaste jurisprudentie, zie nader Conclusie AG Poiares Maduro 28 februari 2008, C-311/06 (*Consiglio Nazionale degli Ingegneri*), rov. 44 en daar aangehaalde jurisprudentie en HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*), rov. 74-75.

⁴⁶⁴ Conclusie AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*), rov. 99-101.

⁴⁶⁵ Zie in zelfde zin met betrekking tot het doel om van een gunstiger vennootschapsrecht gebruik te maken HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*).

Een leading case inzake het leerstuk van misbruik van recht is de zaak *Cadbury Schweppes*.⁴⁶⁶ *Cadbury Schweppes* had een aantal vennootschappen opgericht in Ierland. Door de lage belasting in Ierland zou *Cadbury Schweppes* een significant belastingvoordeel behalen. Engeland kende echter een wet die erop neerkwam dat als een dochtermaatschappij die louter was opgericht met het doel in Engeland minder belasting te betalen en als dat verschil in belastingdruk meer dan 25% bedroeg, de winsten van de dochter werden toegerekend aan de Engelse moeder. De facto bestond de buitenlandse dochter dan dus niet voor de Engelse belastingdienst. *Cadbury Schweppes* ontkende niet dat de constructie bedoeld was om minder belasting te betalen, maar stelde dat de vrijheid van vestiging eraan in de weg stond dat Engeland een dergelijke constructie minder aantrekkelijk maakte.

Het Hof paste net als bij *Centros* een dubbele toets toe. Ten eerste beoordeelde het Hof of sprake was van misbruik van de vrijheid van vestiging.⁴⁶⁷

Het Hof geeft aan dat (rechts)personen inderdaad geen misbruik mogen maken van de verdragsvrijheden om zich te onttrekken aan de werkingssfeer van hun nationale wetgeving.⁴⁶⁸ Echter het feit dat een (rechts)persoon profiteert van een gunstige fiscale regeling in een andere lidstaat is onvoldoende reden om deze (rechts)persoon de mogelijkheid te ontnemen zich op het verdrag te beroepen.⁴⁶⁹ Het gevolg van deze constatering is dat *Cadbury* zich op het verdrag kan beroepen.

Het Hof constateert dat de Engelse maatregel inderdaad een belemmering van het vrije verkeer vormt, hetgeen niet verwonderlijk is, omdat het natuurlijk aantrekkelijker is een vennootschap te openen in Ierland zonder de Engelse maatregel dan met.

Het komt nu aan op de rechtvaardiging van de Engelse maatregelen. De vraag of *Cadbury* misbruik maakt van de verkeersvrijheden komt hier opnieuw aan de orde. Het Hof geeft aan dat maatregelen die vrijheid van vestiging beperken zijn toegestaan, als deze specifiek gericht zijn op volstrekt kunstmatige constructies die bedoeld zijn om de belastingwetgeving van een lidstaat te ontwijken.⁴⁷⁰

Bij de beoordeling of sprake is van een kunstmatige constructie moet in het bijzonder rekening worden gehouden met het doel dat met de vrijheid van vestiging wordt beoogd.⁴⁷¹ Dit doel is volgens het Hof een onderdaan van een lidstaat in staat te stellen een tweede vestiging op te richten in een andere lidstaat om er zijn activiteiten uit te oefenen en zo de economische en sociale vervlechting in de Europese Unie op het terrein van de niet in loondienst verrichte werkzaamheden te bevorderen.⁴⁷² Vanwege dit doel impliceert het begrip vestiging, de daadwerkelijke uitoefening van een economische activiteit voor onbepaalde tijd door middel van een duurzame vestiging in deze lidstaat.

Daarom kan een beperking van de vrijheid van vestiging, volgens het Hof, slechts door de strijd tegen misbruik worden gerechtvaardigd, wanneer deze specifiek tot doel heeft, gedragingen te verhinderen die erin bestaan, volstrekt kunstmatige constructies op te zetten die geen verband houden met de economische realiteit en bedoeld zijn om de belasting te ontwijken die normaal verschuldigd is over winsten uit activiteiten op het nationale grondgebied. Voor de vaststelling van het bestaan van een dergelijke constructie is naast een subjectief element, namelijk de wil om een belastingvoordeel te

⁴⁶⁶ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*).

⁴⁶⁷ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 34.

⁴⁶⁸ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 35.

⁴⁶⁹ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 36. Zie in zelfde zin HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 95 en HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 27.

⁴⁷⁰ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 51.

⁴⁷¹ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 52.

⁴⁷² HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 53-54.

verkrijgen, ook vereist dat uit een geheel van objectieve elementen blijkt dat, in weerwil van de formele vervulling van de door gemeenschapsregeling gestelde voorwaarden, het door de vrijheid van vestiging beoogde doel niet werd bereikt.⁴⁷³ De vraag is dus of sprake is van een economische realiteit. Deze vaststelling moet berusten op objectieve en door derden controleerbare elementen die onder meer verband houden met de mate van fysiek bestaan van de onderneming in termen van lokalen, personeel en uitrusting.

De conclusie is dus:

- (i) De vrijheid van vestiging heeft als doel dat de (rechts)persoon daadwerkelijk deelneemt aan de economie van de host-state. Er moet sprake zijn van een economische realiteit in de host-state. Volgens het Hof moet deze realiteit berusten op objectieve en door derden controleerbare elementen die onder meer verband houden met de mate van fysiek bestaan van de onderneming in termen van lokalen, personeel en uitrusting. Het Hof kiest hier dus voor een territoriale aanknopingspunt.
- (ii) Louter maatregelen die erop gericht zijn de gevolgen van een beroep op de vrijheid van vestiging zonder economische realiteit te bestrijden kunnen worden gerechtvaardigd.

Commissie/Spanje, 23 oktober 2008

In de zaak *Commissie/Spanje* weigerde Spanje Spaanse staatsburgers toegang tot het beroep van ingenieur te verstrekken.⁴⁷⁴ De Spaanse staatsburgers hadden hun volledige studie in Spanje doorlopen. Hun Spaanse diploma werd echter door een Italiaanse universiteit erkend. Op basis van deze erkenning konden de Spaanse staatsburgers in Italië een examen afleggen dat hen in Italië toegang gaf tot het beroep van ingenieur. Ingevolge richtlijn 89/49 moest Spanje burgers die in een andere lidstaat het recht hadden het beroep van ingenieur uit te oefenen, toestaan dit ook in Spanje te doen.⁴⁷⁵

De Commissie daagde Spanje voor het Hof. Spanje stelde echter dat zij de richtlijn niet schond, omdat in casu sprake was van misbruik van recht. Het ging namelijk om Spanjaarden die uitsluitend aan een Spaanse universiteit hadden gestudeerd die nu via Italië toegang kregen tot de Spaanse arbeidsmarkt.⁴⁷⁶ Het Hof gaf de Commissie gelijk.

Het Hof oordeelde ten eerste, dat de kernvraag was voor een uitspraak over de toepasselijkheid van richtlijn 89/48, of de aanvrager al dan niet bevoegd is om een gereguleerd beroep in een lidstaat uit te oefenen. Volgens het bij deze richtlijn ingevoerde stelsel werd een diploma niet erkend wegens de intrinsieke waarde van de hiermee afgesloten opleiding, maar omdat het in de lidstaat waarin het werd afgegeven of erkend, toegang verleende tot een gereguleerd beroep. Volgens het Hof was het in richtlijn 89/48 neergelegde algemene stelsel van erkenning van hoger onderwijsdiploma's gebaseerd op het wederzijdse vertrouwen dat de lidstaten hebben in de beroepskwalificaties die zij toekennen. Dit stelsel voerde in wezen een vermoeden in dat de kwalificaties van een aanvrager die bevoegd is om in een lidstaat een gereguleerd beroep uit te oefenen, voldoende zijn om dit beroep in de andere lidstaten uit te oefenen, zo overwoog het Hof.

⁴⁷³ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 64. Zie tevens HvJEU 14 december 2000, C-110/99 (*Emsland-Stärke*), rov. 52-53, en HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax e.a.*), rov. 74-75.

⁴⁷⁴ HvJEU 23 oktober 2008, C-286/06 (*Commissie/Spanje*), rov. 51 en 52.

⁴⁷⁵ Richtlijn van de Raad van 21 december 1988 betreffende een algemeen stelsel van erkenning van hoger-onderwijsdiploma's waarmee beroepsopleidingen van ten minste drie jaar worden afgesloten, OJ 1989 L19/16.

⁴⁷⁶ HvJEU 23 oktober 2008, C-286/06 (*Commissie/Spanje*).

Ten tweede, oordeelde het Hof dat staatsburgers van een lidstaat de krachtens het gemeenschapsrecht geschapen mogelijkheden inderdaad niet mogen misbruiken om zich te onttrekken aan de werkingssfeer van hun nationale wetgeving. De nationale rechterlijke instanties dienen bij de beoordeling of sprake is van misbruik het doel van de betrokken bepalingen van gemeenschapsrecht in aanmerking te nemen.

Het doel van de betrokken bepalingen in kwestie leidde tot de conclusie dat geen sprake was van misbruik. Het Hof oordeelde namelijk dat het bij richtlijn 89/48 ingevoerde algemene stelsel van erkenning juist beoogde staatsburgers van een lidstaat die zijn toegelaten tot een gereguleerd beroep in een lidstaat, in staat te stellen toegang tot dit beroep in andere lidstaten te hebben. Dat een staatsburger van een lidstaat die een gereguleerd beroep wenst uit te oefenen, opteert voor toegang tot dit beroep in de lidstaat van zijn voorkeur, kan derhalve op zich geen misbruik van het door richtlijn 89/48 ingevoerde algemene stelsel van erkenning vormen. Het recht voor staatsburgers van een lidstaat om de lidstaat te kiezen waarin zij hun beroepskwalificaties wensen te verkrijgen, is namelijk inherent aan de uitoefening binnen een gemeenschappelijke markt van de door het Verdrag gewaarborgde fundamentele vrijheden.⁴⁷⁷

Carmen Media Group, 8 september 2010

De zaak Carmen Media Group betrof een gokonderneming met vestiging in Gibraltar die uitsluitend over een vergunning beschikte om via het internet aan personen buiten het grondgebied van Gibraltar gokdiensten te verlenen.⁴⁷⁸ Om fiscale redenen was deze vergunning beperkt tot de verkoop van weddenschappen in het buitenland (“offshore bookmaking”).⁴⁷⁹ Carmen beriep zich op de vrijheid van dienstverrichting om in Duitsland weddenschappen te mogen aanbieden. Duitsland stelde zich echter op het standpunt dat de vrijheid van dienstverrichting niet van toepassing was, omdat de vergunning niet ook het recht verleende in Gibraltar zelf gokdiensten aan te bieden.

Het Hof oordeelde echter dat de omstandigheid dat Carmen slechts een vergunning voor offshore bookmaking had, op zich niet tot gevolg kan hebben dat de gokdiensten aan de werkingssfeer van het beginsel van vrije dienstverrichting werden onttrokken.⁴⁸⁰ Volgens het Hof was de vrijheid van dienstverrichting, immers niet onderworpen aan de voorwaarde dat deze marktdeelnemer dergelijke diensten ook verricht in de lidstaat waar hij is gevestigd.⁴⁸¹ De vrijheid van dienstverrichting vereist enkel dat de dienstverrichter in een andere lidstaat is gevestigd dan degene voor wie de dienst wordt verricht.

België en Oostenrijk hebben in een interventie aan de zijde van Duitsland ingebracht dat sprake was van misbruik van recht, omdat Carmen zich slechts, aangemoedigd door een fiscale stimulans, in Gibraltar had gevestigd om zich te onttrekken aan de strengere regels die op haar van toepassing zou zijn geweest indien zij zich op Duits grondgebied had gevestigd.⁴⁸² Het Hof heeft deze vraag echter niet expliciet geadresseerd, nu de Duitse rechter geen precieze gegevens had verstrekt of specifieke twijfels had geuit over de redenen waarom Carmen zich in Gibraltar had gevestigd en aan het Hof evenmin vragen had gesteld over de mogelijke gevolgen daarvan. Bovendien overwoog het Hof onder

⁴⁷⁷ Zie voor een geval waarin een beroepskwalificatie niet erkend hoefde te worden. HvJEU 3 oktober 1990, C-61/89 (*Bouchoucha*). Doorslaggevend was dat hier ging om een beroepskwalificatie die destijds geen voorwerp was van harmonisatie. Het leerstuk van misbruik werd weliswaar aangehaald in rov. 15, maar was naar mijn oordeel niet dragend voor de beslissing. De beroepskwalificatie moest wel worden geaccepteerd in HvJEU 7 februari 1979, 115/78 (*Knoors*). Hier was echter wel sprake van harmonisatie.

⁴⁷⁸ HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*).

⁴⁷⁹ HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 23.

⁴⁸⁰ HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 42-43.

⁴⁸¹ Het Hof verwijst hierbij naar HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4*), rov. 22. Nadien is deze overweging bevestigd in HvJEU 30 april 2014, C-475/12 (*UPC/Nemzeti Media*), rov. 72.

⁴⁸² HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 47.

verwijzing naar vaste jurisprudentie dat de vraag naar de toepasselijkheid van de vrijheid van dienstverrichting losstaat van de vraag of een lidstaat maatregelen mag nemen om ontduiking van zijn interne wetgeving door een in een andere lidstaat gevestigde dienstverrichter te verhinderen.

Conclusie AG

AG Mengozzi kwam tot een andere conclusie. De AG concludeerde dat op de vrijheid van dienstverrichting slechts een beroep kan worden gedaan, als de betrokken activiteit in de home-state rechtmatig kan worden uitgeoefend.⁴⁸³ Volgens de AG houdt het vrije verkeer in dat de host-state zijn regels niet mag toepassen, maar genoeg zal moeten nemen met de door de home-state verleende vergunning wanneer deze de vervulling waarborgt van de ter verwezenlijking van dezelfde doelstelling van algemeen belang objectief noodzakelijke voorwaarden.

Volgens de AG kan een extraterritoriale vergunning moeilijk aan deze voorwaarden voldoen. Nu de home-state zelf de uitoefening van de betrokken activiteit op zijn eigen grondgebied niet toestaat, kan immers moeilijk staande worden gehouden dat het algemeen belang dat de host-state wenst te beschermen, door de home-state reeds afdoende wordt beschermd. Van wederzijdse erkenning kan slechts sprake zijn indien de home-state controles heeft uitgevoerd die vergelijkbaar zijn met die welke in de host-state worden verlangd. Volgens de AG is deze opvatting ook met zoveel worden verdedigd in de rechtspraak van het Hof (onder meer Säger) op het gebied van het vrij verrichten van diensten, volgens welke als beperkingen van het vrije dienstverkeer niet alleen zijn te beschouwen die welke discriminatie op grond van nationaliteit inhouden, maar ook die welke, ofschoon zonder onderscheid van toepassing, “de werkzaamheden van de dienstverrichter die in een andere lidstaat is gevestigd en aldaar rechtmatig gelijksoortige diensten verricht, verbiedt, belemmert of minder aantrekkelijk maakt”.

Volgens de AG zijn de arresten Centros (en Inspire Art) niet op de vrijheid van dienstverrichting van toepassing, nu het in deze arresten de vrijheid van vestiging betrof. De AG maakt voorts onderscheid tussen de situatie van het arrest VT4, waarin de dienstverrichter geen diensten aanbod in zijn home-state en Carmen die dit ook niet *mocht* doen omdat zij slechts over een extraterritoriale of „offshore”-vergunning beschikte.

Volgens de AG zal de home-state als geen diensten worden verleend in de home-state zelf ook niet erg geneigd zijn streng toezicht te houden. De AG overweegt:⁴⁸⁴ “Waarom zou een lidstaat die dergelijke extraterritoriale vergunningen verleent, los van de - fiscale of andersoortige - redenen die hij daarvoor kan hebben, de verplichting op zich nemen de betrokken dienstverrichting naar behoren te controleren? Waarom zouden de lidstaten een vergunning moeten accepteren die niet geldig is voor degenen die haar hebben verleend?”

De AG ziet dan ook geen enkele reden waarom Duitsland op het toezicht van Gibraltar zou moeten vertrouwen. De AG overweegt:⁴⁸⁵ “In dit licht lijkt het legitiem om aan te nemen dat door de autoriteiten van Gibraltar wellicht geen controle en voorwaarden zijn gewaarborgd die de tussenkomst van de Duitse autoriteiten overbodig zouden kunnen maken. Het beginsel van wederzijdse erkenning impliceert vertrouwen in het toezicht van de lidstaat van vestiging op een op zijn grondgebied gevestigde onderneming. Maar wanneer een lidstaat uitsluitend een „offshore”-vergunning heeft verleend, kan men zich afvragen of wel op het door die lidstaat uitgeoefende toezicht moet worden vertrouwd. De controle door de Duitse autoriteiten is dus niet overbodig en wederzijdse erkenning ter vermijding van dubbele controles is niet aan de orde.”

⁴⁸³ Conclusie AG Mengozzi 4 maart 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 32-47.

⁴⁸⁴ Conclusie AG Mengozzi 4 maart 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 44.

⁴⁸⁵ Conclusie AG Mengozzi 4 maart 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 45.

Een andere oplossing zou volgens de AG, althans in theorie, een onwenselijk misbruik van de interne markt in de hand kunnen werken. Dergelijke extraterritoriale vergunningen kunnen volgens de AG moeilijk worden gezien als gedrag dat wederzijds vertrouwen tussen de lidstaten bevordert.⁴⁸⁶

De AG meent daarom dat voor het beroep op de vrijheid van dienstverrichting absoluut vereist is dat de dienstverrichter op basis van de door de lidstaat van vestiging afgegeven vergunning de betrokken dienst op het grondgebied van die lidstaat mag verrichten.⁴⁸⁷

De conclusie is dus:

- (i) Ten eerste dient te worden opgemerkt dat het arrest van het Hof en de conclusie van de AG haaks op elkaar stonden. In het bijzonder nu het om de grote kamer van het Hof ging,⁴⁸⁸ dient het arrest van het Hof voorrang te krijgen. Het Hof oordeelt dat voor de vraag of een marktpartij zich kan beroepen op de vrijheid van dienstverrichting niet van belang is, dat de vergunning van deze marktpartij extraterritoriaal is.
- (ii) Naar mijn oordeel heeft het Hof gelijk, nu de AG heeft verzuimd onderscheid te maken tussen enerzijds de vraag of Carmen zich kon beroepen op de vrijheid van dienstverrichting en anderzijds de vraag of de belemmering van deze verkeersvrijheid die wordt veroorzaakt door het toezicht van de Duitse autoriteiten kon worden gerechtvaardigd. De vraag of Carmen een beroep kon doen op de vrijheid van dienstverrichting is niet afhankelijk van de aard van het toezicht dat door Gibraltar wordt uitgeoefend (en zelfs de vraag of überhaupt toezicht wordt uitgeoefend).
- (iii) Bij de vraag welke maatregelen van Duitsland gerechtvaardigd zijn, kan de extraterritoriale aard van het toezicht van Gibraltar wel degelijk worden betrokken. Dit heeft het Hof echter niet gedaan, omdat de vragen van de verwijzende rechter hiertoe geen aanleiding gaven. De beschouwingen van de AG hebben naar mijn oordeel waarschijnlijk geen praktische waarde bij de vraag of toezicht van een host-state gerechtvaardigd is. Ik verwijs naar het arrest Centros waarin het Hof tot de conclusie kwam dat het feit dat geen klanten in de home-state werden bediend onvoldoende reden is voor extra maatregelen als deze zelfde maatregelen achterwege kunnen blijven, als wel in de home-state klanten worden bediend. Het Hof ging er in Centros blijkbaar vanuit dat de host-state op de home-state dient te vertrouwen, zelfs indien de markt van de home-state niet wordt bediend.

3.5.3. Tussenconclusie misbruik

Op basis van deze jurisprudentie trek ik een aantal conclusies:

- (i) Onderscheid tussen misbruik van vier vrijheden en misbruik van richtlijnen of verordeningen

In het kader van het misbruik leerstuk dient een onderscheid te worden gemaakt tussen enerzijds misbruik van één van de vier vrijheden en anderzijds misbruik van een geharmoniseerde regeling.

- (ii) Bij misbruik van de vier vrijheden

Bij misbruik van één (of meerdere) van de vier vrijheden is sprake van een tweetrapsraket.

⁴⁸⁶ Conclusie AG Mengozzi 4 maart 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 46.

⁴⁸⁷ Conclusie AG Mengozzi 4 maart 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 47.

⁴⁸⁸ De grote kamer wordt alleen bijeen geroepen als belangrijke juridische knopen moeten worden doorgehakt.

Als eerste stap dient beoordeeld te worden of de verkeersvrijheid überhaupt van toepassing is. Het gaat erom dat ook de facto en niet alleen formeel voldaan is aan de voorwaarden om aanspraak te kunnen maken op de bescherming die de verkeersvrijheden bieden. De leading cases om dit te beoordelen zijn *Centros* en *Cadbury Schweppes*. Uit deze arresten blijkt dat geen sprake is van misbruik, louter omdat ondernemingen voor een bepaalde vestigingsplaats kiezen vanwege gunstiger regulering.⁴⁸⁹ Dat een onderneming dit doel heeft, maakt niet dat sprake is van misbruik. Of van misbruik of bedrog sprake is, dient beoordeeld te worden aan de hand van het doel van de betrokken regeling.⁴⁹⁰ Men zal dus moeten nagaan of het doel van de betrokken verkeersvrijheid wordt bereikt. Zodra dit het geval is, valt deze uitoefening onder de verkeersvrijheden. Uit *Centros* en met name *Cadbury* blijkt, dat het doel van de verkeersvrijheden is om de economische vervlechting tussen lidstaten te bevorderen.⁴⁹¹ Zodra hiervan sprake is, valt een handeling dus onder de bescherming van de verkeersvrijheden.

De tweede stap is dat wordt nagegaan of een belemmering van de verkeersvrijheden die erop is gericht misbruik te bestrijden, kan worden gerechtvaardigd. Zoals blijkt uit onder meer *Cadbury*, is hier opnieuw het doel van de desbetreffende verkeersvrijheid van belang. Een belemmerende maatregel is alleen dan gerechtvaardigd, als deze uitsluitend situaties treft die buiten het doel van de verkeersvrijheden ligt. Met andere woorden: misbruik bestrijden is toegestaan, maar er is geen sprake van misbruik van een verkeersvrijheid als het gebruik van de verkeersvrijheid -hoewel vanuit het perspectief van een lidstaat ongewenst- leidt tot realisatie van het doel van de vier vrijheden. Bij *Cadbury* werd aangegeven dat het doel van de vrijheid van vestiging daadwerkelijk wordt bereikt, als sprake is van een economische realiteit in beide betrokken staten. De vaststelling van een economische realiteit moet berusten op objectieve en door derden controleerbare elementen die onder meer verband houden met de mate van fysiek bestaan van de onderneming in termen van lokalen, personeel en uitrusting. Bovendien is er geen sprake van misbruik als het doel niet was om de regeling te misbruiken. Het gevolg is dat geen sprake is van misbruik, als er ook een andere legitieme reden is voor het gebruik van de vier vrijheden die wel strookt met het doel van deze vrijheid.⁴⁹² Overigens moet de maatregel waarmee het misbruik wordt bestreden ook voldoen aan alle andere eisen die worden gesteld aan belemmeringen.⁴⁹³ Deze maatregel moet dus onder meer niet verder gaan, dan nodig is.

Als we dit concreet toepassen op vermeend misbruik van de vier vrijheden om het financiële toezicht van een bepaalde lidstaat te ontlopen, leidt dit tot de volgende conclusies. Een onderneming die ervoor kiest om zich in een bepaalde lidstaat te vestigen vanwege gunstiger financieel toezicht, maakt daarmee op zichzelf geen misbruik van een verkeersvrijheid. Evenmin is sprake van misbruik als de (financiële) onderneming alleen of hoofdzakelijk in de host-state klanten heeft. In de oudere arresten Duitse verzekeraars⁴⁹⁴ en *TV10 SA*⁴⁹⁵ hanteerde het Hof bij het misbruik leerstuk een

⁴⁸⁹ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 36. Zie in zelfde zin HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 95 en HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 27.

⁴⁹⁰ HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 25.

⁴⁹¹ HvJEU 12 september 2006, C-196/04 (*Cadbury Schweppes*), rov. 53-54.

⁴⁹² HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*), rov. 74-75. Zie tevens de Conclusie van AG Poiares Maduro 7 april 2005, C-255/02 (*Halifax*), rov. 67-71.

⁴⁹³ Zie voor deze eisen paragraaf 3.2.5 hierboven. Zie tevens Conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 64.

⁴⁹⁴ HvJEU 4 december 1986, 205/84 (*Commissie/Duitsland*).

marktcriterium. Als de (financiële) onderneming alleen klanten bediende in de host-state, was sprake van misbruik en kon de host-state zich hiertegen wapenen. Met andere woorden: men ging er vanuit dat pas daadwerkelijk van de vier vrijheden gebruik werd gemaakt als in beide lidstaten klanten werden bediend. Sinds VT4 en Cadbury is echter vaste jurisprudentie dat een (financiële) onderneming ook van de vier vrijheden gebruik kan maken, als deze geen klanten bedient in home-state.⁴⁹⁶ Voldoende is, dat sprake is van een vervlechting van de economie van de home-state en de host-state. Dit kan het geval zijn als de financiële onderneming zijn hoofdkantoor in de home-state heeft, zonder dat hij daar klanten bedient.

De tweede vraag van de tweetrapsraket is, of de host-state maatregelen mag nemen om misbruik door financiële ondernemingen te bestrijden. Dergelijke maatregelen zijn alleen dan toegestaan, als zij louter betrekking hebben op situaties die buiten het doel van de verkeersvrijheden liggen. Bij vermeend misbruik van de vrijheid van vestiging of dienstverrichting, kan de host-state dus alleen antimisbruik maatregelen nemen als de financiële onderneming niet fysiek bestaat in de home-state. Zodra deze fysiek bestaat kan deze zich beroepen op de vrijheid van vestiging of dienstverrichting. Dit betekent ook, dat het feit dat toezicht in de home-state wordt gehouden, reden kan zijn dat de host-state niet ook toezicht kan houden.

Het is zeer onwaarschijnlijk dat het feit dat de financiële onderneming alleen in de host-state klanten bedient, in de tweede stap van de tweetrapsraket nog gevolgen kan hebben. De host-state zal dan immers moeten aantonen waarom juist dit feit ertoe noopt aanvullende maatregelen te nemen, terwijl deze maatregelen niet nodig zijn als de financiële onderneming ook klanten in de home-state bedient. Zoals blijkt uit het hierboven besproken arrest Centros, is het niet mogelijk om te onderbouwen waarom juist het feit dat geen klanten worden bediend in de home-state extra maatregelen van de host-state vereist. AG Mengozzi overwoog weliswaar in Carmen dat in deze situatie niet vertrouwd hoeft te worden op toezicht door de home-state, omdat de home-state als alleen buitenlandse belangen op het spel staan, mogelijk minder zijn best zal doen.⁴⁹⁷ Naar mijn oordeel deelt het Hof deze mening echter niet. Ten eerste blijkt dit niet uit de arresten Centros, Inspire Art en TV4.⁴⁹⁸ Ten tweede zou dit haaks staan op het algemene beginsel van loyale samenwerking en vertrouwen tussen lidstaten onderling dat ten grondslag ligt aan de Europese samenwerking en onder meer is neergelegd in het VEU.⁴⁹⁹

(iii) Misbruik onder een geharmoniseerde regeling, afhankelijk van de regeling

Als geen beroep wordt gedaan op de vier vrijheden, maar op een geharmoniseerde regeling, dan moet de vraag of sprake is van misbruik ook beoordeeld worden aan de hand

⁴⁹⁵ HvJEU 5 oktober 1994, C-23/93 (*TV10 SA*).

⁴⁹⁶ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), rov. 22. Nadien herhaald in HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 16 en HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 139 en HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 42-43. Zie tevens V. Hatzopoulos, 'Forms of mutual recognition', in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 88.

⁴⁹⁷ Conclusie AG Mengozzi 4 maart 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 44-47.

⁴⁹⁸ HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), rov. 22. Nadien herhaald in HvJEU 3 maart 1999, C-212/97 (*Centros*), rov. 16 en HvJEU 30 september 2003, C-167/01 (*Inspire Art*), rov. 139 en HvJEU 8 september 2010, C-46/08 (*Carmen Media Group*), rov. 42-43. Zie tevens V. Hatzopoulos, 'Forms of mutual recognition', in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 88.

⁴⁹⁹ VEU, art. 4 lid 3.

van het doel van deze geharmoniseerde regeling.⁵⁰⁰ Of een financiële onderneming dus misbruik maakt van een geharmoniseerde regeling die specifiek de competentie voor financieel toezicht regelt, zal dus moeten worden beoordeeld aan de hand van deze specifieke regeling. Dit zal ik doen in hoofdstuk 4.3 waar ik de diverse geharmoniseerde regelingen die staan opgenomen in diverse richtlijnen en verordeningen bespreek. Het is overigens juist vanwege dit risico op misbruik dat in diverse geharmoniseerde regelingen gedetailleerd is beschreven welke lidstaat als home-state heeft te gelden.⁵⁰¹

De conclusie is dus dat als niets is geregeld in geharmoniseerde regelgeving, financiële ondernemingen hun eigen home-state kunnen kiezen. Er is immers pas sprake van misbruik van een verkeersvrijheid als de financiële onderneming de facto geen aanwezigheid heeft in de home-state. Het gaat dus niet om een vermoeden dat de home-state de sterkste band heeft met de onderneming, maar de facto faciliteren de vier vrijheden dat een financiële onderneming zijn eigen home-state kiest.⁵⁰²

3.6. Conclusie

Als er geen sprake is van harmonisatie, gelden de volgende regels voor de toedeling van toezichtsbevoegdheden.

(i) De financiële onderneming kiest zijn home-state.

Zoals toegelicht in 3.5 kan de financiële onderneming de facto zelf zijn home-state kiezen door in deze lidstaat zijn statutaire zetel en hoofdkantoor te vestigen. De host-state dient deze keuze te respecteren, zelfs indien de financiële onderneming juist voor zijn home-state heeft gekozen vanwege het lichtere toezicht. Het Hof toetst slechts of daadwerkelijk sprake is van een aanwezigheid in de home-state. Is dit het geval, dan geldt deze lidstaat als home-state. Dat de financiële onderneming uitsluitend klanten bedient in de host-state of op andere wijze uitsluitend deelneemt in het financiële verkeer van de host-state, maakt dit niet anders.

(ii) De home-state reguleert wat hem zelf aangaat.

De home-state mag alleen op die zaken toezicht houden die hem aangaan. Altruïsme wordt niet op prijs gesteld. Hiermee wordt bedoeld, dat de home-state een eigen belang moet hebben bij toezicht. Het beschermen van de belangen van de consumenten in andere lidstaten werd van onvoldoende belang geacht, maar de bescherming van de reputatie van de eigen financiële markten werd wel als van voldoende belang geaccepteerd door het Hof. Hierdoor kan de home-state de facto overal toezicht op houden. Louter het feit dat een financiële onderneming in de home-state gevestigd is, leidt al tot de conclusie dat de reputatie van de financiële markten in het geding is. Ofschoon niet al deze soorten van toezicht expliciet aan de orde zijn geweest in de jurisprudentie van het Hof, is het zeer aannemelijk dat ook het gedragstoezicht, markttoezicht, het micro- of macroprudentiële toezicht en het systeemtoezicht van voldoende belang worden geacht.

⁵⁰⁰ Zie de arresten HvJEU 5 juni 1997, C-56/96 (*VT4 Ltd*), HvJEU 10 september 1996, C-222/94 (*Commissie/Engeland*), HvJEU 21 februari 2006, C-255/02 (*Halifax*) en HvJEU 23 oktober 2008, C-286/06 (*Commissie/Spanje*), rov. 51 en 52.

⁵⁰¹ V. Hatzopoulos, 'Forms of mutual recognition', in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 88 en K.E. Sørensen, The fight against letterbox companies in the internal market, *CML Rev.* 2015, p. 85-118.

⁵⁰² Ook Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 64 en 65 komt tot de conclusie dat er conform de jurisprudentie van het Hof niet snel sprake is van misbruik van een verkeersvrijheid. Dat (financiële) ondernemingen daardoor hun eigen home-state kunnen kiezen is iets wat het Hof voor lief neemt.

- (iii) Het toezicht van de home-state gaat niet verder dan nodig en houdt rekening met toezicht uit de host-state.

In geval van grensoverschrijdende dienstverrichting of vestiging dient ook het toezicht van de home-state niet verder te gaan dan nodig. Als ook de host-state toezicht houdt, dient te worden afgewogen welke lidstaat feitelijk in de beste positie verkeert om toezicht te houden doordat deze lidstaat het meest grip op de financiële onderneming heeft of de situatie het best kent. In de praktijk is dit meestal de home-state, maar in de jurisprudentie wordt ook wel eens geoordeeld dat de host-state meer grip heeft op of meer kennis heeft van een situatie. Overigens kan dit ook tot gevolg hebben dat twee lidstaten toezicht houden, namelijk indien beide lidstaten weliswaar op dezelfde gedragingen maar op andere aspecten toezicht houden. Het toezicht van beide lidstaten voegt dan immers iets toe.

- (iv) De home-state is niet verplicht om toezicht te houden, maar als deze toezicht houdt dat naar zijn aard ondeelbaar is, dan geschiedt dit ook in het belang van de host-state.

De home-state is niet verplicht toezicht te houden. De home-state mag immers zelf kiezen welke belangen hij wil nastreven.

De home-state mag bij zijn toezicht geen onderscheid maken tussen diensten die worden verleend aan zijn eigen burgers en diensten die worden verleend aan burgers uit andere lidstaten die zelf het initiatief nemen diensten in de home-state af te nemen. De home-state is echter niet verplicht toezicht te houden op dienstverrichting naar een andere lidstaat of vestigingen in een andere lidstaat, voor zover dit toezicht kan worden gescheiden van het toezicht in de home-state. Houdt de home-state echter toezicht dat naar zijn aard ondeelbaar is, zoals op de solvabiliteit van de onderneming, dan doet hij dit ook in het belang van de host-state.

- (v) De host-state mag alleen toezicht houden in geval van een eigen belang.

De host-state mag net als de home-state alleen toezicht houden als deze daar een eigen belang bij heeft. Ofschoon niet al deze soorten van toezicht expliciet aan de orde zijn geweest in de jurisprudentie van het Hof, is zeer aannemelijk dat zowel het gedragstoezicht, als het markttoezicht, het micro- of macroprudentiële toezicht en het systeemtoezicht van voldoende belang worden geacht.

- (vi) De host-state moet meestal, maar niet altijd vertrouwen op het toezicht van de home-state.

De host-state mag het toezicht van de home-state niet dupliceren. Dit heeft als gevolg dat de host-state moet vertrouwen op het toezicht van de home-state. De host-state hoeft echter niet te vertrouwen op het toezicht van de home-state, als de home-state bij gebrek aan harmonisatie andere regels hanteert. Het Hof toetst echter wel vol in hoeverre deze regels daadwerkelijk afwijken. Zelfs al zijn regels niet identiek, dan nog kunnen zij hetzelfde doel nastreven en equivalent zijn. Dan wijken deze regels dus niet af. Dit is alleen anders bij regels waarbij morele overwegingen een rol spelen. Dan accepteert het Hof dat de host-state zijn eigen regelgevingskader wil toepassen zonder te toetsen in hoeverre dit daadwerkelijk afwijkt van de regels van de home-state.

- (vii) Het toezicht van de host-state gaat niet verder dan nodig is en houdt rekening met toezicht uit de home-state.

Het toezicht van de host-state dient niet verder te gaan dan nodig is. Het toezicht van de home-state mag immers niet gedupliceerd worden. Als ook de home-state toezicht houdt op bepaalde gedragingen, dient te worden afgewogen welke lidstaat feitelijk in de beste positie verkeert om toezicht te houden, doordat deze lidstaat het meest grip op de financiële onderneming heeft of de situatie ter plekke het best kent. Overigens kan dit ook tot gevolg hebben dat twee lidstaten toezicht houden, namelijk indien beide lidstaten weliswaar op dezelfde gedragingen maar op andere aspecten toezicht houden. Het toezicht van beide lidstaten voegt dan immers iets toe.

In geval van passieve dienstverrichting waarbij de financiële onderneming niet het initiatief heeft genomen in de host-state actief te zijn, maar klanten zich zelf tot de financiële onderneming hebben gewend, is toezicht door de host-state nooit proportioneel. Wel mag de host-state het haar eigen burgers verbieden zaken te doen met buitenlandse financiële ondernemingen, mits hiervoor een goede reden bestaat. Ook dan dient rekening te worden gehouden met het feit dat een financiële onderneming al onder toezicht staat in zijn home-state.

- (viii) Er is geen sprake van een belangenafweging tussen home-state en host-state.

Misschien nog wel de belangrijkste conclusie is, dat er geen sprake is van een belangenafweging. Het feit dat de host-state meer belang heeft bij toezicht dan de home-state, bijvoorbeeld omdat het leeuwendeel van de klanten zich in de host-state bevinden, speelt bij de afweging welke lidstaat toezicht mag houden geen rol. Zo lang het hoofdkantoor van de financiële onderneming zich in de home-state bevindt en deze een valide belang heeft bij toezicht, hetgeen niet gelijk is aan het grootste belang, wordt dit toezicht van de home-state toegestaan. Het toezicht van de host-state moet dan gerechtvaardigd worden.

- (ix) Wel wordt beoordeeld welke lidstaat feitelijk in de beste situatie verkeert om toezicht te houden.

Een andere belangrijke conclusie is dat de vraag welke lidstaat feitelijk het best toezicht kan houden, wel van belang is. Het wordt immers als een valide argument voor toezicht door de host-state geaccepteerd dat deze feitelijk in een betere positie verkeert om toezicht te houden dan de home-state. Anderzijds moet de home-state van toezicht afzien, als de host-state feitelijk in een betere positie verkeert om toezicht te houden.

In paragraaf 2.2.2 van deel B geef ik aan wat dit naar mijn oordeel precies betekent voor de diverse soorten financieel toezicht. Omdat dit echter vrij veel interpretatie betreft, heb ik ervoor gekozen dit niet in onderhavig positiefrechtelijk deel op te nemen.

4. Paspoorten en tweedelijns toezicht door de ESAs

4.1. Inleiding

Het in dit hoofdstuk te bespreken model van verdeling van toezichtsbevoegdheden is het thans meest gangbare model.⁵⁰³ Dit model is onder meer van toepassing op beleggingsondernemingen, het toezicht op kredietinstellingen buiten de Eurozone, (beheerders van) Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Alternative Investment Fund (AIF) beheerders, verzekeringsondernemingen, verzekeringstussenpersonen en Central Counter Parties (CCPs). Dit model gaat uit van nationaal toezicht door de home-state op basis van regelgeving die in vergaande mate is geharmoniseerd in richtlijnen en verordeningen. Als een financiële onderneming eenmaal een vergunning in de home-state heeft, mag deze financiële onderneming in de hele Europese Unie financiële diensten verrichten. Welke lidstaat als home-state geldt, volgt uit deze Europese regelgeving. Sinds 2011 wordt tweedelijns toezicht gehouden door de European Supervisory Authorities (ESAs). Hiermee wordt de macht van de lidstaten enigszins ingeperkt, omdat de ESAs kunnen ingrijpen als de home-state of host-state onvoldoende of onjuist toezicht houdt. Dit hoofdstuk moet daarom in samenhang worden gelezen met hoofdstuk 2 waarin de ESAs worden geïntroduceerd.

Dit hoofdstuk heeft de volgende opbouw.

In paragraaf 4.2 introduceer ik de werking van het Europees paspoort voor financiële ondernemingen.

In paragraaf 4.3 stel ik de vraag hoe te bepalen welke lidstaat de home-state is. Ik behandel hier de aanknopingspunten die in de regelgeving worden gehanteerd.

In paragraaf 4.4 bespreek ik de verschillende wijzen waarop een financiële onderneming grensoverschrijdend actief kan zijn. Hier bespreek ik onder meer de zgn. *initiative or original solicitation test* die in de interpretatie van veel richtlijnen wordt gebruikt en de richtlijn elektronische handel. In dit hoofdstuk behandel ik tevens onder welke omstandigheden sprake is van dienstverrichting, al dan niet door middel van een bijkantoor.

Paragraaf 4.5 behandelt dan de vraag welke bevoegdheden bij de home-state en welke bij de host-state berusten. Hier behandel ik ook het geconsolideerde toezicht en de colleges van toezichthouders.

In paragraaf 4.6 bespreek ik de samenwerking tussen lidstaten als een financiële onderneming als aandeelhouder deelneemt in een financiële onderneming in een andere lidstaat.

4.2. Europese paspoorten geïntroduceerd

Er is geen officiële definitie van een Europees paspoort voor financiële ondernemingen. Deze term kan niet worden teruggevonden in enige richtlijn of verordening. Wel komt deze term veel voor in officieuze documenten. EBA omschrijft de werking van het paspoort als volgt:⁵⁰⁴

⁵⁰³ Zie over dit model ook, maar dan nog zonder de ESAs, E. Wymeersch, *The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe*, *CML Rev.* 2005, p. 997 e.v.

⁵⁰⁴ EBA Final draft implementing technical standards on passport notifications under Articles 35, 36 and 39 of Directive 2013/36/EU, 13 December 2013, EBA/ITS/2013/05, p. 4 en EBA Final draft regulatory technical standards on passport notifications under Articles 35, 36 and 39 of Directive 2013/36/EU, 13 December 2013, EBA/RTS/2013/08, p. 3. Een vergelijkbare definitie staat in CESR, *The passport under MiFID, Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC and the Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID*, October 2007, CESR/07-337b, p. 2. Zie over het Europees paspoort nader N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 392 en 423, K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, *Grensoverschrijdende beleggingsdienstverlening*, in: T. Loonen (red.), *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk, Theorie, praktijk en aanbevelingen*, 2008, p. 232-243 en K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, *Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 255-271.

“In accordance with the principle of single authorisation, the decision to issue an authorisation which is valid for the whole of the EU is the sole responsibility of the competent authorities of the home Member State. A credit institution may then provide the services or perform the activities for which it has been authorised throughout the Community, through either the establishment of a branch or the free provision of services.”

De essentie van het paspoort is dus, dat als een financiële onderneming een vergunning heeft van de home-state, deze financiële onderneming de vergunde financiële diensten ook mag uitoefenen in de host-state zonder dat de financiële onderneming in de host-state opnieuw een vergunning hoeft aan te vragen. De host-state moet de vergunning die is verleend in de home-state dus erkennen.

Het paspoort betreft alleen de vergunde diensten. Diensten die in de home-state niet onder de vergunning vallen, vallen dus ook niet onder het paspoort in de host-state.⁵⁰⁵ Bovendien heeft het paspoort geen betrekking op diensten waarvoor de financiële onderneming wel een vergunning heeft in zijn home-state, maar welke vergunning niet gebaseerd is op geharmoniseerde Europese regelgeving.⁵⁰⁶

Het Europees paspoort voor financiële ondernemingen is voor het eerst in een richtlijn geïntroduceerd in 1985 en wel in de richtlijn betreffende UCITS.⁵⁰⁷ Dit paspoort was gebaseerd op de logica van de Cassis de Dijon jurisprudentie van het Hof die inhield dat als een product rechtmatig op de markt was gebracht in zijn home-state, andere lidstaten dit product niet mochten weigeren, tenzij hier een goede reden voor was.⁵⁰⁸ Hiermee is model 2 in de kern een voortzetting van model 1, zij het dat men door harmonisatie van de materiële regels en institutionalisering van samenwerking heeft geprobeerd te voorkomen dat ingrijpen door de host-state gerechtvaardigd kon worden.⁵⁰⁹

Bij het Europees paspoort zijn een paar zaken van belang die ik daarom nader toelicht.

4.2.1. Notificatie

Om van het paspoort gebruik te kunnen maken moet de financiële onderneming meestal een notificatie doen.⁵¹⁰ De notificatieprocedure verschilt naar gelang er sprake is van dienstverrichting of dienstverrichting met bijkantoor. Bij een bijkantoor is de notificatieprocedure zwaarder.

Bij een bijkantoor moet de financiële onderneming zijn home-state op de hoogte stellen van het voornemen in een andere lidstaat (de host-state) diensten te gaan verrichten en daarbij omschrijven wat hij wil gaan doen.⁵¹¹ De home-state toetst dan, of dit wordt toegestaan. In de desbetreffende richtlijn staat waaraan de home-state mag toetsen.⁵¹² Vervolgens informeert de home-state de host-state.⁵¹³ Dan gaat een periode lopen die dient ter voorbereiding van het aanvullend toezicht door de host-state. Zodra deze periode is afgelopen of de host-state eerder akkoord heeft gegeven, mag de

⁵⁰⁵ Zie onder meer CRD IV, art. 33 laatste zin.

⁵⁰⁶ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 427 en M. Tison, What is ‘General Good’ in EU Financial Services Law?, *Legal Issues of Economic Integration* 1997, p. 28. Een voorbeeld betreft een Nederlandse MiFID onderneming die eveneens beschikt over de vergunning om te bemiddelen in consumentenkrediet. Omdat het bemiddelen van consumentenkrediet niet valt onder Europese regelgeving, kan deze vergunning niet worden gepaspoort. Dit deel van de vergunning valt dan onder het model besproken in hoofdstuk 3 van dit deel A.

⁵⁰⁷ UCITS I, art. 44 t/m 46. De Europese Commissie introduceerde dit beleid in 1985 in Europese Commissie, *Completing the Internal Market*, White Paper from the Commission to the European Council, 28-29 juni 1985, COM 85/310 final, p. 27. HvJEU 28 april 1978, 120/78 (*Cassis de Dijon*).

⁵⁰⁸ Zie tevens N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 23.

⁵⁰⁹ Zie bijv. MiFID I, art. 31 en 32 en MiFID II, art. 34 en 35. Zie tevens N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 400 e.v.

⁵¹⁰ Zie bijv. CRD IV, art. 35 lid 1 en IDD, art. 6.

⁵¹¹ Zie bijv. MiFID I, art. 32 lid 3 en MiFID II, art. 35 lid 2.

⁵¹² Zie bijv. CRD IV, art. 35 lid 3 en 4.

financiële onderneming aan de slag gaan in de host-state.⁵¹⁴ De host-state mag de financiële onderneming niet weigeren.⁵¹⁵ De host-state moet immers het paspoort erkennen.

Bij grensoverschrijdende dienstverrichting (zonder bijkantoor) moet eveneens de home-state worden geïnformeerd.⁵¹⁶ De home-state informeert dan wederom de host-state. Anders dan bij dienstverrichting door middel van een bijkantoor, vindt geen inhoudelijke beoordeling door de home-state plaats. Er is dus geen sprake van een besluit van de home-state om de grensoverschrijdende dienstverrichting al dan niet toe te staan. Bovendien mag de financiële onderneming meteen aan de slag in de host-state, zodra zijn notificatie door de home-state aan de host-state is doorgestuurd.⁵¹⁷ Voor de goede orde, de host-state speelt in dit hele proces geen rol, anders dan dat deze de notificatie ontvangt.⁵¹⁸

Weigert de home-state zonder valide reden de notificatie op tijd door te sturen, dan is de home-state in overtreding maar mag de financiële onderneming geen financiële diensten verlenen in de host-state.⁵¹⁹ Vangt de financiële onderneming wel aan het met het verlenen van diensten, dan kan dit wel leiden tot bestuursrechtelijke handhavingmaatregelen, maar heeft dit geen civielrechtelijke gevolgen voor de relatie met de klant.⁵²⁰ De Europese wetgever en (de voorgangers van) de ESAs hebben standaard notificatiedocumenten ontwikkeld om dit notificatieproces te uniformeren en te vereenvoudigen.⁵²¹

Voor de goede orde wijs ik erop dat de notificatie bepaling strikt genomen een verplichting van de financiële onderneming jegens de home-state is, maar dat de home-state in de praktijk een notificatie altijd zal doorsturen, zelfs als de home-state zou menen dat er geen sprake is van grensoverschrijdende activiteiten.⁵²² Anders zou de home-state de financiële onderneming in een onmogelijke situatie brengen, omdat deze enerzijds niet kan notificeren zonder medewerking van de home-state, terwijl het anderzijds in de host-state verboden is diensten te verlenen zonder dat is genotificeerd. De facto is het oordeel van de host-state doorslaggevend, omdat deze zal optreden als de financiële onderneming zonder de daarvoor naar het oordeel van de host-state benodigde notificatie -en daarmee naar het oordeel van de host-state illegaal- diensten verleent.

4.2.2. Verdelling voortdurende toezichtsbevoegdheden tussen home-state en host-state

De erkenning betreft niet alleen de oorspronkelijk vergunning, maar ook het toezicht op naleving van de vergunningseisen en doorlopende verplichtingen.⁵²³ Uitgangspunt van het systeem van harmonisatie door middel van richtlijnen of verordeningen is namelijk, dat de host-state moet

⁵¹⁴ Zie bijv. CRD IV, art. 36 lid 1.

⁵¹⁵ Zie bijv. de Brief van de Europese Commissie van 18 juni 2007, *Supervision of Branches under MiFID*, MARKT/G/3/MV D (2007), p. 2 en N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 437.

⁵¹⁶ CRD IV, art. 39.

⁵¹⁷ In CRD IV, art. 39 is dit onduidelijk. MiFID I, art. 31 lid 3 laat hierover echter geen misverstand bestaan. Zie tevens CESR, *The passport under MiFID, Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC and the Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID*, October 2007, CESR/07-337b, p. 5.

⁵¹⁸ Brief Europese Commissie 'Supervision of Branches under MiFID', 18 juni 2007, MARKT/G/3/MV D (2007), p. 1.

⁵¹⁹ Zie bijv. voor AIF beheerders Commissie Q&A AIFMD 1187. Het Europees Parlement heeft bij beleggingsondernemingen getracht te regelen dat de beleggingsonderneming sowieso diensten mocht gaan verlenen, maar dit amendement heeft de uiteindelijke tekst niet gehaald. Zie Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on investment services and regulated market, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council 2000/12/EC (COM (2002) 625 - C5-0586/2002 - 2002/0269 (COD)), 4 september 2003, FINAL A5-0287/2003, amendement 96.

⁵²⁰ 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. 9.

⁵²¹ Zie bijv. voor kredietinstellingen de rechtsgrond hiertoe in CRD IV, art. 35 lid 5-7 en 36 lid 5-7 en de uitwerking in CRD Gedelegeerde Verordening 1151/2014/EU en CRD Uitvoeringsverordening 926/2014/EU.

⁵²² A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 244.

⁵²³ HvJEU 23 mei 1996, C-5/94 (*Hedley Lomas*), rov. 19.

vertrouwen op de kwaliteit van het toezicht van home-state.⁵²⁴ Dit wordt ook wel het *home country control* beginsel genoemd.⁵²⁵

Dit betekent, dat de host-state in beginsel geen toezicht houdt op de financiële onderneming uit de andere lidstaat en in beginsel geen bevoegdheden heeft om in te grijpen als de host-state erachter komt, dat de financiële onderneming de voor hem geldende regelgeving overtreedt. Immers, ingevolge het Hedley Lomas arrest mag de host-state geen eigen maatregelen nemen, tenzij dit expliciet is geregeld in een richtlijn of verordening.⁵²⁶ Als er niets is geregeld in de richtlijnen, rest de host-state geen andere optie dan gebruik te maken van de mogelijkheid in het VWEU om een klacht aanhangig te maken tegen de home-state bij het Hof.^{527,528} De host-state mag niet zelf maatregelen treffen door bijvoorbeeld toegang tot zijn markt op te schorten. De achterliggende reden hiervoor is dat het effectiviteitsbeginsel in het VWEU eist dat elke lidstaat toeziet op naleving van richtlijnen en verordeningen en men ervan uitgaat dat lidstaten hun verplichtingen nakomen. Binnen de Europese Unie is ‘eigenrichting’ niet toegestaan. Vandaar het belang om hierna vast te stellen welke bevoegdheden host-states ingevolge de Europese regelgeving hebben.

Op het home-state beginsel zijn inderdaad enkele uitzonderingen gemaakt in de Europese regelgeving. In tegenstelling tot wat vaak gedacht wordt is het home country control beginsel in het Europese financiële toezicht niet absoluut maar slechts een uitgangspunt.⁵²⁹ Deze uitzonderingen zal ik hierna in paragraaf 4.5 uitvoerig per financiële onderneming behandelen, maar licht ik hier alvast kort toe:⁵³⁰

(i) Toezicht op specifieke Europese regels

Als de dienst wordt verricht door middel van een bijkantoor, houdt de host-state vaak wel toezicht op de naleving van enkele specifieke regels uit de desbetreffende Europese regelgeving. Voor sommige regels wordt het namelijk gepaster geacht dat de host-state op naleving toeziet dan de home-state. In de Europese regelgeving staat dan om welke specifieke regels dit gaat. Bij beleggingsondernemingen gaat dit bijvoorbeeld om delen van het gedragtoezicht.⁵³¹ In dat geval houdt de host-state toezicht op zijn eigen implementatie van de Europese regels.⁵³² Dit is logisch, nu de host-state niet over de

⁵²⁴ HvJEU 23 mei 1996, C-5/94 (*Hedley Lomas*), rov. 19 en Review of the Balance of Competences between the United Kingdom and the European Union, The Single Market: Financial Services and the Free Movement of Capital, UK Treasury zomer 2014, p. 15.

⁵²⁵ K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 258.

⁵²⁶ HvJEU 23 mei 1996, C-5/94 (*Hedley Lomas*), rov. 19 later onder meer bevestigd in HvJEU 19 maart 1998, C-1/96 (*World Farming*). Zie nader Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 29.

⁵²⁷ Conclusie AG Léger 20 juni 1995, C-5/94 (*Hedley Lomas*), rov. 27 en M. Ortino, The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services, *International and Comparative Law Quarterly* 2007, p. 327. Dit gaat dan om de actie gebaseerd op VWEU, art. 259.

⁵²⁸ Ter voorkoming van onduidelijkheden; dit geldt alleen als de Europese regels primair een marktintegratie doelstelling hebben, maar dit terzijde. Zie nader HvJEU 25 april 2013, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 46.

⁵²⁹ L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 165 en HvJEU 13 mei 1997, C-233/94 (*Duitsland/Europees Parlement en Raad*). Zie tevens Europese Commissie, Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council, 28-29 juni 1985, COM 85/310 final, p. 28 en Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 39.

⁵³⁰ Deze zelfde rubricering maakt M. Ortino, The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services, *International and Comparative Law Quarterly* 2007, p. 325.

⁵³¹ Zie bijv. MiFID I, art. 32 en MiFID II, art. 35 lid 8. Zie tevens C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 3de druk, Boom, Den Haag 2010, p. 607.

⁵³² J.H. Dalhuisen, ‘Liberalisation and Re-Regulation of Cross-Border Financial Services. The Situation in the EU and WTO/GATS’, *EBLR* 1999, p. 159 en K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 266.

kennis beschikt om het recht van om het even welke van de 27 lidstaten die de home-state kunnen zijn, toe te passen.⁵³³

(ii) Ingrijpen bij voortdurende schending van Europese regels

Ook als de host-state geen toezicht houdt op een financiële onderneming, kan de host-state er achter komen dat een financiële onderneming zich niet aan de op hem van toepassing zijnde Europese regelgeving houdt. In dat geval kan de host-state dit melden aan de home-state (en aan de ESA). Als de home-state echter ook na melding onvoldoende ingrijpt, dan heeft de host-state doorgaans de bevoegdheid zelf noodmaatregelen te treffen. Deze zijn dan uitsluitend gericht op het doen beëindigen van de overtreding in de host-state.⁵³⁴ Hier wordt dan dus in de Europese regelgeving zelf een uitzondering gemaakt op het uitgangspunt, dat de host-state volledig moet vertrouwen op de host-state.⁵³⁵ Wel moet er dringend en substantieel gevaar voor klanten of de financiële markten te duchten zijn.⁵³⁶

(iii) Toezicht op nationale regels van algemeen belang buiten het geharmoniseerd gebied

Als de Europese regelgeving bepaalde elementen van de bedrijfsvoering van een financiële onderneming niet regelt of het lidstaten expliciet toestaat strengere eisen van algemeen belang op te stellen dan voorzien in de Europese regelgeving, dan is het de lidstaten toegestaan eigen regelgeving op te stellen.⁵³⁷ Deze regelgeving valt dan buiten het geharmoniseerd gebied.⁵³⁸ Op regelgeving die buiten het geharmoniseerd valt, mag de host-state toezicht houden. Dit is ook logisch, omdat deze per lidstaat afwijken en anders de home-state in de onmogelijke situatie zou komen dat deze op allerlei verschillende regels toezicht moet houden.⁵³⁹ Dan geldt wel model 1 (besproken in hoofdstuk 3), wat betekent dat deze regels gerechtvaardigd moeten kunnen worden.⁵⁴⁰ Deze regels van algemeen belang laat ik in dit hoofdstuk onbehandeld.

Een voorbeeld hiervan betreft het paspoort onder CRD IV dat wel regelt aan welke prudentiële eisen kredietinstellingen moeten voldoen, maar niet aan welke gedragsregels kredietinstellingen zijn onderworpen.⁵⁴¹ Voor zover deze gedragsregels niet staan opgenomen in andere Europese regelgeving, mogen lidstaten zelf gedragsregels voor kredietinstellingen opstellen en handhaven.⁵⁴²

Een tweede voorbeeld dat het belang van de omvang van het geharmoniseerd gebied goed illustreert betreft het onderscheid tussen de toegang van financiële instrumenten tot de markt en de toegang tot het bedrijf van beleggingsonderneming. De Nederlandse AFM

⁵³³ Zie in zelfde zin de Conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 134-135 e.v.

⁵³⁴ Zie bijv. CRD IV, art. 43.

⁵³⁵ Zie in zelfde zin Conclusie AG Bot 9 november 2016, C-559/15 (*Onix Asigurari SA/IVASS*), rov. 61-68.

⁵³⁶ Zie bijv. Conclusie AG Bot 9 november 2016, C-559/15 (*Onix Asigurari SA/IVASS*), rov. 69-72.

⁵³⁷ Zie bijv. CRD IV art. 36 lid 1. Zie over deze eisen van algemeen belang nader K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 262.

⁵³⁸ C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 3de druk, Boom, Den Haag 2010, p. 606.

⁵³⁹ Zie in zelfde zin de Conclusie AG Bot 31 maart 2011, C-347/09 (*Dickinger en Omer*), rov. 134-135 e.v.

⁵⁴⁰ HvJEU 14 december 2004, C-309/02 (*Radlberger*), rov. 36. Zie nader Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 89.

⁵⁴¹ Zie voor de mate van harmonisatie bij kredietinstellingen A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 242 e.v.

⁵⁴² Zie bijv. CRD IV, art. 46 dat duidelijk maakt dat lidstaten zelf gedragsregels mogen opstellen voor het adverteren van bancaire producten.

worstelt met zogenaamde binaire opties. De AFM wilde een beleggingsonderneming die hier de kern van zijn dienstverlening van zou maken een vergunning weigeren. Omdat de dienstverlening met betrekking tot binaire opties tot het geharmoniseerde gebied behoorde, moest de AFM van het CBb een vergunning verlenen.⁵⁴³ De Belgische toezichthouder/wetgever echter pakt niet de beleggingsonderneming als dienstverlener aan, maar de beleggingsonderneming als uitgevende instelling van de binaire opties. Omdat de uitgifte van financiële instrumenten anders dan de dienstverlening met betrekking tot financiële instrumenten -behalve indien de uitgifte geschiedt op basis van de prospectusrichtlijn- niet geharmoniseerd is, staat België dit vrij.⁵⁴⁴

(iv) Geconsolideerd toezicht

Bij een groep van financiële ondernemingen wordt samengewerkt tussen de verschillende betrokken lidstaten. De consoliderend toezichthouder die de leiding heeft over deze samenwerking, kan over de schouder van andere lidstaten meekijken en besluiten nemen op groepsniveau die de andere lidstaten de facto binden.

4.3. Wie is de home-state?

4.3.1. Inleiding

Vanwege de hiervoor in paragraaf 4.2.2 beknopt beschreven bevoegdheidsverdeling is van belang om vast te stellen welke lidstaat de home-state is. Welk aangrijpingspunt ertoe leidt dat een lidstaat als home-state geldt, verschilt per type financiële onderneming. Daarom zal ik deze vraag hierna apart per type financiële onderneming behandelen. Er is wel een aantal thema's dat steeds terugkomt. Deze introduceer ik hier alvast.⁵⁴⁵

(i) Plaats hoofdkantoor als uitgangspunt

Uitgangspunt bij de meest regelgeving is, dat die lidstaat de home-state is waar de financiële onderneming zijn hoofdkantoor heeft.

(ii) Substance eisen

Met substance eisen wordt bedoeld dat de financiële onderneming niet alleen in naam, maar ook feitelijk in de home-state moet zijn gevestigd. Substance eisen hebben als doel te voorkomen dat een financiële onderneming zich statutair vestigt in een land met een (te) flexibele toezichthouder, terwijl het werk elders gebeurt. Dergelijke nationaliteitsregels komen voort uit de wens misbruik te voorkomen.⁵⁴⁶

⁵⁴³ CBb 24 maart 2015, *JOR* 2015/167 m. nt. Lieveverse.

⁵⁴⁴ Zie de FSMA website van 8 januari 2016. Geraadpleegd op 3 februari 2016 http://www.fsma.be/en/Site/Repository/press/div/2016/2016-01-08_consult.aspx. Inmiddels stelt ook Nederland voor de reclame voor dergelijke producten te verbieden (zie consultatie Besluit van (...) tot wijziging van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft in verband met de invoering van regels met betrekking tot op consumenten in Nederland gerichte reclame-uitingen ter zake van risicovolle financiële Producten, 20 februari 2017).

⁵⁴⁵ Deze eisen worden overigens niet alleen gesteld aan financiële ondernemingen. Ook in regelgeving voor niet financiële ondernemingen worden vergelijkbare eisen gesteld om vast te stellen welke lidstaat als home-state heeft te gelden. Zie K.E. Sørensen, *The fight against letterbox companies in the internal market*, *CML Rev.* 2015, p. 97-109.

⁵⁴⁶ V. Hatzopoulos, 'Forms of mutual recognition', in *Regulating trade in services in the EU and the WTO* (eds. I. Lianos and E. Odudu), Cambridge UP, Cambridge 2012, p. 70.

- (iii) De markt waarop de financiële onderneming actief is

Zelfs als een financiële onderneming daadwerkelijk met voldoende substance is gevestigd in een bepaalde lidstaat, kan het zijn dat de eventuele gevolgen van het handelen van de financiële onderneming voornamelijk de markten van andere lidstaten zullen treffen, bijvoorbeeld als de cliënten zich daar bevinden. In een aantal richtlijnen is dit reden om de lidstaat waarin de financiële onderneming is gevestigd op te roepen dan toch geen vergunning te verlenen.

Hierna behandel ik de vraag welke lidstaat als home-state heeft te gelden per type financiële onderneming.

4.3.2. Beleggingsondernemingen

De Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) heeft betrekking op beleggingsondernemingen en financiële markten. Beleggingsondernemingen zijn ondernemingen die beleggingsdiensten of -activiteiten verrichten.⁵⁴⁷ Diensten worden voor cliënten verricht (bijv. vermogensbeheer, advies of het doorgeven van orders).⁵⁴⁸ Activiteiten verricht een beleggingsonderneming voor zichzelf (bijvoorbeeld het handelen voor eigen rekening of het uitbaten van een handelsplatform). MiFID kent als doel zowel de bescherming van cliënten, als van het financiële stelsel.⁵⁴⁹ Dit laatste is de reden om ook ondernemingen die uitsluitend voor eigen rekening handelen onder de werkingssfeer van de MiFID te brengen, tenzij deze beleggingsondernemingen door hun beperkte activiteiten de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel en financiële markten niet kunnen bedreigen.⁵⁵⁰ In dit hoofdstuk ga ik met name in op de diensten die beleggingsondernemingen voor hun cliënten verrichten en de regels die beogen deze diensten te reguleren. In hoofdstuk 5 beschouw ik de regels uit de MiFID die de bescherming van de financiële markten betreffen.

4.3.2.1. Plaats hoofdkantoor als uitgangspunt

Voor het bepalen van de home-state wordt aangesloten bij het hoofdkantoor van de beleggingsonderneming.⁵⁵¹ Eerste aangrijpingspunt is weliswaar de statutaire zetel, maar de lidstaten zijn verplicht te eisen, dat het hoofdkantoor van de beleggingsonderneming zich in dezelfde lidstaat als de statutaire zetel bevindt.⁵⁵² In het (zeldzame) geval dat de beleggingsonderneming geen statutaire zetel heeft, dan is de home-state de plaats waar de beleggingsonderneming zijn hoofdkantoor heeft.⁵⁵³

De term ‘hoofdkantoor’ is niet gedefinieerd in de MiFID. Moloney verstaat onder hoofdkantoor die plek waar een significant deel van het management (personeelsmanagement en risk management) plaatsvindt en waar de strategische beslissingen worden genomen.⁵⁵⁴ Volgens Moloney waarborgt dit vereiste, dat de home-state daadwerkelijk grip heeft op het management van de beleggingsonderneming. Moloney onderkent, dat dit vereiste ook regulatory arbitrage, waarover meer in Deel B hoofdstuk 1., voorkomt. Ook ESMA is van oordeel dat de “mind and management” van een

⁵⁴⁷ MiFID I en MiFID II, art. 4 lid 1.

⁵⁴⁸ Zie voor een uitputtende lijst van diensten en activiteiten bijlage I deel A bij MiFID I en II.

⁵⁴⁹ MiFID I, preamble 17 en MiFID II, preamble 37.

⁵⁵⁰ Zie nader MiFID II, art. 2 lid 1 sub d en preamble 18.

⁵⁵¹ MiFID I, art. 4 lid sub 20 en MiFID II, art. 4 lid 1 sub 55.

⁵⁵² MiFID I, art. 5 lid 4 en MiFID II, art. 5 lid 4.

⁵⁵³ MiFID I, art. 5 lid 4 en MiFID II, art. 5 lid 4.

⁵⁵⁴ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 413.

organisatie zich, en wel in het bijzonder bij online dienstverlening, in de home-state moeten bevinden omdat een lidstaat anders moeilijk toezicht kan houden.^{555,556}

4.3.2.2. De markt waarop de beleggingsonderneming actief is

De plek waar het hoofdkantoor is gevestigd komt echter niet noodzakelijk overeen met de woonplaats van de cliënten of de plaats waar het financiële stelsel wordt beïnvloed (de twee belangen die MiFID beschermt). De vraag is nu hoe de MiFID omgaat met een beleggingsonderneming die in een bepaalde lidstaat is gevestigd en daar ook daadwerkelijk zijn hoofdkantoor heeft, maar alleen economisch actief is op de markt van een andere lidstaat. Wat te denken van een beleggingsonderneming met Duitse vergunning die louter Nederlandse cliënten helpt te beleggen in Nederlandse financiële instrumenten.

In de preambule van de MiFID staat dat een beleggingsonderneming zich niet in een andere lidstaat mag vestigen, omdat het toezicht hem daar gunstiger gezind is, terwijl uit de werkzaamheden blijkt dat hij voornamelijk in een andere lidstaat actief is. Ik citeer:⁵⁵⁷

*“De beginselen van wederzijdse erkenning en van toezicht door de lidstaat van herkomst vereisen dat de bevoegde autoriteiten van elke lidstaat een vergunning weigeren of intrekken wanneer uit bepaalde gegevens, zoals de inhoud van het programma van werkzaamheden, de geografische spreiding of de feitelijk uitgeoefende werkzaamheden, op ondubbelzinnige wijze blijkt dat een beleggingsonderneming **het rechtsstelsel van een lidstaat heeft gekozen om zich te onttrekken aan de strengere normen van een andere lidstaat**, waar zij het grootste deel van haar werkzaamheden uitoefent of voornemens is uit te oefenen. Aan een beleggingsonderneming die een rechtspersoon is, moet vergunning worden verleend in de lidstaat waar haar statutaire zetel is gelegen. Aan een beleggingsonderneming die geen rechtspersoon is, moet vergunning worden verleend in de lidstaat waar haar hoofdkantoor is gelegen. De lidstaten moeten tevens eisen dat het hoofdkantoor van een beleggingsonderneming zich steeds bevindt in haar lidstaat van herkomst **en dat zij daar feitelijk werkzaam is.**”*

Voor beleggingsondernemingen zonder rechtspersoonlijkheid is zelfs expliciet in de MiFID voorgeschreven dat deze hun hoofdkantoor moeten hebben in die lidstaat waar deze feitelijk hun werkzaamheden ontplooiën.⁵⁵⁸

Moloney leest in deze preambule dat een lidstaat alleen een vergunning kan verlenen, als de beleggingsonderneming deelneemt aan de beleggingsdienstensector en het zakelijke leven in deze lidstaat.⁵⁵⁹ Dit zou dus betekenen dat het een beleggingsonderneming niet vrijstaat om zich in een lidstaat te vestigen als deze niet hetzij in deze lidstaat een substantieel deel van zijn cliënten bedient, hetzij op de handelsplatformen van deze lidstaat (namens zijn cliënten) financiële instrumenten koopt.

Inmiddels hebben ESMA en de Commissie in (concept) regelgeving deze preambule nader ingevuld.⁵⁶⁰ ESMA geeft onder verwijzing naar de preambules in MiFID II en MiFID I aan

⁵⁵⁵ ESMA, Q&A Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID, 31 March 2017, ESMA 36-36-794, p. 8, 14 en 16.

⁵⁵⁶ Zie ook IORP II, art. 9 waar het hoofdkantoor wordt gedefinieerd als de plaats waar de voornaamste strategische besluiten van de IORP worden genomen. Een IORP is in Nederland ondermeer een pensioenfonds, PPI en APF.

⁵⁵⁷ MiFID I, preambule 22 en MiFID II, preambule 46. Eenzelfde preambule is opgenomen voor de zgn. verbonden agenten in MiFID I, preambule 39 en MiFID II, preambule 102. Zie tevens ISD, p. 1.

⁵⁵⁸ ISD, art. 3 lid 2 sub 2, MiFID I, art. 5 lid 4 en MiFID II, art. 5 lid 4.

⁵⁵⁹ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 413.

⁵⁶⁰ ESMA Discussion Paper, MiFID II/MiFIR, 22 mei 2014, ESMA/2014/548, p. 22 en ESMA Consultation Paper - Annex B Regulatory technical standards on MiFID II/MiFIR, 19 december 2014, ESMA 2014/1570, p. 12 en 13. Inmiddels heeft de Commissie de suggesties van ESMA overgenomen in Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing

'jurisdiction shopping for the purpose of regulatory arbitrage' onwenselijk te vinden. Vervolgens geeft ESMA aan welke informatie een beleggingsonderneming bij vergunningsverlening moet verstrekken om te kunnen vaststellen of er sprake is van jurisdiction shopping:

- (i) De woonplaats van toekomstige klanten/benaderde beleggers (om te kunnen vaststellen of deze voornamelijk wonen in een andere lidstaat).
- (ii) De marketing- en promotieactiviteiten en voorzieningen, inclusief de talen waarin promotiemateriaal is opgesteld. Identificatie van de lidstaten waar reclames het meest zichtbaar en frequent zijn. Het soort reclame documenten (om te kunnen vaststellen waar de effectieve marketing het meest zal plaatsvinden).
- (iii) De identiteit van directe marketeers, financieel adviseurs en distributeurs, de geografische lokalisatie van hun activiteiten.

ESMA verstaat onder de term 'werkzaamheden' in deze preambule dus het verlenen van diensten aan cliënten. ESMA hanteert hier dus het marktcriterium. ESMA betreft bij de vraag waar de werkzaamheden worden verricht niet de locatie van het kantoor en de leiding van de beleggingsonderneming. Concreet betekent dit, dat een beleggingsonderneming zich daar moet vestigen en daar een vergunning moet aanvragen waar deze de markt zal gaan bewerken. Vestigt de beleggingsonderneming zich elders, dan kan snel worden geoordeeld dat deze dit doet om zich aan toezicht van een andere lidstaat te onttrekken.

Als ik dit vergelijk met de misbruikjurisprudentie van het Hof, besproken in paragraaf 3.5, valt op dat eerder misbruik wordt aangenomen onder de MiFID, dan als er in het geheel geen harmonisatie zou hebben plaatsgevonden.⁵⁶¹ Onder de algemene misbruikjurisprudentie is slechts sprake van misbruik als (i) er de facto geen vervlechting tussen de economieën van lidstaten heeft plaatsgevonden en (ii) het grensoverschrijdende element louter is opgezet, omdat de onderneming zich wil onttrekken aan de jurisdictie van een bepaalde lidstaat. Als een onderneming daadwerkelijk met voldoende substance is gevestigd in één lidstaat, maar alleen cliënten bedient in een andere lidstaat, is aan dit vereiste van vervlechting van economieën voldaan. Onder de algemene misbruikjurisprudentie is er dan dus geen sprake van misbruik. Er zou echter wel sprake zijn van misbruik van de MiFID, omdat de MiFID verbiedt dat de beleggingsonderneming zich welbewust elders vestigt dan waar zijn clientèle zich bevindt.

4.3.2.3. Beleggingsondernemingen van buiten de Europese Unie

Lidstaten kunnen het ook aan beleggingsondernemingen uit derde landen toestaan aan lokale cliënten diensten te verlenen. Hiervoor zijn drie regimes:⁵⁶²

- (i) Een beleggingsonderneming uit een derde land kan een bijkantoor openen in de Europese Unie en vanuit dit bijkantoor retailcliënten bedienen.⁵⁶³ Of een lidstaat dit wil toestaan, is een kwestie van nationaal recht. Om die reden hebben deze ondernemingen ook geen paspoort in de Europese Unie.⁵⁶⁴ Deze nationale regels mogen echter niet gunstiger zijn

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on information and requirements for the authorisation of investment firms, C(2016) 4417 final. Deze verordening is aangenomen, maar moet nog officieel gepubliceerd worden.

⁵⁶¹ Ook K.E. Sørensen, *The fight against letterbox companies in the internal market*, *CML Rev.* 2015, p. 116 merkt op dat deze eis in de financiële regelgeving verder gaat dan de Europese misbruik jurisprudentie.

⁵⁶² Zie tevens B. Jennen en N. Bernard, *MiFID II - Derde landen beleid*, *FR* 2015, p. 495-498.

⁵⁶³ MiFID II, art. 39 t/m 41.

⁵⁶⁴ MiFID II, preambule 109.

dan die voor Europese beleggingsondernemingen en evenmin verder gaan dan de Europese regels.⁵⁶⁵

- (ii) ESMA kan registraties verlenen aan ondernemingen uit derde landen die in dit derde land onder adequaat toezicht staan.⁵⁶⁶ Of het toezicht van een derde land adequaat is, wordt beoordeeld door de Commissie. Deze ondernemingen mogen dan in de hele Europese Unie aan professionele beleggers diensten verrichten vanuit dit derde land. Zij staan niet onder toezicht in de Europese Unie. Deze onderneming mag hiervoor ook in de hele Europese Unie zijn bijkantoor gebruiken dat hij in een lidstaat onder een nationaal regime heeft. Dit dient dan beperkt te zijn tot professionele beleggers en genotificeerd te worden als grensoverschrijdende dienst verleend door het bijkantoor.⁵⁶⁷
- (iii) Als de Commissie niet heeft geoordeeld dat het toezicht uit een derde land adequaat is, mogen lidstaten zelf besluiten of zij dienstverlening aan professionele beleggers toestaan.⁵⁶⁸ Dit is dan een nationaal regime. Als regime (ii) openstaat, staat regime (iii) automatisch niet meer open en vice versa.

Theoretisch zijn nog de volgende twee situaties denkbaar:

- (i) Een onderneming van buiten de Europese Unie verleent grensoverschrijdend diensten naar de Europese Unie aan retailbeleggers. Het is onduidelijk of lidstaten een nationaal regime mogen inrichten dat inhoudt dat diensten worden verleend aan retailbeleggers zonder lokaal bijkantoor. Deze vraag is echter naar alle waarschijnlijkheid niet heel relevant, want weinig lidstaten zullen hun retailbeleggers willen blootstellen aan een beleggingsonderneming van buiten de Europese Unie waar ze nauwelijks grip op hebben.
- (ii) Een onderneming van buiten de Europese Unie vestigt een bijkantoor in de Europese Unie waar uitsluitend diensten worden verleend aan professionele beleggers, maar dat niet voldoet aan de eisen voor een bijkantoor uit een derde land dat diensten verleent aan retailbeleggers. Naar mijn oordeel staat de MiFID dit niet toe. Dit komt immers in botsing met de hoofdregel dat alle beleggingsondernemingen in de Europese Unie een vergunning moeten hebben. Naar mijn oordeel kan dit niet ontweken worden door de zetel buiten de Europese Unie te plaatsen en vervolgens binnen de Europese Unie als bijkantoor te werken. In ieder geval heeft een dergelijk bijkantoor geen paspoort en mogen die regels die op dit bijkantoor van toepassing zijn niet lichter zijn dan op beleggingsondernemingen met een vergunning. Anders komt het level playing field in gevaar.⁵⁶⁹

Belangrijk is dus om te concluderen dat er voor dienstverlening aan professionele beleggers één Europees regime is met ESMA als poortwachter. Uitsluitend als er geen Europees regime is, omdat de Commissie nog geen besluit heeft genomen of omdat het retailbeleggers betreft, zijn er nationale regimes.

⁵⁶⁵ MiFID II, art. 41 lid 3.

⁵⁶⁶ MiFIR, art. 46 t/m 49.

⁵⁶⁷ MiFIR, art. 47 lid 3.

⁵⁶⁸ MiFIR, art. 46 lid 4 laatste alinea.

⁵⁶⁹ Zie in zelfde zin onder MiFID I Europese Commissie, Revision of the Investment Services Directive (93/22/EEC) Annex I: Revised Orientations, 25 maart 2002, te raadplegen op http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/2nd-revised-orientation_en.pdf, p. 10.

4.3.3. Kredietinstellingen

De Capital Requirements Directive (CRD) is van toepassing op kredietinstellingen. Een kredietinstelling is een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het bij het publiek aantrekken van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening.⁵⁷⁰ Het gaat er dus om dat enerzijds geld wordt geleend van het publiek en dit anderzijds weer wordt uitgeleend. Het toezicht op kredietinstellingen kent vanouds als doel de bescherming van spaarders en het bewerkstellingen van gelijke concurrentievoorwaarden voor de kredietinstellingen.⁵⁷¹ Daarbij heeft het toezicht op kredietinstellingen sinds de kredietcrisis ook expliciet als doelstelling om macro-prudentiële en systeemrisico's te beheersen.⁵⁷²

De CRD is eveneens voor een deel van toepassing op sommige beleggingsondernemingen, namelijk die beleggingsondernemingen die door hun activiteiten tot een prudentieel risico kunnen leiden. Dit zijn beleggingsondernemingen die financiële instrumenten van cliënten op hun eigen balans bewaren of die financiële verplichtingen jegens wederpartijen op zich nemen.⁵⁷³ De gedachte hierachter is dat deze beleggingsondernemingen, net als banken, schulden hebben aan hun cliënten of partijen op de financiële markten. In het belang van de eenvoud wordt dit verder genegeerd.

4.3.3.1. Plaats hoofdkantoor als uitgangspunt

De CRD beantwoordt de vraag welke lidstaat de home-state is slechts indirect. De definitie van home-state volgens de CRD is namelijk die lidstaat die de vergunning heeft verleend.⁵⁷⁴ Dit beantwoordt nog niet de vraag welke lidstaat een vergunning *mag* verlenen. Duidelijk is echter, dat dit is voorbehouden aan die lidstaat waar de kredietinstelling zijn statutaire zetel en hoofdkantoor heeft. Ik licht dit toe.

Lidstaten waar de kredietinstelling wel een kantoor heeft, maar geen statutaire zetel worden aangeduid als host-state.⁵⁷⁵ Het is echter juist de home-state die de vergunning verleent. Host-states is het sinds 1989 verboden om een lokale vergunning te eisen.⁵⁷⁶ CRD schrijft verder voor dat de kredietinstelling zijn hoofdkantoor moet hebben in de lidstaat waar zijn statutaire zetel is gevestigd of dat, in geval de kredietinstelling overeenkomstig zijn nationale (vennootschaps)recht geen statutaire zetel heeft, het hoofdkantoor moet zijn gevestigd in de lidstaat waar de vergunning is verleend en waar kredietinstelling feitelijk zijn bedrijf uitoefent.⁵⁷⁷ Een kredietinstelling die een vergunning krijgt van een lidstaat waar wel de statutaire zetel maar niet het hoofdkantoor is gevestigd -zou deze lidstaat hiertoe al bereid zijn- is dus onmiddellijk in overtreding van CRD. De home-state is dus de lidstaat waar de kredietinstelling zijn hoofdkantoor en statutaire zetel heeft.

4.3.3.2. De markt waarop de kredietinstelling actief is

Gelijk beleggingsondernemingen mag een kredietinstelling zich niet in een bepaalde lidstaat vestigen om zich te onttrekken aan het toezicht van een andere lidstaat.⁵⁷⁸

⁵⁷⁰ CRR, art. 4 lid 1 sub 1. Zie nader over de definitie van een kredietinstelling EBA Opinion on matters relating to the perimeter of credit institutions, 27 november 2014, EBA/Op/2014/12, EBA Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States, 27 november 2014, E.P.M. Joosen, De definitie van kredietinstelling in het Europese Single Rule Book, *FR* 2015, p. 172-183 en L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 30.

⁵⁷¹ CRD I, preambule 5 en CRD IV, preambule 12.

⁵⁷² CRR, preambule 15.

⁵⁷³ Zie de definitie van instelling in CRR, art. 4 lid 1 sub 3.

⁵⁷⁴ CRD I, art. 4 sub 4 en CRR, art. 4 lid 1 sub 43.

⁵⁷⁵ CRR, art. 4 lid 1 sub 17 jo. 44.

⁵⁷⁶ Tweede Bankenrichtlijn, art. 6 lid 1. Voorheen mochten lidstaten dit wel. Zie Eerste Bankenrichtlijn, art. 4.

⁵⁷⁷ CRD I, art. 11 en CRD IV, art. 13.

⁵⁷⁸ CRD I, preambule 10 en CRD IV, preambule 16.

“De beginselen van wederzijdse erkenning en van toezicht door de lidstaat van herkomst vereisen dat de bevoegde autoriteiten van elke lidstaat een vergunning weigeren of intrekken indien bepaalde gegevens, zoals de inhoud van het programma van werkzaamheden, de geografische spreiding van de werkzaamheden of de werkelijk uitgeoefende werkzaamheden, een duidelijke aanwijzing vormen dat de kredietinstelling het rechtsstelsel van een lidstaat heeft gekozen om zich te onttrekken aan de strengere voorschriften van een andere lidstaat, waar zij het grootste deel van haar werkzaamheden uitoefent of voornemens is uit te oefenen. Indien een dergelijke aanwijzing ontbreekt, maar de totale activa van de entiteiten in een bankgroep grotendeels gelokaliseerd zijn in een andere lidstaat, waarvan de bevoegde autoriteiten belast zijn met het toezicht op geconsolideerde basis, zou de verantwoordelijkheid voor de uitoefening van het toezicht op geconsolideerde basis enkel met toestemming van die bevoegde autoriteiten veranderd mogen worden.”

Net als bij de MiFID hierboven zal men moeten vaststellen wat wordt verstaan onder ‘haar werkzaamheden’, die dus in de home-state moet worden uitgevoerd. Voor zover mij bekend is er geen nadere invulling van deze preambule.⁵⁷⁹ Naar mijn oordeel zou hier primair dienen te worden aangesloten bij de plek waar de opvorderbare gelden worden aangetrokken. De plek waar de opvorderbare gelden worden uitgezet -de kredieten worden verleend- is naar mijn oordeel slechts van ondergeschikt belang, omdat het louter uitzetten van gelden anders dan het aantrekken van opvorderbare gelden op Europees niveau niet vergunningsplichtig is.⁵⁸⁰ De CRD echter lijkt op basis van de tekst van de preambule belangrijke waarde toe te kennen aan de plek waar de activa zich bevinden. Dit gaat dus om de plek waar de kredieten zijn verleend.

Ook AG Stix-Hackl heeft zich over de vraag gebogen waar een partij die kredieten verleend geacht wordt actief te zijn.⁵⁸¹ Voor de goede orde; het ging hier niet om een kredietinstelling, omdat er geen opvorderbare gelden werden aangetrokken van het publiek. AG Stix-Hackl kwam tot de conclusie dat een aanbieder van krediet in ieder geval actief was waar de kredietnemers zich bevonden. Omdat het echter niet ging om een kredietinstelling, is deze conclusie slechts van beperkte waarde voor de vraag waar een kredietinstelling werkt.

Mijn voorzichtige conclusie is dus dat een kredietinstelling die zich in lidstaat A vestigt maar met het plan om voornamelijk in lidstaat B gelden aan te trekken, geen vergunning in lidstaat A mag krijgen.

4.3.3.3. Kredietinstellingen van buiten de Europese Unie

Lidstaten kunnen het wel aan kredietinstellingen uit derde landen toestaan aan lokale cliënten diensten te verlenen en hiervoor een bijkantoor op te richten.⁵⁸² Deze nationale regels mogen echter niet gunstiger zijn dan die gelden voor Europese kredietinstellingen. Of een lidstaat dit toestaat, is een kwestie van nationaal recht. Om die reden kunnen deze bijkantoren ook geen paspoort in de Europese Unie krijgen op grond van deze nationale vergunningen. Wel is Europese Unie de bevoegdheid

⁵⁷⁹ Op grond van CRD IV, art. 8 kan de Europese Commissie een RTS aannemen met nadere voorwaarden voor de informatie die moet worden verstrekt bij aanvraag van de vergunning. De Europese Commissie heeft een gelijklopende delegatiebepaling bij MiFID II gebruikt om enige duiding te geven onder wat er onder misbruik zou kunnen worden verstaan. Het voorstel van EBA biedt echter weinig inzicht. Ik citeer de meest relevante bepaling (EBA Consultation Paper, Draft Regulatory Technical Standards under Article 8(2) of Directive 2013/36/EU on the information to be provided for the authorisation of credit institutions, the requirements applicable to shareholders and members with qualifying holdings and obstacles which may prevent the effective exercise of supervisory powers, 8 november 2016, EBA/CP/2016/19, p. 35: “where the applicant credit institution will carry out activities in more than one Member State, a comparison of its links with the Member State in which it has applied for authorisation with its links with those other Member States, such comparison being sufficiently detailed to enable the competent authorities to check whether the credit institution opted for the regulatory system of one Member State for the purpose of evading the stricter standards in force in another country within the territory of which it intends to carry on or does carry on the greater part of its activities.”

⁵⁸⁰ Zie voor het verbod om opvorderbare gelden aan te trekken CRD I, art. 5 en CRD IV art. 9.

⁵⁸¹ AG Stix-Hackl 16 maart 2006, C-452/04 (*Fidium Finanz*). Zie uitvoerig hoofdstuk 3.3.4.

⁵⁸² CRD IV, art. 47, 98 lid 2 en preambule 23.

toegekend bilaterale afspraken te maken met derde landen om deze kredietinstellingen de toegang te verlenen tot de hele markt van de Europese Unie. Deze kredietinstellingen werken dan wel op basis van een Europese regeling en hebben dan wel toegang tot de hele Europese Unie op basis van deze regeling.

4.3.3.4. **Systeemrisico als aangrijpingspunt**

De CRD geeft zich rekenschap van het feit dat het toezicht op kredietinstellingen ook gevolgen kan hebben voor lidstaten waar de kredietinstelling niet actief is, althans geen opvorderbare gelden aantrekt. Dit systeemrisico is echter niet van belang bij de vraag welke lidstaat de home-state is. Lidstaten moeten wel bij hun toezicht met dit systeemrisico en de belangen van andere landen rekening houden. Ik citeer uit de CRD richtlijn:⁵⁸³

“De bevoegde autoriteiten in elke lidstaat nemen bij de uitoefening van hun algemene taken naar behoren de gevolgen in overweging die hun besluiten, met name in noodsituaties, kunnen hebben voor de stabiliteit van het financiële stelsel van de andere betrokken lidstaten, uitgaande van de op het relevante tijdstip beschikbare informatie.”

4.3.4. UCITS beleggingsinstellingen en hun beheerders

Als beleggers niet individueel beleggen maar collectief, dan valt dit niet onder de regulering van beleggingsondernemingen in de MiFID, maar onder de regulering van (beheerders van) beleggingsinstellingen. Bij een beleggingsinstelling wordt het vermogen verzameld in een contractueel fonds of een hiervoor opgerichte vennootschap (beiden hierna aangeduid als beleggingsinstelling).⁵⁸⁴ Er staan geen beleggingen op naam van individuele beleggers (ook aangeduid als deelnemers). Vervolgens wordt het vermogen belegd door de beheerder van de beleggingsinstelling.⁵⁸⁵ De deelnemers kunnen individueel geen invloed uitoefenen op het beleggingsbeleid van de beheerder. Wel kunnen zij hun vermogen terugtrekken uit de beleggingsinstelling.

De Europese Unie kent twee typen beleggingsinstellingen: Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) en Alternative Investment Funds (AIFs). Een UCITS voldoet in beginsel ook aan de definitie van een AIF. Voor UCITS is echter een eigen regime onder een eigen Europese richtlijn. Daarom is in de definitie van de AIF een expliciete uitzondering voor UCITS opgenomen.⁵⁸⁶ Het belangrijkste verschil tussen beide type beleggingsinstellingen is, dat de UCITS moeten voldoen aan beleggingsrestricties inzake het type instrumenten waarin mag worden belegd en de spreiding. Vanwege deze beleggingsrestricties worden UCITS geschikt geacht voor retailbeleggers. AIF beleggingsinstellingen mogen aan deze eisen voldoen, maar hoeven dat niet. De voornaamste reden voor beleggingsinstellingen en hun beheerders om toch een UCITS vergunning aan te vragen is, dat zij dan een Europees paspoort voor retailbeleggers krijgen. De AIF vergunning voorziet alleen in

⁵⁸³ CRD IV, art. 7 en preambule 50. Zie tevens L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 180.

⁵⁸⁴ Zie voor de definitie van een beleggingsinstelling AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub a en de ESMA Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, 13 augustus 2013, ESMA 2013/611. In de praktijk is het niet altijd eenvoudig om te beoordelen of aan een entiteit onder de definitie van een AIF valt. Zie E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 436 en S.N. Hooghiemstra, *Wat is een beleggingsinstelling onder de AIFM-richtlijn?*, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 128-137.

⁵⁸⁵ De definitie van “beheerder” in UCITS IV, art. 2 lid 1 sub b is vrij beknopt. Een uitvoerig definitie staat in de AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub b jo. sub w en de ESMA, Discussion paper ‘Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive’ and types of AIFM, 23 februari 2012, 2012/117, p. 6.

⁵⁸⁶ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub a.

een Europees paspoort voor professionele beleggers. UCITS zijn dus eenvoudiger te vermarkten, maar moeten aan meer eisen voldoen.⁵⁸⁷

De regulering van UCITS (beheerders) kent als voornaamste doelstelling de bescherming van beleggers⁵⁸⁸ en slechts als zeer ondergeschikte doelstelling de stabiliteit van het financiële stelsel.⁵⁸⁹ De meeste bepalingen van de UCITS Richtlijn zijn erop gericht te voorkomen, dat de beleggers worden benadeeld of te veel risico lopen.⁵⁹⁰ Er zijn slechts enkele bepalingen die meer zien op de integriteit van de markten.⁵⁹¹ Bovendien, tot inwerkingtreding van de AIF Managers (AIFM) Richtlijn in 2013 -de eerste UCITS Richtlijn stamt uit 1985- was het een kwestie van nationaal recht of het was toegestaan een beleggingsinstelling te beheren, zolang niet van het UCITS label gebruik werd gemaakt. Deze collectieve beheer activiteiten vielen evenmin onder de MiFID.⁵⁹² Enige nadeel van het opereren zonder UCITS vergunning was, dat de beheerder dan niet beschikte over het paspoort. Met andere woorden: Europa schreef tot invoering van de AIFM Richtlijn geen toezicht op beleggingsinstellingen voor, tenzij een beleggingsinstelling over een (retail)paspoort beschikte. Pas daarna moesten alle beleggingsinstellingen op grond van de AIFM Richtlijn over een vergunning beschikken. Het is dus het belang van de (retail)beleggers dat de UCITS Richtlijn waarborgt. Het is dus primair het feit dat beleggers in de UCITS beleggen dat noopt tot regulering en het zijn primair de belangen van de (retail)beleggers die in de UCITS Richtlijn worden gewaarborgd.

Bij UCITS dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de regulering van de beheerder en die van de beleggingsinstellingen. De UCITS richtlijn voorziet zowel in een paspoort voor de beleggingsinstelling als voor de UCITS beheerder. Dit betekent dat de UCITS beheerder, de UCITS beleggingsinstelling en de deelnemer alle drie in een andere lidstaat kunnen zijn gevestigd.

Ik bespreek hierna steeds eerst de regels die de beheerder betreffen en daarna de regels die de beleggingsinstelling betreffen.

4.3.4.1. Hoofdkantoor als uitgangspunt bij UCITS beheerder

Bij UCITS beheerders is welbewust aangesloten bij het systeem voor beleggingsondernemingen om te bepalen welke lidstaat de home-state is.⁵⁹³ De home-state is de lidstaat waar de statutaire zetel van de UCITS beheerder is gevestigd.⁵⁹⁴ De UCITS Richtlijn bepaalt echter ook dat het hoofdkantoor en de statutaire zetel van de beheerder in dezelfde lidstaat moeten zijn gevestigd.⁵⁹⁵ Praktisch is dus de lidstaat waar het hoofdkantoor van de beheerder is gevestigd de home-state, net als bij beleggingsondernemingen en kredietinstellingen. De motivering hiervoor is enerzijds om het ontstaan van brievenbusmaatschappijen te voorkomen en anderzijds om het toezicht te faciliteren doordat het hoofdkantoor met alle voor het toezicht benodigde documenten in de home-state aanwezig is.⁵⁹⁶ Dit vereist echter niet, dat alle beleggingsbeslissingen in de home-state moeten worden uitgevoerd. Een UCITS beheerder mag dit delegeren.

⁵⁸⁷ In praktijk zijn er overigens ook veel professionele beleggers die er een voorkeur aan geven te beleggen in UCITS beleggingsinstellingen vanwege het feit dat hun beleggingsbeleid gereguleerd is. Deelnemingsrechten in UCITS beleggingsinstelling zijn daardoor ook makkelijker te verkopen op de professionele markt.

⁵⁸⁸ UCITS IV, preambule 3.

⁵⁸⁹ UCITS IV, preambule 8. Zie tevens E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 435.

⁵⁹⁰ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 234.

⁵⁹¹ Bijv. UCITS IV, art. 14 lid 1 sub e en UCITS Uitvoeringsrichtlijn 2010/43, art. 22 lid 2.

⁵⁹² Zie MiFID II, art. 2 lid 1 sub i en MiFID II, art. 2 lid 1 sub h.

⁵⁹³ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 6.

⁵⁹⁴ UCITS IV, art. 2 lid 1 sub c.

⁵⁹⁵ UCITS IV, art. 7 lid 1 sub d.

⁵⁹⁶ Toelichting van de Europese Commissie op UCITS I, *Towards an European Market for the undertakings for collective investment in transferable securities*, 20 december 1985, p. 6-7.

4.3.4.2. Lidstaat van bewaarder bij UCITS beleggingsinstelling

De beheerder kan zelf kiezen onder welk recht de UCITS beleggingsinstelling ressorteert. De home-state is conform de definitie kort gezegd de lidstaat die de UCITS beleggingsinstelling een vergunning heeft gegeven.⁵⁹⁷ Omdat de UCITS beleggingsinstelling deze vergunning dient aan te vragen bij zijn home-state, is deze definitie weinig verhelderend. Concreet komt het erop neer dat de beheerder zelf mag kiezen onder welk recht de UCITS beleggingsinstelling ressorteert. Er is geen noodzaak dat de beheerder een aanwezigheid heeft in de jurisdictie van de UCITS beleggingsinstelling of dat de beheerder hier andere activiteiten verricht.⁵⁹⁸ Enige eis is dat de bewaarder (depository) van de beleggingsinstelling zich in dezelfde lidstaat als de beleggingsinstelling bevindt.⁵⁹⁹ De reden om deze eis te stellen ten aanzien van de depository is, volgens de Committee of European Securities Regulators (CESR) in 2008, om de home-state van de beleggingsinstelling meer grip te geven op deze beleggingsinstelling in geval van grensoverschrijdend beheer.⁶⁰⁰

4.3.4.3. Substance eisen voor UCITS beheerder en de beleggingsinstelling

Voor de UCITS beheerder gelden substance eisen. De UCITS beheerder mag zijn taken namelijk niet dermate vergaand delegeren aan derden, dat de UCITS beheerder een zogenaamde brievenbusmaatschappij wordt of, dat het delegeren van taken een juiste uitoefening van het toezicht op de beheerder door de home-state belemmert.⁶⁰¹

Voor de beleggingsinstelling gelden geen substance eisen, nu een beleggingsinstelling op grond van de UCITS regels naar zijn aard niets meer is dan een juridische huls om het verzamelde vermogen van de beleggers in te doen.⁶⁰²

4.3.4.4. De markt waarop (de beheerder van) de UCITS beleggingsinstelling actief is

Voor zowel de UCITS beheerders als de beleggingsinstelling is -net als voor beleggingsondernemingen en kredietinstellingen- in de preambules opgenomen, dat zij zich niet in een bepaalde lidstaat mogen vestigen om zich te onttrekken aan de strengere voorschriften van een andere lidstaat waar zij het grootste deel van hun activiteiten verrichten.⁶⁰³ Het is niet meteen duidelijk op welke band tussen de UCITS beheerder, de UCITS beleggingsinstelling en de home-state wordt gedoeld. Enig rechtshistorisch onderzoek is vereist.

De situatie tot 2009

Deze preambule over ontwijking stond ook in de versie van de UCITS Richtlijn uit 2002.⁶⁰⁴ Destijds bestond er geen paspoort voor beheerders, maar alleen voor de UCITS beleggingsinstellingen.⁶⁰⁵ Dit

⁵⁹⁷ UCITS IV, art. 2 lid 1 sub d.

⁵⁹⁸ UCITS IV, preambule 20 en art. 5 lid 3.

⁵⁹⁹ UCITS IV, art. 23 lid 1. De depository kan ook aan deze eis voldoen door een bijkantoor in de home-state van de beleggingsinstelling te vestigen.

⁶⁰⁰ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 8 en 11.

⁶⁰¹ UCITS IV, preambule 16 en art. 13 lid 2. Deze bepaling is bij UCITS beheerders niet nader uitgewerkt, maar wel bij AIFM in art. 82 van de AIFM Verordening. Deze bepalingen uit de AIFM Verordening dienen naar mijn oordeel analoog te worden toegepast op UCITS beheerders.

⁶⁰² Sommige lidstaten, bijvoorbeeld Luxemburg, leggen ook verantwoordelijkheden bij het bestuur van de beleggingsinstelling die in een rechtspersoon gevoerd wordt. Om deze verantwoordelijkheid te kunnen nemen zal dit bestuur een zekere substance moeten hebben. Dit is dan een extra bescherming die niet volgt uit de Europese regels maar uit nationaal Luxemburgs recht zonder Europese oorsprong.

⁶⁰³ UCITS IV, preambule 18 en 73.

⁶⁰⁴ UCITS IIIA, preambule 8.

betekende, dat de beheerder en de beleggingsinstelling noodzakelijkerwijs in dezelfde lidstaat waren gevestigd. De band tussen de beheerder en de home-state was daarmee even sterk als de band van de beleggingsinstelling met de home-state. Aan de band tussen de beleggingsinstelling en de home-state werden echter juridisch en in de praktijk weinig eisen gesteld. Er stond namelijk ook, dat slechts vereist was dat de beleggingsinstelling waarvoor door de home-state een vergunning was afgegeven ook in de home-state mocht worden verhandeld (verkocht) en er werd nadrukkelijk gewezen op de vrijheid van de beheerder om zelf de lidstaat/lidstaten te kiezen waar de rechten van deelneming (in de beleggingsinstelling) zullen worden verhandeld.⁶⁰⁶

“Om toezichtsarbitrage te voorkomen en het vertrouwen in de doeltreffendheid van het toezicht door de autoriteiten van de lidstaat van herkomst te bevorderen, dient een voorwaarde voor het verlenen van een vergunning aan een icbe te zijn dat het in de handel brengen van de rechten van deelneming ervan in de lidstaat van herkomst op generlei wijze juridisch wordt belemmerd. Dit doet geen afbreuk aan de vrijheid van de icbe om, wanneer zij een vergunning heeft verkregen, de lidstaat/lidstaten te kiezen waar haar rechten van deelneming overeenkomstig deze richtlijn zullen worden verhandeld.”

Voldoende was dus dat de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling in de home-state van de beleggingsinstelling en daarmee de beheerder moesten kunnen worden verkocht, maar dit hoefde in de praktijk niet te gebeuren. In de praktijk was en is het zeer gebruikelijk dat UCITS beheerders -uit met name Luxemburg en Ierland- hun beleggingsinstellingen voornamelijk buiten hun home-state verkopen. De facto kon de UCITS beheerder dus kiezen waar zich te vestigen en was de enige eis dat het hoofdkantoor zich hier bevond.

Daarnaast kunnen er uiteraard eisen worden gesteld aan de band tussen de beheerder en financiële markten van de home-state, maar gegeven het feit dat de UCITS regelgeving primair doelt op bescherming van de belegger, is dit niet wat de preambule bedoelde te bewerkstelligen. In de praktijk bestaat deze band ook niet, aangezien UCITS wereldwijd beleggen.

De situatie vanaf 2009

Sinds de introductie van het Europees paspoort van beheerders in 2009 kunnen de beheerder en de beleggingsinstelling in verschillende lidstaten zijn gevestigd. De bepaling dat de beleggingsinstelling ook moet kunnen worden verhandeld in de home-state, betreft nu de home-state van de beleggingsinstelling (en dus niet meer automatisch die van de beheerder).⁶⁰⁷ De vraag is nu waar de band tussen de beheerder en home-state dan uit zou moeten bestaan. Mij is dit niet duidelijk. Enerzijds kan men zich op het standpunt stellen dat de UCITS beheerder ook enige lokale beleggingsinstellingen zou moeten beheren. CESR heeft dit aan de Commissie geadviseerd in het advies dat ten grondslag heeft gelegen aan de wijziging van de UCITS Richtlijn waarmee het paspoort voor beheerders werd geïntroduceerd.⁶⁰⁸ Dit advies is gezaghebbend, maar m.i. enigszins kortzichtig. Aangezien de beleggingsinstelling zelf niet meer is dan een juridische constructie, leidt dit naar mijn oordeel niet tot een reële band met de home-state. Anderzijds kan men stellen dat enige van de beleggingsinstellingen die de UCITS beheerder beheert, ook daadwerkelijk in de home-state moeten worden verkocht. Ook

⁶⁰⁵ De reden hiervoor was dat de meeste lidstaten zich op het standpunt stelden dat de beheerder, de beleggingsinstelling en de bewaarder alle drie in dezelfde lidstaat moesten zijn gevestigd. Zie CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 3 en N. Moloney, EC Securities Regulation, 2de druk, OUP, Oxford 2008, p. 253.

⁶⁰⁶ UCITS IIIA, preambule 8.

⁶⁰⁷ UCITS IV, preambule 24 en art. 5 lid 5.

⁶⁰⁸ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 7

deze interpretatie lijkt mij onlogisch, nu dit een significante aanscherping zou betekenen van de situatie van vóór 2009.

Naar mijn oordeel hebben UCITS beheerders in de praktijk de volledige vrijheid om zowel hun eigen toezichthouder als die van de beleggingsinstelling te kiezen en is nog steeds de enige reële eis dat het hoofdkantoor van de beheerder zich in de home-state bevindt. Hierin wijkt de UCITS beheerder dus af van de beleggingsonderneming die wel klanten in zijn home-state moet hebben.

4.3.4.5. UCITS beheerders van buiten de Europese Unie

Beheerders van buiten de Europese Unie kunnen geen UCITS vergunning krijgen, nu de UCITS beheerder zijn hoofdkantoor moet hebben in de lidstaat waar deze gevestigd is. Deze beheerders van buiten de Europese Unie konden afhankelijk van de nationale regelgeving wel een nationaal regime vergunning krijgen voor het beheer van beleggingsinstellingen -die dan niet het UCITS keurmerk droegen-, maar dit is in 2014 achterhaald door de AIFM Richtlijn.

Theoretisch is het wel mogelijk dat een UCITS beleggingsinstelling zijn zetel buiten de Europese Unie heeft. Dit kan als een lidstaat bereid is deze beleggingsinstelling een vergunning te verlenen. De bewaarder moet dan nog uiteraard wel in deze lidstaat zijn gevestigd. In de praktijk echter komt het mij niet aannemelijk voor dat bijv. een Nederlandse beheerder een Japans UCITS fonds zou willen beheren, waarvan de bewaarder is gevestigd in Nederland en de AFM dit fonds een UCITS vergunning zou geven. Omdat dit UCITS fonds ook vol onder toezicht zou staan van de AFM, voegt dit weinig toe.

Het was tot de AIFM Richtlijn wel mogelijk om op grond van nationale regimes -uiteraard voor zover iedere lidstat voor zich dit toestond- non UCITS beleggingsinstellingen te verkopen in de Europese Unie. Inmiddels valt dit onder het AIFM regime.

4.3.5. AIF beleggingsinstellingen en hun beheerders

De AIFM Richtlijn kent diverse doelen. Bescherming van de beleggers die hun geld aan de beheerder van de AIF beleggingsinstelling hebben toevertrouwd is één van de doelen, maar officieel niet het belangrijkste doel.⁶⁰⁹ De AIFM Richtlijn had toen deze werd geïntroduceerd voornamelijk als doel de financiële stabiliteit en de integriteit van de markten te bevorderen.⁶¹⁰ In de praktijk echter staat in het toezicht cliëntenbescherming wel degelijk op de voorgrond. Naar mijn oordeel is dit te verklaren doordat gedurende het wetgevende proces de werkingssfeer en de regels in de AIFM Richtlijn steeds verder werden uitgebreid. Anderzijds stelt de AIFM Richtlijn, anders dan de UCITS Richtlijn geen eisen aan de beleggingen waarin de beleggingsinstelling belegt en geeft een AIFM vergunning slechts het recht om aan professionele beleggers aan te bieden.

4.3.5.1. Hoofdkantoor als uitgangspunt bij AIF beheerders

Bij een AIF beheerder is de home-state de plaats waar de statutaire zetel van de AIF beheerder is gevestigd.⁶¹¹ De AIFM Richtlijn bepaalt echter ook dat het hoofdkantoor en de statutaire zetel in

⁶⁰⁹ Zie E. Wymeersch, The European Alternative Investment Management Directive, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 435. Zie over de geschiedenis van de AIFM Richtlijn uitvoerig Ph. Athanassiou, 'Towards pan-European Hedge Fund Regulation? State of the Debate', *Legal Issues of Economic Integration* 2008, p. 7-41.

⁶¹⁰ AIFM Richtlijn, preambule 2 en 3, het Voorstel van de Commissie voor de AIFM Richtlijn, 30.4.2009 COM (2009) 207 definitief 2009/0064 (COD), p. 2 en A. Duncan, E. Curtin en M. Crosignani, *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers*, *Capital Markets Law Journal* 2011, p. 327.

⁶¹¹ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub q.

dezelfde lidstaat moeten zijn gevestigd.⁶¹² Praktisch is dus de lidstaat waar het hoofdkantoor van de beheerder is gevestigd de home-state.

Ook beheerders met hun hoofdkantoor buiten de Europese Unie kunnen een AIFM vergunning krijgen. Op het beleid voor beheerders uit deze derde landen kom ik terug in 4.3.5.7.

4.3.5.2. Lidstaat van bewaarder bij AIF beleggingsinstelling

Net als bij UCITS beleggingsinstellingen, kan de AIFM beheerder zelf kiezen onder welk recht de beleggingsinstelling zal gaan ressorteren. De home-state is conform de definitie de lidstaat die de beleggingsinstelling een vergunning heeft gegeven.⁶¹³ Omdat de beleggingsinstelling deze vergunning dient aan te vragen bij zijn home-state, is deze definitie weinig verhelderend en komt het erop neer dat de beheerder zelf de home-state voor de beleggingsinstelling mag kiezen. De vraag of een AIF in een lidstaat een vergunning heeft wordt overigens naar nationaal recht beantwoord. De AIFM Richtlijn geeft namelijk aan dat de home-state die lidstaat is waar de AIF overeenkomst toepasselijke nationale regelgeving een vergunning heeft of notificatie heeft gedaan.⁶¹⁴ Enige eis is dat de bewaarder (depository) van de beleggingsinstelling zich in de home-state van de beleggingsinstelling bevindt.^{615,616}

Als de home-state van de AIF beleggingsinstelling geen vergunningsplicht voor de AIF beleggingsinstelling kent, dient aangesloten te worden bij primair de statutaire zetel van de beleggingsinstelling en subsidiair het hoofdkantoor van de beleggingsinstelling.⁶¹⁷

AIF beheerders kunnen overigens ook beleggingsinstellingen beheren die niet in de Europese Unie gevestigd zijn. EU AIF beleggingsinstellingen zijn AIF beleggingsinstellingen die hetzij een vergunning hebben of geregistreerd zijn in de Europese Unie, hetzij hun statutaire zetel of hoofdkantoor in de Europese Unie hebben.⁶¹⁸ Non-EU AIF beleggingsinstellingen zijn de beleggingsinstellingen voor wie dit allemaal niet geldt. Voor deze non-EU AIFs geldt dus dat deze door niet één lidstaat worden gereguleerd.

4.3.5.3. Substance eisen bij AIF beheerder

Net als voor UCITS beheerders gelden voor AIF beheerders substance eisen. Zij mogen hun taken namelijk niet dermate vergaand delegeren dat zij een zogenaamde brievenbusmaatschappij worden of dat het delegeren van taken een juiste uitoefening van het toezicht op de beheerder door de home-state belemmert.⁶¹⁹ In de AIFM Uitvoeringsverordening worden deze substance eisen uitgewerkt.⁶²⁰

⁶¹² AIFM Richtlijn, art. 8 lid 1 sub e, zie tevens E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 447.

⁶¹³ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub h en p.

⁶¹⁴ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub p (i).

⁶¹⁵ AIFM Richtlijn, art. 21 lid 5 sub a.

⁶¹⁶ Deze regeling heeft de naar mijn oordeel vreemde consequentie dat als de wetgeving van een lidstaat in de mogelijkheid voorziet een AIF -ook als de desbetreffende AIF verder niets met deze lidstaat te maken heeft- een vergunning te geven, deze AIF dan geldt als AIF van deze lidstaat. Waarschijnlijk gaat de Europese wetgever er stilzwijgend vanuit dat lidstaten alleen aan een AIF vergunning zullen geven als een redelijke connectie bestaat met de lidstaat, bijv. omdat het vennootschapsrecht van deze lidstaat van toepassing is. Mocht een lidstaat ervoor kiezen toch AIFs die meer met een andere (Europese) jurisdictie te maken heeft vergunningen te geven, dan loopt deze AIFs het risico dat deze andere jurisdictie ook een vergunningseis stelt. Al met al lijkt mij dit een hoogst theoretische situatie.

⁶¹⁷ Commissie Q&A AIFMD, vraag 1191.

⁶¹⁸ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub j.

⁶¹⁹ AIFM Richtlijn, art. 20 lid 3, AIFM Verordening, art. 82 en preambule 91 en verder E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 457. Zie tevens Commissie Q&A AIFMD 1161 waar staat dat dit alle aan de beheerder vergunde diensten betreft.

⁶²⁰ AIFM Verordening, art. 82.

Voor AIF beleggingsinstellingen gelden logischerwijs geen substance eisen, aangezien een beleggingsinstelling naar zijn aard niets meer is dan een juridische huls om het verzamelde vermogen van de beleggers in te doen.

4.3.5.4. De markt waarop (de beheerder van) de AIF beleggingsinstelling actief is

Anders dan de MiFID, CRD IV en UCITS kent de AIFM Richtlijn geen bepaling in de preambule die inhoudt dat de AIF beheerder niet zou mogen kiezen voor die regelgeving die hem het meest gunstig voorkomt. Met andere woorden: de tekst van de AIFM Richtlijn legt er geen strobreed aan in de weg als een beheerder vanuit een lidstaat activiteiten -werven van deelnemers en doen van beleggingen- verricht die louter gericht zijn op een andere lidstaat, mits uiteraard de AIF beheerder voldoende substance heeft in zijn home-state.

Behalve de tekst van de AIFM Richtlijn is ook de algemene misbruik jurisprudentie van het Hof van belang. Echter zoals besproken in hoofdstuk 3.5, moet het begrip misbruik worden ingevuld op basis van het doel van de desbetreffende richtlijn. Nu de tekst van de AIFM Richtlijn slechts eist dat een beheerder voldoende substance heeft en geen connectie legt met de markt waarop de beheerder actief is, is het naar mijn oordeel onlogisch om toch tot de conclusie te komen dat het misbruik zou zijn als een AIF beheerder zich elders vestigt dan waar zijn klanten zich bevinden. Ook het feit dat de AIFM Richtlijn -in ieder geval oorspronkelijk- voornamelijk ziet op de bescherming van het financiële stelsel, pleit ertegen dat de AIF beheerder cliënten moet hebben in de host-state.

De conclusie is derhalve dat niets eraan in de weg staat, dat een AIF beheerder of AIF beleggingsinstelling zelf zijn home-state kiest, mits de beheerder voldoende substance heeft en de beleggingsinstelling in dezelfde lidstaat is gevestigd als de depositary. Hierin wijkt de AIF beheerder dus af van de beleggingsonderneming die wel klanten in zijn home-state moet hebben.

4.3.5.5. Systeemrisico als aangrijpingspunt

Hoewel de AIFM Richtlijn met name ziet op systeemrisico's vormt dit geen aangrijpingspunt bij de vraag welke lidstaat de home-state is. Het is goed mogelijk dat een AIF beheerder die gevestigd is in Luxemburg uitsluitend deelnemers heeft in Duitsland, uitsluitend handelt op de financiële markten in Engeland en de beheerde AIFs mede financiert met geld dat is geleend van Franse banken.

4.3.5.6. AIF beheerders van buiten de Europese Unie

De AIFM Richtlijn kent een bijzonder brede werkingsfeer. De AIFM Richtlijn verbiedt het zonder AIFM vergunning (i) deelnemingsrechten te verhandelen in de Europese Unie, (ii) Europese beleggingsinstellingen te beheren, ook als deze beleggingsinstellingen alleen aan niet-Europese cliënten worden verhandeld, (iii) en om als in de Europese Unie gevestigde beheerder beleggingsinstellingen te beheren, zelfs als deze beleggingsinstellingen niet Europees zijn en ook niet in de Europese Unie worden verhandeld.⁶²¹ Dit betekent dat buitenlandse beheerders of beleggingsinstellingen die de Europese markt willen betreden een Europese vergunning moeten krijgen.⁶²² Hierna beschrijf ik de aanknopingspunten die hiervoor worden gehanteerd.

⁶²¹ Deze derde mogelijkheid betekent dat de Europese Unie zich er zelfs mee bemoeit als vanuit de Europese Unie beheer activiteiten geschieden, zonder dat er één Europese client is. Hier ga ik verder niet op in, nu dit proefschrift betrekking heeft op de competentieverdeling binnen de Europese Unie en niet die tussen de Europese Unie en de rest van de wereld.

⁶²² Uitzondering zijn de nationale regimes die nog openstaan voor buitenlandse beheerders die in Europa deelnemingsrechten willen aanbieden of in Europa beleggingsinstellingen willen verhandelen. Zie AIFM Richtlijn, art. 36 en 42. De gedachte is wel dat deze mogelijkheid op enig moment wordt afgeschaft. Zie voor dit laatste AIFM Richtlijn, art. 69.

Zoals hierboven beschreven, is bij Europese beheerders de locatie van het hoofdkantoor doorslaggevend bij de vraag welke lidstaat de home-state is van de beheerder. Aangezien bij niet Europese beheerders het hoofdkantoor niet in een lidstaat is gevestigd, dienen andere aanknopingspunten te worden gebruikt. In essentie komt het erop neer dat de lidstaat met de sterkste band tot de beheerder moet worden bepaald. Bij niet Europese beheerders heet de home-state “referentielidstaat”.⁶²³ Deze referentielidstaat verleent de vergunning, houdt toezicht en geldt als home-state bij grensoverschrijdende activiteiten.⁶²⁴ De vergunningsvoorschriften zijn gelijk aan die voor EU AIF beheerders.⁶²⁵

Het is afhankelijk van de precieze werkzaamheden van de beheerder welke lidstaat als referentielidstaat geldt. Om de referentielidstaat te bepalen dient een gecompliceerde procedure te worden doorlopen, waarbij alle lidstaten met enige connectie tot de beheerder zijn betrokken.⁶²⁶ De AIFM Richtlijn kent hiervoor de volgende drie aangrijpingspunten:

(i) Lidstaat van verhandeling

De deelnemingsrechten worden verhandeld in een lidstaat. Hierbij maakt het niet uit of deze deelnemingsrechten zijn uitgegeven door een EU beleggingsinstelling of een non-EU beleggingsinstelling.⁶²⁷

Als een beheerder de beleggingsinstelling in meerdere lidstaten wil verhandelen, gaat het alleen om die lidstaten waar sprake is van *effectieve* verhandelingsactiviteiten. Wat precies bedoeld wordt met *effectieve* verhandelingsactiviteiten is niet duidelijk, maar waarschijnlijk wordt hiermee beoogd te voorkomen dat een lidstaat als referentielidstaat wordt aangewezen, terwijl hier nauwelijks verhandeling plaatsvindt. Voorkomen dient te worden dat een beheerder louter aangeeft in een bepaalde lidstaat beleggingsinstellingen te willen verhandelen om deze lidstaat als referentielidstaat te krijgen, terwijl er nauwelijks beleggers uit deze lidstaat in de beleggingsinstellingen beleggen.

De AIFM Richtlijn bepaalt dat de beheerder moet kunnen bewijzen effectieve verhandelingsactiviteiten in een bepaalde lidstaat te willen ontplooiën. Hiertoe moet de beheerder zijn marktstrategie aan de desbetreffende lidstaat bekend maken volgens de aanwijzingen van deze lidstaat.⁶²⁸ In ieder geval over de volgende aspecten moet informatie worden ingediend:⁶²⁹

- A. De lidstaten waar de distributeurs (en/of de beheerder in geval van zelfdistributie) de deelnemingsrechten gaan promoten. Daarbij moet het verwachte aandeel, in termen van beheerde activa, in de algemene promotie in de Europese Unie worden vermeld. Ik lees dit

⁶²³ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub q.

⁶²⁴ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 5.

⁶²⁵ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 2.

⁶²⁶ AIFM Richtlijn, art. 37. Zie E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 482 e.v.

⁶²⁷ Ter voorkoming van onduidelijkheden: indien een beheerder deelnemingsrechten verhandelt in een bepaalde lidstaat zonder gebruik te maken van een Europees paspoort, dan is dit feit voor het bepalen van de referentielidstaat niet van belang. In ieder geval tot 2018 kunnen non-EU beheerders ook zonder Europees paspoort beleggingsinstellingen verhandelen. Dit is geregeld in AIFM Richtlijn, art. 42. Zie in zelfde zin E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 483.

⁶²⁸ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 laatste alinea. Ik merk overigens op dat de vrijheid van de desbetreffende lidstaat om aanwijzingen te geven zeer gering is, nu in de AIFM Uitvoeringsverordening 448/2013, art. 1 lid 5 gedetailleerd is voorgeschreven welke informatie moet worden verstrekt.

⁶²⁹ AIFM Uitvoeringsverordening 448/2013, art. 1 lid 5.

aldus dat de beheerder moet aangeven welk deel van de door de beheerder beheerde activa (indirect) voor de beleggers in de desbetreffende lidstaat wordt beheerd.

Een voorbeeld ter verduidelijking: De beheerder beheert twee beleggingsinstellingen. Beleggingsinstelling A belegt assets met een totale waarde van € 200. Beleggingsinstelling B belegt voor in totaal € 400. Als 10% van de beleggers in Beleggingsinstelling A in Duitsland is gevestigd en 20% van de beleggers in Beleggingsinstelling B, dan wordt in totaal voor € 100 voor Duitse beleggers belegd. Dit betekent dan van de totale assets (€ 600) Duitsland een aandeel van ca. 16,6% vertegenwoordigt.

- B. Een inschatting van het verwachte aantal beleggers dat wordt benaderd door de beheerder dat hun woonplaats heeft in de desbetreffende lidstaten waar de beheerder zal verhandelen.
- C. In de talen van welke lidstaten zijn/zullen de aanbiedings- en promotiedocumenten worden beschikbaar gesteld.
- D. De verdeling van de verhandelingsactiviteiten over de lidstaten waar de beheerder van plan is zijn beleggingsinstellingen te verhandelen, waarbij in het bijzonder rekening wordt gehouden met de opvallendheid en frequentie van de reclameactiviteiten en *roadshows*.

(ii) Lidstaat van registratie/vergunning van de beleggingsinstelling

De beheerder beheert een beleggingsinstelling die geregistreerd is in een lidstaat. Als een beleggingsinstelling weliswaar is gevestigd in een lidstaat, maar deze lidstaat geen registratie/vergunningsplicht van beleggingsinstellingen kent, dan geldt dit aanknopingspunt niet.⁶³⁰

(iii) Lidstaat van vestiging van de beleggingsinstelling

De beheerder beheert een beleggingsinstelling die is opgericht naar het recht van een lidstaat of hier gevestigd is, maar zonder dat deze lidstaat ook een vergunning- of registratieplicht voor de beleggingsinstelling kent. Dit laatste aanknopingspunt is alleen van belang als (i) of (ii) niet aanwezig zijn. Dit is dus een zwakker aanknopingspunt.

Als de beheerder in slechts één lidstaat activiteiten verricht (beheren en/of verhandelen), dan is deze lidstaat de refentielidstaat.⁶³¹ Als de beheerder echter in verschillende lidstaten beleggingsinstellingen gaat beheren en/of verhandelen, dan gelden de volgende regels om te bepalen welke aangrijpingspunt het sterkst is.

⁶³⁰ Dit blijkt uit het feit dat de AIFM Richtlijn in deze gevallen niet het woord 'gevestigd' gebruikt, maar de woorden 'vergunning is afgegeven in een lidstaat of de abi notificatie heeft gedaan'. Zie bijv. het verschil tussen AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub a en sub c. Zie in zelfde zin E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 484. Overigens merk ik op dat het woord notificatie in de Nederlandse vertaling van de AIFM Richtlijn slecht gekozen is. De AIFM Richtlijn is op dit punt slecht vertaald. De Engelse versie spreekt van 'authorised or registered'.

⁶³¹ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub a, c (ii) en d.

Beheer van EU AIF beleggingsinstelling

Als de beheerder in verschillende lidstaten beleggingsinstellingen wil beheren, zonder deze te verhandelen, dan is de referentielidstaat, (i) de lidstaat waar de meest beleggingsinstellingen zijn gevestigd of (ii) de lidstaat waar het grootste aantal activa wordt beheerd.⁶³²

Beheer en verhandeling van één EU AIF beleggingsinstelling

Als de beheerder één beleggingsinstelling wil beheren en wil verhandelen dan moet worden gekozen tussen (i) de lidstaten van verhandeling en (ii) de home-state van beleggingsinstelling.⁶³³ De home-state van de beleggingsinstelling is alleen van belang als de beleggingsinstelling hier ook een vergunning houdt of geregistreerd is.

Verhandeling en beheer van diverse EU beleggingsinstellingen

Als de EU beleggingsinstellingen in diverse lidstaten worden verhandeld, dient te worden gekozen tussen de lidstaten van verhandeling en de lidstaten van registratie van de beleggingsinstellingen.⁶³⁴

De lidstaat van registratie komt echter alleen in aanmerking als alle beleggingsinstellingen in dezelfde lidstaat zijn geregistreerd. De AIFM Richtlijn maakt de reden niet expliciet, maar waarschijnlijk beoogt men hiermee te voorkomen dat een lidstaat bevoegd wordt de verhandeling van een bepaalde beleggingsinstelling te reguleren, terwijl deze AIF noch in deze lidstaat wordt verhandeld noch in deze lidstaat een vergunning houdt.

Een voorbeeld ter verduidelijking: Een Amerikaanse beheerder beheert drie beleggingsinstellingen, één in Duitsland en twee in Malta. De deelnemingsrechten worden verhandeld in Duitsland, Spanje en Nederland. Zonder bovengenoemde toespitsing van de regels, zou ook Malta in aanmerking kunnen komen als referentielidstaat van de beheerder. Malta houdt dan ook toezicht op het beheer van de Duitse beleggingsinstelling (door de beheerder), louter omdat de beheerder ook Maltese beleggingsinstellingen beheert. De Duitse beleggingsinstelling zelf wordt noch in Malta verhandeld, noch in Malta gereguleerd, noch in Malta beheerd.

Anderzijds dient ook zo veel mogelijk voorkomen te worden dat een lidstaat een bepaalde beheerder - en daarmee indirect alle door deze beheerder beheerde beleggingsinstellingen- mag reguleren, louter omdat deze beheerder enkele beleggingsinstellingen in deze lidstaat verhandelt. Daarom is de referentielidstaat die lidstaat waar voor de meeste van de beleggingsinstellingen effectieve verhandelingsactiviteiten zullen worden ontplooid.

Een voorbeeld ter verduidelijking: Een Amerikaans beheerder beheert drie beleggingsinstellingen. Eén zal worden verhandeld in Malta, de andere twee in Duitsland. Zonder bovengenoemde toespitsing van de regels, zou Malta ook in aanmerking kunnen komen als referentielidstaat voor de beleggingsinstellingen die alleen in Duitsland wordt verhandeld, louter omdat de beheerder óók een beleggingsinstelling in Malta verhandelt. Anderzijds zal nu Duitsland een beleggingsinstelling gaan reguleren die alleen in Malta wordt verhandeld. Dit is echter minder artificieel, omdat twee van de drie beleggingsinstellingen wel in Duitsland worden verhandeld. Het enige alternatief is dat de beheerder twee

⁶³² AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub b.

⁶³³ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub c (i) en e.

⁶³⁴ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub g.

referentielidstaten krijgt, maar dan is sprake van dubbel toezicht, hetgeen indruist tegen de uitgangspunten van het Europese recht.

Verhandeling van één non-EU beleggingsinstelling

Als de beheerder slechts één non-EU beleggingsinstelling wil verhandelen, maar in diverse lidstaten, dan is één van deze lidstaten de referentielidstaat.⁶³⁵ Er staat niet expliciet dat het moet gaan om lidstaten met effectieve verhandelingsactiviteiten, maar logischerwijs zou dit m.i. wel zo moeten worden gelezen.

Verhandeling van verscheidene non-EU beleggingsinstellingen

Als de beheerder verscheidene non-EU beleggingsinstellingen wil verhandelen in diverse lidstaten, dan is de referentielidstaat die lidstaat waar de beheerder effectieve verhandelingsactiviteiten wil ontplooiën voor de meeste beleggingsinstellingen.⁶³⁶

Procedure voor het geval er verscheidene lidstaten bevoegd kunnen zijn

Het zal duidelijk zijn dat deze aanknopingspunten niet altijd tot de onontkoombare conclusie leiden, dat één bepaalde lidstaat bevoegd is. Ten eerste, zijn er vaak meerdere met elkaar strijdige aanknopingspunten. Ten tweede, zegt de AIFM Richtlijn niets over de weging van de diverse aanknopingspunten.

Een voorbeeld ter verduidelijking: Een beheerder wil drie non-EU beleggingsinstellingen verhandelen in Duitsland en in Malta. Ga verder ervan uit dat de verhandeling in beide lidstaten voor alle drie de beleggingsinstellingen ook effectief is; de beheerder doet dus moeite alle drie de beleggingsinstellingen in beide lidstaten actief te promoten. Omdat alle drie de beleggingsinstellingen ook in Malta worden verhandeld, zal ook Malta bevoegd zijn. Waarschijnlijk zal de totale hoeveelheid deelnemingsrechten die wordt verhandeld echter groter zijn in Duitsland, aangezien dit een veel grotere markt is. De vraag is hoe dit gewogen moet worden.

Daarom voorziet de AIFM Richtlijn in een procedure om in geval van verscheidene aanknopingspunten de referentielidstaat te bepalen:

- (i) De beheerder dient, voordat hij met zijn werkzaamheden aanvangt, een aanvraag in bij alle lidstaten die referentielidstaat kunnen zijn met het verzoek onderling te bepalen welk lidstaat als referentielidstaat heeft te gelden.⁶³⁷
- (ii) Deze lidstaten besluiten gezamenlijk binnen één maand welke lidstaat de referentielidstaat is.⁶³⁸
- (iii) De lidstaat die als referentielidstaat wordt aangewezen, informeert onverwijld de beheerder over deze beslissing.⁶³⁹
- (iv) Indien de beheerder niet binnen zeven dagen nadat de referentielidstaat is aangewezen, is geïnformeerd, mag de beheerder zelf zijn referentielidstaat kiezen. Ook mag de beheerder zelf zijn referentielidstaat kiezen, als de bevoegde lidstaten in kwestie niet binnen één maand een

⁶³⁵ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub f.

⁶³⁶ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 sub h.

⁶³⁷ Zie AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 voorlaatste alinea. Zie AIFM Uitvoeringsverordening 448/2013, art. 1 waarin nogmaals expliciet wordt bepaald dat de AIFM het dossier bij elke mogelijke referentielidstaat moet indienen.

⁶³⁸ Zie AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 voorlaatste alinea.

⁶³⁹ Zie AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 voorlaatste alinea.

besluit hebben genomen.⁶⁴⁰ Hij mag alleen kiezen tussen de lidstaten die eventueel bevoegd kunnen zijn.

Als de beheerder meent dat er slechts één lidstaat in aanmerking komt als referentielidstaat, dan hoeft bovenstaande procedure niet te worden doorlopen. De beheerder kan zijn vergunningsaanvraag dan direct bij deze lidstaat indienen.

ESMA speelt ook een rol bij het bepalen van de referentielidstaat. ESMA toetst of een bepaalde lidstaat terecht als referentielidstaat is aangewezen/gekozen. De procedure hiervoor is als volgt:⁶⁴¹

- (i) Zodra de AIF beheerder een vergunning aanvraagt, beoordeelt de referentielidstaat (opnieuw)⁶⁴² of bij de bepaling door de AIF beheerder van zijn referentielidstaat aan de hierboven vermelde criteria is voldaan.
- (ii) Als de referentielidstaat van mening is dat hij ten onrechte als referentielidstaat is aangewezen/gekozen, wijst de referentielidstaat de vergunningsaanvraag af onder vermelding van de redenen.
- (iii) Als de referentielidstaat meent terecht als referentielidstaat te zijn aangewezen/gekozen, stelt deze ESMA hiervan in kennis. De referentielidstaat verstrekt dan aan ESMA het onderbouwde oordeel van de AIF beheerder welke lidstaat zijn referentielidstaat is.
- (iv) Binnen een maand adviseert ESMA aan de referentielidstaat of deze terecht als referentielidstaat is gekozen/aangewezen. Uitsluitend indien ESMA oordeelt dat niet aan de relevante criteria is voldaan, brengt zij een negatief advies uit.

Als ESMA adviseert dat de referentielidstaat ten onrechte als referentielidstaat is aangewezen/gekozen, dan betekent dit dat deze lidstaat naar het oordeel van ESMA niet bevoegd is toezicht te houden op de AIF beheerder. In beginsel zou deze lidstaat de vergunningsaanvraag moeten weigeren. Deze is hiertoe echter niet verplicht. Dan geldt het welbekende comply and explain mechanisme.⁶⁴³ ESMA zal dan bekend maken dat de lidstaat zijn advies niet opvolgt en kan de reden hiervoor bekend maken.

Als een andere lidstaat meent dat de AIFM ten onrechte een bepaalde lidstaat tot referentielidstaat heeft gekozen, dan kan de Geschillenprocedure worden toegepast.⁶⁴⁴ Uiteraard is de uitkomst van de Geschillenprocedure goed te voorspellen, in geval ESMA reeds een advies heeft gegeven over de naar haar mening bevoegde lidstaat.

Opmerkelijk is, dat ESMA op basis van de tekst van de AIFM Richtlijn pas in een relatief laat stadium betrokken raakt bij het bepalen van de referentielidstaat. De procedure waarbij de lidstaten samen in onderling overleg de referentielidstaat bepalen gaat namelijk vooraf aan onderhavige procedure waarbij ook ESMA betrokken is. ESMA heeft op basis van de tekst van de AIFM Richtlijn geen rol in dit eerdere overleg tussen de lidstaten. In theorie kan dit tot gevolg hebben dat een AIF beheerder de desbetreffende lidstaten heeft verzocht in onderling overleg de referentielidstaat te bepalen, de AIF beheerder de uitkomst heeft opgevolgd, maar ESMA het hiermee niet eens is. Het zou dus naar mijn

⁶⁴⁰ Zie AIFM Richtlijn, art. 37 lid 4 voorlaatste alinea.

⁶⁴¹ Zie AIFM Richtlijn, art. 37 lid 5 en 6. Zie tevens ESMA uitvoeringsverordening 448/2013, preambule 2.

⁶⁴² Op grond van de letterlijke tekst van de AIFM Richtlijn zou de referentielidstaat altijd moeten beoordelen of hij terecht als referentielidstaat is aangewezen. De facto zal dit niet nodig zijn, als de referentielidstaat zelf bij het overleg tussen de mogelijke referentielidstaten aanwezig was. Het zou immers vreemd zijn als een referentielidstaat in dit overleg als referentielidstaat werd aangewezen, terwijl dit naar zijn eigen mening niet correct is.

⁶⁴³ De referentielidstaat moet zowel ESMA als de lidstaten waar de betrokken AIF beleggingsinstellingen zullen worden verhandeld of zijn gevestigd tekst en uitleg moeten geven.

⁶⁴⁴ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 6.

oordeel beter zijn als ESMA bij dit onderling overleg al aan tafel zit. Hierin is voorzien in lagere regelgeving.⁶⁴⁵

Wijziging van referentielidstaat

De AIFM Richtlijn neemt als uitgangspunt dat de referentielidstaat vaststaat. De AIFM Richtlijn bepaalt namelijk dat ‘de verdere zakelijke ontwikkeling van de AIFM in de Europese Unie geen gevolgen heeft voor de bepaling van de referentielidstaat’.⁶⁴⁶ Dit is echter anders in de volgende drie gevallen:⁶⁴⁷

- (i) Als de beheerder zijn marketingstrategie binnen twee jaar na (ontvangst van) zijn oorspronkelijke vergunning wijzigt en deze nieuwe marketingstrategie destijds tot een andere bepaling van de referentielidstaat had geleid, moet opnieuw de referentielidstaat worden bepaald.
- (ii) Als de beheerder zijn marketingstrategie na twee jaar wijzigt, mag deze om een nieuwe referentiestaat verzoeken. Dit is dus een vrijwillige keuze, maar geen verplichting.
- (iii) In geval de beheerder de oorspronkelijke marketingstrategie niet formeel wijzigt, maar zich nooit aan deze marketingstrategie heeft gehouden of deze bewust onjuist heeft opgegeven, moet opnieuw de referentielidstaat worden bepaald.

In alle drie deze gevallen, geldt een procedure die op hoofdlijnen overeenkomt met de oorspronkelijke procedure voor het bepalen van een referentielidstaat. De oorspronkelijke referentielidstaat zendt dan het dossier naar de nieuwe referentielidstaat, maar er hoeft geen nieuwe vergunning te worden aangevraagd.⁶⁴⁸ Opvallend is dat als een beheerder niet zijn marketingstrategie wijzigt, maar bijvoorbeeld enkele beleggingsinstellingen verhuist/grensoverschrijdend wegfuseert of opheft, dit geen gevolgen heeft voor de referentielidstaat. Dit kan betekenen dat een lidstaat -na verloop van tijd- referentielidstaat is, vanwege het feit dat deze ooit een vergunning heeft verleend aan beleggingsinstellingen die inmiddels zijn verhuisd of hebben opgehouden te bestaan.

Afwijkende regels voor non-EU AIF beheerders

Gelijk als bij EU AIF beheerders, ziet ESMA bij non-EU AIF beheerders toe op het gebruik van hefboomfinanciering, dat wil zeggen het beleggen met geleend geld. Bij non-EU AIFs is dit toezicht echter beperkt tot de door hen beheerde EU AIFs en non-EU AIFs die zij in de Europese Unie verhandelen.⁶⁴⁹ Non-EU AIF beleggingsinstellingen die niet in de Europese Unie worden verhandeld, vallen dus niet onder dit toezicht.

Voor de goede orde wijs ik erop dat deze optie voor non-EU AIF beheerders om een Europees paspoort te krijgen thans nog niet open staat. Dit Europees paspoort voor beheerders uit derde landen had in beginsel beschikbaar moeten zijn vanaf eind 2015.⁶⁵⁰ Dit is echter nog niet het geval. De reden

⁶⁴⁵ Hierin is voorzien in AIFM Uitvoeringsverordening 448/2013 art. 6 t/m 12. De facto kent de Europese Commissie hier ESMA de bemiddelende rol toe die in de AIFM Richtlijn ontbreekt.

⁶⁴⁶ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 11.

⁶⁴⁷ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 11 en 12.

⁶⁴⁸ Commissie Q&A AIFMD, vraag 1197.

⁶⁴⁹ AIFM Richtlijn, art. 24 lid 4 laatste alinea.

⁶⁵⁰ Zie AIFM Richtlijn, art. 67 en preamble 63. Zie tevens ESMA, Advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFs and AIFs, 12 september 2016, ESMA/2016/1140 en de Brief van de Europese Commissie inzake het AIFMD paspoort van 17 december 2015, FISMA/C,4?LV/bd/Ares (2015)6454561, geraadpleegd op 3 februari 2016 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/eu_commission_letter_aifmd_passport.pdf.

hiervoor is dat eerst een advies van ESMA moest worden afgewacht of deze mogelijkheid inderdaad moet worden geboden, welk advies lang op zich heeft laten wachten.⁶⁵¹

De conclusie is dat waar bij in de Europese Unie gevestigde AIF beheerders geen eisen worden gesteld aan de commerciële band tussen de AIF beheerder en zijn home-state bij AIF beheerders uit derde landen deze band juist een zeer belangrijke rol speelt om te bepalen welke lidstaat de referentielidstaat is. Op zich is dit logisch, omdat bij buiten de Europese Unie gevestigde AIF beheerders het aanknopingspunt vestiging geen rol kan spelen.

4.3.6. Verzekeringsondernemingen

De Solvency II regelgeving is van toepassing op verzekeringsondernemingen en herverzekeringsondernemingen.⁶⁵² De Solvency II regelgeving heeft als primair doel het beschermen van de verzekerden (en begunstigden).⁶⁵³ Onder begunstigde wordt verstaan de persoon voor wiens bate een verzekering wordt gesloten, wat niet noodzakelijk overeenkomt met de verzekeringsnemer. Solvency II geeft aan dat de financiële stabiliteit en eerlijke en stabiele markten andere doelstellingen zijn, die eveneens in aanmerking moeten worden genomen, maar die geen afbreuk mogen doen aan het voornaamste doel.⁶⁵⁴ Belangrijk is om op te merken dat Solvency II net als CRD IV met name prudentieel toezicht bevat. De essentie van Solvency II is om door middel van microprudentieel toezicht te waarborgen dat de verzekeringsonderneming in staat is de claims van verzekerden te betalen. Het gedragstoezicht is nauwelijks geharmoniseerd in Solvency II.⁶⁵⁵ Hiervoor wordt verwezen naar de hierna te behandelen Insurance Distribution Directive (IDD).⁶⁵⁶

4.3.6.1. Hoofdkantoor als uitgangspunt

Ook bij Solvency II geldt als uitgangspunt dat de home-state die lidstaat is, waar het hoofdkantoor van de verzekeringsonderneming is gevestigd.⁶⁵⁷ Tevens moet de verzekeringsonderneming zijn statutaire zetel en hoofdkantoor in dezelfde lidstaat hebben.⁶⁵⁸

4.3.6.2. De markt waarop de verzekeringsonderneming actief is

De tekst van Solvency II bevat -anders dan CRD IV, MiFID II en UCITS IV- geen expliciete preambule met de strekking dat een verzekeringsonderneming zich niet mag onttrekken aan het toezicht van de lidstaat waar de verzekeringsonderneming het grootste deel van zijn werkzaamheden uitvoert. De voorgangers van Solvency II kenden deze preambule echter wel.⁶⁵⁹ Omdat er uit de wetsgeschiedenis niet blijkt van een bewuste keuze om de desbetreffende preambule niet over te nemen, geldt deze preambule naar mijn oordeel nog steeds.⁶⁶⁰ Omdat Solvency II primair gericht is op de bescherming van cliënten, betekent dit naar mijn oordeel dat een verzekeringsonderneming

⁶⁵¹ ESMA, Advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs, 12 september 2016, ESMA/2016/1140.

⁶⁵² Solvency II, art. 2 lid 1. Zie voor de uitzonderingen hierop Solvency II, art. 4 t/m 12.

⁶⁵³ Solvency II, preambule 16 en art. 27.

⁶⁵⁴ Solvency II, art. 28.

⁶⁵⁵ Solvency II bevat slechts beperkte gedragsregels. Zie art. 178 t/m 187.

⁶⁵⁶ Ook de PRIIPS Verordening inzake essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten bevat voor een deel van de verzekeringssector bijzonder relevante gedragsregels, maar deze verordening heeft geen invloed op de vraag welke toezichthouder bevoegd is. Zie in het bijzonder PRIIPS Verordening, preambule 24.

⁶⁵⁷ Solvency II, art. 13 lid 8 en art. 14.

⁶⁵⁸ Solvency II, art. 20.

⁶⁵⁹ Levensverzekeringsrichtlijn, preambule 12 en Richtlijn 95/26, preambule 7.

⁶⁶⁰ De onderbouwing hiervoor is dat bij het opstellen van Solvency II gebruik is gemaakt van de *recast* techniek. Dit betekent dat de oude richtlijnen voor de leesbaarheid worden omgezet in een nieuwe richtlijn maar zonder dat inhoudelijke wijzigingen zijn bedoeld. Is wel een inhoudelijke wijzigingen bedoeld, dan moet dit expliciet worden gemaakt. Zie Voorstel van de Commissie voor de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II, 10 juli 2007, COM (2007) 361 definitief, 2007/0143 (COD), p. 3.

daadwerkelijk cliënten moet hebben in zijn home-state, althans zich niet in een andere lidstaat mag vestigen waar de verzekeringsonderneming geen cliënten heeft, louter omdat het financieel toezicht hier prettiger is.⁶⁶¹

4.3.6.3. Systeemrisico als aangrijpingspunt

Solvency II geeft zich rekenschap van het feit dat het toezicht op verzekeringsondernemingen ook gevolgen kan hebben voor de lidstaten waar de verzekeringsonderneming niet actief is, althans geen verzekeringen sluit. Dit systeemrisico is echter niet van belang bij de vraag welke lidstaat de home-state is. Lidstaten moeten wel bij hun toezicht met dit systeemrisico en de belangen van andere landen rekening houden. Ik citeer uit Solvency II:⁶⁶²

“Onverminderd het voornaamste doel van het toezicht als genoemd in artikel 27 zorgen de lidstaten ervoor dat de toezichthoudende autoriteiten bij de uitoefening van hun algemene taken het mogelijke effect van hun beslissingen op de stabiliteit van de betrokken financiële systemen in de Europese Unie, met name in noodsituaties, naar behoren in overweging nemen, rekening houdend met de informatie die op dat moment beschikbaar is.”

4.3.6.4. Verzekeringsondernemingen van buiten de Europese Unie

Verzekeringsondernemingen van buiten de Europese Unie mogen alleen in de Europese Unie actief zijn, als zij een bijkantoor vestigen en een vergunning aanvragen. Voor deze vergunning moeten zij op hoofdlijnen aan Solvency II voldoen.⁶⁶³ Deze verzekeringsondernemingen kunnen dan per lidstaat toegang krijgen, wat betekent dat als een verzekeringsonderneming van buiten de Europese Unie in verschillende lidstaten actief is, deze in elke lidstaat een vergunning moet hebben.⁶⁶⁴

Een verzekeringsonderneming van buiten de Europese Unie kan dus geen paspoort krijgen. Wel kan deze verzekeraar voor bepaalde onderdelen van zijn vergunning, die met name de solvabiliteit betreffen, in slechts één lidstaat voldoen.⁶⁶⁵ De andere lidstaten moeten voor het toezicht op solvabiliteit vertrouwen op de desbetreffende lidstaat. Een aanvraag hiertoe wordt bij alle betrokken lidstaten ingediend. De verzekeringsonderneming moet dan uitleggen waarom ervoor is gekozen de desbetreffende lidstaat toezicht te laten houden op zijn solvabiliteit. Alleen als alle lidstaten toestemmen, kan van deze mogelijkheid gebruik worden gemaakt. Ik zou dit een *passport light* willen noemen.

4.3.7. Verzekeringsdistributie en verzekeringstussenpersonen

Naast de verzekeringsonderneming is ook de distributeur van verzekeringen gereguleerd. Het doel van het toezicht is om de klant te beschermen.⁶⁶⁶ Het gaat dus om gedragtoezicht.

De distributeur kan een van de verzekeringsonderneming onafhankelijke partij zijn die bemiddelt in of adviseert over een verzekering. In dat geval wordt distributeur aangeduid als verzekeringstussenpersoon. Het begrip bemiddelen is breed, maar in essentie gaat het om een ieder die

⁶⁶¹ Zie bijv. Conclusie AG Bot 9 november 2016, C-559/15 (*Onix Assicurari SA/IVASS*), rov. 75-81, waar de AG tot de conclusie komt dat de verzekeringsonderneming Onix misbruik maakt van het paspoort. De Italiaanse bestuurder van Onix was in Italië herhaaldelijk veroordeeld voor fraude. In Italië kon deze bestuurder daarom geen verzekeringsonderneming meer leiden. De bestuurder had nu echter een verzekeringsonderneming opgezet in Roemenië en bediende vanaf hier zijn merendeels (>75%) Italiaanse cliëntèle.

⁶⁶² Solvency II, art. 28.

⁶⁶³ Solvency II, art. 162. Zie uitvoerig de Guidelines on the supervision of branches on third-country insurance undertakings, EIOPA-BoS-15/110.

⁶⁶⁴ Solvency II, art. 167.

⁶⁶⁵ Solvency II, art. 167.

⁶⁶⁶ IDD, preambule 6 en 10.

de klant helpt bij het afsluiten van een verzekering.⁶⁶⁷ Deze bemiddelaar kan alleen voor de klant werken, maar kan ook eventueel gelijktijdig de verzekeraar vertegenwoordigen. De IDD (Insurance Distribution Directive) verplicht verzekeringstussenpersonen een vergunning aan te vragen en reguleert hoe deze verzekeringstussenpersonen grensoverschrijdend actief kunnen zijn.

Echter de verzekeringsonderneming kan ook zelf zijn producten rechtstreeks aan de man brengen zonder tussenkomst van een derde partij. Bij deze zelfdistributie kwalificeert de verzekeringsonderneming zelf als distributeur, maar niet als verzekeringstussenpersoon.⁶⁶⁸ Dan zijn net als bij verzekeringstussenpersonen de gedragsrechtelijke normen van de IDD op de verzekeringsonderneming zelf van toepassing. De paspoort regelingen wijken echter af, omdat de verzekeringsonderneming op grond van Solvency II reeds een paspoort heeft, dat de verzekeringsonderneming toestaat zijn producten te verkopen. Voor zover relevant licht ik dit onderscheid hierna toe.

4.3.7.1. Statutaire zetel of woonplaats als uitgangspunt

Anders dan alle hiervoor beschreven regelgeving kent de IDD geen koppeling tussen het hoofdkantoor van de onderneming en de home-state.

Als de verzekeringstussenpersoon geen rechtspersoon is, dan is de home-state de woonplaats van de natuurlijke persoon.⁶⁶⁹ Omdat verzekeringstussenpersonen soms kleine ondernemingen zijn die niet door middel van een rechtspersoon worden gedreven, is dit niet onbelangrijk.

Als de verzekeringstussenpersoon als rechtspersoon wordt gedreven, dan is de home-state de plaats van de statutaire zetel of in geval het nationale recht geen statutaire zetel kent de plek van het hoofdkantoor. De IDD kent anders dan bijv. beleggingsondernemingen, kredietinstellingen of verzekeringsondernemingen geen verplichting het hoofdkantoor in de home-state te vestigen. Dit maakt het dus mogelijk het hoofdkantoor buiten de home-state te vestigen. De IDD staat dit toe.

Anderzijds heeft de IDD twee mechanismen om uitwassen te voorkomen. De home-state kan namelijk met de host-state waar de hoofdvestiging is gelegen overeenkomen dat deze de toezichtsverantwoordelijkheid voor de verzekeringstussenpersoon volledig overneemt.⁶⁷⁰ De hoofdvestiging, in het Engels *primary place of business*, is de plaats van waaruit de hoofdactiviteit wordt beheerd.⁶⁷¹ De tweede optie, die ik hierna bespreek in 4.3.7.2, is dat de host-state weigert het toezicht door de home-state te erkennen.

4.3.7.2. De markt waarop de verzekeringstussenpersoon actief is

Zoals hiervoor besproken kent de meeste sectorale regelgeving voor financiële ondernemingen een relatief krachtloze antimisbruik bepaling. De IDD kent een veel krachtiger bepaling. Ik citeer:⁶⁷²

“Deze richtlijn doet niets af aan de bevoegdheid van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst om passende maatregelen te treffen om te voorkomen dat een verzekeringsdistributeur die in het kader van het vrije verkeer van diensten of, in voorkomend geval, de vrijheid van vestiging gevestigd is in een andere lidstaat, werkzaamheden uitoefent op haar grondgebied, indien de relevante werkzaamheden volledig of hoofdzakelijk gericht

⁶⁶⁷ Zie IDD, art. 2 lid 1 sub 1 en 3 en preambule 12 en 13.

⁶⁶⁸ IDD, art. 2 lid 1 sub 8.

⁶⁶⁹ IDD, art. 2 lid 1 sub 10.

⁶⁷⁰ IDD, art. 7.

⁶⁷¹ IDD, art. 2 lid 1 sub 14.

⁶⁷² IDD, art. 9 lid 2. Zie ook preambule 27

zijn op het grondgebied van de lidstaat van ontvangst met als enig doel om niet te hoeven voldoen aan de regels die van toepassing zouden zijn als die verzekeringsdistributeur zijn verblijfplaats of statutaire zetel in die lidstaat van ontvangst zou hebben, en bovendien, indien zijn werkzaamheden het goede functioneren van de verzekerings- en herverzekeringmarkten in de lidstaat van ontvangst ernstig in gevaar brengen met betrekking tot de bescherming van de consument. In dat geval kan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst, na de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst daarvan op de hoogte te hebben gebracht, met betrekking tot die verzekeringsdistributeur alle passende maatregelen nemen die nodig zijn om de rechten van de consument in de lidstaat van ontvangst te beschermen. De betrokken bevoegde autoriteiten kunnen de zaak doorverwijzen naar de EIOPA en haar om assistentie verzoeken overeenkomstig artikel 19 van Verordening (EU) nr. 1094/2010, en in dat geval mag de EIOPA optreden overeenkomstig de bevoegdheden die haar krachtens dat artikel zijn verleend indien er geen overeenstemming wordt bereikt tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van ontvangst en de lidstaat van herkomst.”

Er zijn drie grote verschillen tussen de IDD en de andere sectorale regelgeving die deze bepaling in de IDD veel krachtiger maken. Ten eerste is bij de IDD duidelijker wat wordt verstaan onder misbruik. Het gaat bij de IDD om werkzaamheden die voornamelijk zijn gericht op het grondgebied van een andere lidstaat. Omdat de IDD louter beoogt de cliënt te beschermen, is duidelijk dat het erom gaat dat hetzij de cliënt woont op het grondgebied van de andere lidstaat, hetzij het risico hier is gelegen. Het eenduidige toezichtsdoel maakt dus dat gemakkelijker is vast te stellen wanneer sprake is van misbruik. Ten tweede is de hierboven vermelde antimisbruik bepaling opgenomen in de tekst van richtlijn zelf, niet slechts in de preambules. Ten derde is het niet de home-state die beoordeelt of van misbruik sprake is, maar de host-state. De host-state zal hier meer belang bij hebben. De host-state zal het zich immers meer aantrekken als deze de cliënten in de host-state onvoldoende kan beschermen, dan de home-state.

Voor de goede orde merk ik op dat deze antimisbruik bepaling van toepassing is op de verzekeringsdistributeur.⁶⁷³ Dit is dus ook de verzekeringsonderneming die zelf distribueert. Naar mijn oordeel kan dit tot een complexe samenloop leiden met de antimisbruik bepaling onder Solvency II. Wat dient immers te gebeuren indien de home-state onder Solvency II oordeelt, dat geen sprake is van misbruik van het paspoort, terwijl de host-state onder de IDD oordeelt dat wel sprake is van misbruik? Hoewel moeizaam, is deze situatie mogelijk. Het kan immers zo zijn dat een verzekeringsonderneming zich een bepaalde lidstaat vestigt, terwijl deze in een andere lidstaat de markt wil bewerken, vanwege het soepele gedragtoezicht onder de IDD, terwijl het prudentiële toezicht onder Solvency II in beide lidstaten even zwaar is. Met andere woorden: het opzet ziet op het ontwijken van IDD maar niet van Solvency II.

4.3.7.3. Verzekeringstussenpersonen van buiten de Europese Unie

De IDD kent geen specifieke bepalingen voor verzekeringstussenpersonen van buiten de Europese Unie. Naar mijn oordeel dient echter net als bij beleggingsondernemingen als uitgangspunt te gelden dat er geen verzekeringstussenpersonen binnen de Europese Unie gevestigd mogen zijn die niet voldoen aan de IDD. Dat deze vestiging geen aparte rechtspersoon is, maar onderdeel uitmaakt van buiten de Europese Unie gevestigde rechtspersoon doet hieraan niet af. Een verzekeringstussenpersoon van buiten de Europese Unie met bijkantoor in de Europese Unie zal dus gewoon een vergunning moeten aanvragen. De IDD gaat wel in op de verzekeringsdistributeur die vanuit een derde land

⁶⁷³ De relevante preambule 27 spreekt alleen over de verzekeringstussenpersoon, maar art. 9 lid 2 ook over de distributeur.

zonder bijkantoor diensten verricht in een lidstaat. Het staat lidstaten vrij dit toe te staan, mits deze onderneming niet gunstiger wordt behandeld dan in de Europese Unie gevestigde ondernemingen.⁶⁷⁴

4.3.8. Central Counter Parties

De EMIR Verordening voorziet in de regulering van CCPs. De CCP wordt gedefinieerd als “een rechtspersoon die zichzelf plaatst tussen de tegenpartijen bij contracten die op één of meer financiële markten worden verhandeld en daarbij de koper wordt voor elke verkoper en de verkoper voor elke koper”.⁶⁷⁵

Een voorbeeld ter verduidelijking: Kredietinstelling A sluit een derivaat af met pensioenfonds B waarbij kredietinstelling A zich verplicht gedurende een periode van 5 jaar een vaste rente te betalen aan pensioenfonds B en pensioenfonds B verplicht zich een variabele rente (bijv. 10 jaars Euribor) te betalen aan kredietinstelling A. Dit is dus een renteswap. De CCP wordt hier tussen geplaatst. De CCP neemt dan jegens A de verplichting van B op zich en jegens B de verplichting van A. De CCP moet dan dus een vaste rente betalen aan B en een variabele rente aan A. Het voordeel hiervan is dat A en B geen risico meer lopen op elkaar. Een faillissement van B doet de verplichting van de CCP jegens A niet eindigen. Het nadeel is dat A en B ieder voor zich nu kredietrisico lopen op de CCP.⁶⁷⁶

Dergelijke CCPs zijn systeemrelevante instellingen bij uitstek, omdat zij zich tussen transacties plaatsen van financiële ondernemingen en met deze transacties grote bedragen gemoeid zijn.⁶⁷⁷ Dat CCPs als systeemrelevant worden gezien blijkt onder meer uit het feit dat de Franse CCP LCH.Clearnet SA liquiditeitssteun kreeg van de Franse Centrale Bank om de val van Lehman het hoofd te kunnen bieden.⁶⁷⁸ De doelen van het toezicht op CCPs zijn daarom micro-prudentieel van aard en met name gericht op het beheersen van systeemrisico's.

4.3.8.1. Hoofdkantoor als uitgangspunt

Voor CCPs geldt dat zij daar hun vergunning aanvragen en onder toezicht staan, waar zij zijn gevestigd.⁶⁷⁹ Gevestigd is niet nader gedefinieerd, maar naar mijn oordeel gaat men ervan uit dat de CCP daar gevestigd is waar deze ook zijn hoofdkantoor heeft. Dit blijkt ook duidelijk uit de toelichting van de Commissie, waar de keuze om de lidstaat waar de CCP gevestigd is toezicht te laten houden, wordt gemotiveerd door erop te wijzen dat deze in de beste positie is na te gaan hoe een CCP op dagelijkse basis opereert, regelmatig onderzoek te doen bij de CCP en om eventueel actie te

⁶⁷⁴ IDD, art. 1 lid 6.

⁶⁷⁵ EMIR, art. 2 lid 1.

⁶⁷⁶ Zie nader F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 11), Kluwer, Deventer 2011, p. 9 en J. C. Kress, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access To Central Bank Liquidity, *Harvard Journal on Legislation* 2011, p. 61 e.v. en H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1494-1495.

⁶⁷⁷ Zie bijv de Speech van Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the policy panel during the conference "Mapping and Monitoring the Financial System: Liquidity, Funding, and Plumbing" organised by Office of Financial Research and Financial Stability Oversight Council, Washington D.C., 23 januari 2014. Te raadplegen op http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140123_1.en.html en meer uitvoerig de BIS/IOSCO, *Principles for financial market infrastructures*, april 2012, p. 18 e.v., J. C. Kress, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access To Central Bank Liquidity, *Harvard Journal on Legislation* 2011, p. 49-93 en H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1500 e.v.

⁶⁷⁸ H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1505 die hier opmerkt dat LCH.Clearnet SA steun ontving van de Franse Centrale Bank. Ik maak hieruit op dat de Franse Centrale Bank LCH.Clearnet SA blijkbaar als systeemrelevant beoordeelde.

⁶⁷⁹ EMIR, art. 14 en 17.

ondernemen.⁶⁸⁰ De reden om de lidstaat van vestiging toezicht te laten houden is ook ingegeven door het vermoeden dat de budgettaire verantwoordelijkheid om een CCP die insolvent dreigt te worden te redden bij de deze lidstaat ligt.⁶⁸¹ Echter zoal hierna nader zal worden toegelicht in paragraaf 4.5.8.4, wordt vanwege het systeemrisico van CCPs een grote rol toegekend aan de colleges van toezichthouders en aan ESMA.⁶⁸² Dit systeemrisico was ook een reden voor ECB om zich met het toezicht op CCPs die buiten de Eurozone waren gevestigd te willen bemoeien, maar dit viel niet onder de bevoegdheid van de ECB zo oordeelde het Gerecht van Eerste Aanleg.⁶⁸³

4.3.8.2. CCPs van buiten de Europese Unie

Uitgangspunt is dat er geen CCP zonder vergunning in de Europese Unie actief dient te zijn. CCPs gevestigd in derde landen die niettemin actief zijn binnen de Europese Unie, dat wil zeggen clearingdiensten verlenen aan in de Europese Unie gevestigde handelsplatformen of clearingmembers, dienen hiertoe een erkenning te verkrijgen bij ESMA.⁶⁸⁴ ESMA kan deze erkenning alleen verlenen als de Commissie eerst tot het oordeel is gekomen dat het toezicht in het desbetreffend derde land equivalent is aan dat van de Europese Unie. ESMA raadpleegt voor verlening van de erkenning hierbij alle betrokken lidstaten. Dit zijn dezelfde lidstaten die deel zouden uitmaken van het college, als de CCP in een lidstaat zijn gevestigd (zie nader 4.5.8.4).

4.3.9. Tussenconclusie

Op basis van bovenstaande analyse trek ik de volgende conclusie:

- (i) Een financiële onderneming moet zijn statutaire zetel en zijn hoofdkantoor hebben in zijn home-state. Dit hoofdkantoor dient ook voldoende substance te hebben, waarmee wordt bedoeld dat de leiding van de financiële onderneming zich in het hoofdkantoor bevindt.
- (ii) Behalve bij AIF beheerders en CCPs -waar een bepaling met een dergelijke strekking niet is opgenomen- is het een financiële onderneming verboden door domicilie van het hoofdkantoor en de statutaire zetel zich te onttrekken aan de strengere voorschriften van een andere lidstaat, waar zij het grootste deel van haar werkzaamheden uitoefent of voornemens is uit te oefenen. Deze bepaling zal in de praktijk echter niet heel erg bijten vanwege vier redenen. Ten eerste maakt de regelgeving behalve bij beleggingsondernemingen niet expliciet duidelijk wat wordt verstaan onder 'werkzaamheden'. Uitsluitend bij beleggingsondernemingen en verzekeringsdistributeurs wordt in (concept level 2) regelgeving duidelijk gemaakt dat het gaat om waar de cliënten van de financiële onderneming wonen. Ten tweede gaat het om een anti misbruik bepaling. Dit betekent dat de lidstaat zal moeten aantonen dat de financiële onderneming bewust voor een andere lidstaat koos vanwege het toezicht. Belangrijker echter nog dan de bewijslast, is het feit dat deze toets alleen bij de oorspronkelijke aanvraag van een vergunning geldt. Er is geen enkele regel die eraan in de weg staat dat een financiële onderneming zich over de loop van jaren zo ontwikkelt, dat het merendeel van de klanten

⁶⁸⁰ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and TRs, 15 september 2010, COM (2010) 484 final, 2010/0250 (COD), p. 9 en EMIR, preamble 51. Zie ook EMIR, art. 22 waar duidelijk een link wordt gelegd naar het grondgebied van de lidstaat en art. 35 sub d waarin het CCPs wordt verboden taken uit te besteden, indien dit tot gevolg heeft dat home-state niet meer ter plekke toezicht kan houden.

⁶⁸¹ EMIR, preamble 52.

⁶⁸² Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, 15 september 2010, COM (2010) 484 final, 2010/0250 (COD), p. 9.

⁶⁸³ GvEA 4 maart 2015, T-496/11 (*Location policy ECB for Central Counterparties*). Zie over deze uitspraak uitvoerig H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1494 e.v.

⁶⁸⁴ EMIR, art. 25.

zich buiten de home-state bevinden. Dan was er immers geen plan om de regels van een andere lidstaat te ontwijken en daarmee ook geen misbruik. Ten derde dient op deze regel te worden toegezien door de lidstaat waar de onderneming een vergunning aanvraagt. Als de onderneming zich juist hier vestigt vanwege het prettige toezichtsklimaat, dan ligt het niet voor de hand dat deze lidstaat heel veel moeite zal doen om misbruik van zijn toezichtsklimaat te voorkomen. Ten vierde staat de bepaling behalve bij verzekeringsdistributeurs alleen in de preambule.

- (iii) Hoewel het systeemtoezicht in veel richtlijnen en verordeningen in de preambules wordt aangehaald, speelt de 'locatie' van het systeemrisico geen rol bij de vraag welke lidstaat de home-state is.

4.4. Wie is de host-state?

4.4.1. Inleiding

Waar in de vorige paragraaf werd beantwoord wie de home-state is, staat in deze paragraaf centraal onder welke omstandigheden een lidstaat kwalificeert als host-state.

Een financiële onderneming kan op vier wijzen actief zijn binnen een andere lidstaat.⁶⁸⁵ Deze vier wijzen licht ik hierna toe. Het onderscheid tussen deze vier wijzen van actief zijn is van belang, omdat afhankelijk van de wijze waarop een onderneming actief is, de host-state meer of minder bevoegdheden heeft. Ik behandel de vier wijzen van actief zijn in oplopende mate van bevoegdheden van de host-state. In de praktijk is het overigens mogelijk en komt het ook dikwijls voor, dat een financiële onderneming op verschillende wijze in dezelfde lidstaat actief is, bijvoorbeeld door bepaalde diensten grensoverschrijdend te verrichten uit het hoofdkantoor, maar andere diensten weer vanuit het bijkantoor. Deze financiële onderneming moet dan afhankelijk van de wijze van dienstverrichting aan verschillende notificatievereisten en lokale regels voldoen en staat afhankelijk van de wijze van dienstverrichting in meer of mindere mate onder toezicht van de host-state.⁶⁸⁶

4.4.2. Geen actieve bedrijvigheid in het territorium van de host-state

Er zijn situaties waarin een financiële onderneming slechts beperkt in aanraking komt met het territorium van een andere lidstaat. Ik noem het geval dat een consument zelf naar een andere lidstaat reist om financiële diensten af te nemen, of een professionele belegger die zelf per e-mail om informatie verzoekt over beleggingsinstellingen in een andere lidstaat of een bedrijf dat geld leent van een syndicaat van nationale en internationale kredietinstellingen.

In deze situaties is het niet zonder meer gerechtvaardigd dat de host-state, daarmee wordt dan bedoeld de lidstaat waar de cliënt woont, zich überhaupt op enigerlei wijze met de financiële onderneming gaat bemoeien.⁶⁸⁷ Zelfs indien de bemoeienis van de host-state beperkt zou zijn tot de administratieve verplichting te notificeren, is dit in de praktijk nog steeds beperkend voor het zakenleven.⁶⁸⁸ Deze

⁶⁸⁵ J.H. Dalhuisen, *Liberalisation and Re-Regulation of Cross-Border Financial Services. The Situation in the EU and WTO/GATS*, *European Business Law Review* (1999), p. 161.

⁶⁸⁶ 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. 14.

⁶⁸⁷ J.H. Dalhuisen, *Liberalisation and Re-Regulation of Cross-Border Financial Services. The Situation in the EU and WTO/GATS*, *European Business Law Review* 1999, p. 161 en A. Ath. Gkoutzinas, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 115.

⁶⁸⁸ De tijd en kosten die gepaard gaan met het samenstellen van het notificatiedossier en de toezichthouderkosten die worden gerekend, voor het behandelen van dit dossier, maken het in de praktijk economisch inopportuun om in een lidstaat waar slechts incidenteel zaken worden gedaan, te notificeren. Vlg ook de zaak HvJEU 15 december 1971, 51-51/71 (*International Fruit*) waar de eis van een

gedachte wordt naar mijn oordeel onderschreven door het Hof, dat heeft geoordeeld dat een beperking van de verdragsbepalingen die het vrij verrichten van diensten verzekeren “te minder toelaatbaar is wanneer, zoals in casu, de dienst, anders dan in de in artikel 60, laatste alinea, EEG-Verdrag bedoelde situatie, wordt verricht zonder dat de dienstverrichter zich hoeft te begeven naar het grondgebied van de lidstaat waarin de dienst wordt verricht.”⁶⁸⁹

In de praktijk is er daarom behoefte aan een afbakening van de jurisdictie van lidstaten. De vraag is dan: Welke activiteiten kan een financiële onderneming nog ondernemen, voordat deze geacht wordt in een jurisdictie actief te zijn en daarmee het risico loopt onder enig toezicht van deze jurisdictie te komen?

Twee mogelijke oplossingsrichtingen worden het meest genoemd, namelijk toepassing van de initiative test of de vraag stellen waar de kenmerkende prestatie van een dienst is uitgevoerd. Ik introduceer hieronder beiden. Naar mijn oordeel heeft de initiative test de meeste basis in het Europese recht, maar opgemerkt dient te worden dat op Europees niveau geen eenduidig antwoord is gegeven.

4.4.3. De initiative or original sollicitation test geïntroduceerd

Veel toezichthouders hanteren varianten van de zogenaamde ‘*initiative (or original sollicitation) test*’. Deze test komt in essentie erop neer, dat wordt nagegaan in hoeverre de financiële onderneming ertoe heeft bijgedragen of juist voldoende maatregelen heeft genomen om te voorkomen, dat hij diensten verleende aan cliënten in een andere lidstaat.⁶⁹⁰ Benaderde de cliënt de financiële onderneming en niet andersom, dan hoeft de financiële onderneming niet te notificeren en zijn evenmin de regels van algemeen belang van toepassing. Heeft echter de financiële onderneming de cliënt benaderd, dan wordt de financiële onderneming geacht actief te zijn in de lidstaat van de cliënt.

De Nederlandse AFM bijvoorbeeld hanteert bij de vraag of een beleggingsinstelling in Nederland wordt aangeboden een lijst met aanknopingspunten.⁶⁹¹ Relevante aanknopingspunten zijn onder meer (i) het gebruik van het Nederlands als voertaal bij de activiteiten (ii) informatievervalsing over het Nederlandse fiscale regime (iii) hyperlinks op het internet waarmee de financiële onderneming de deelnemer in Nederland naar een website leidt waarop zij rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aanbiedt (iv) het niet opnemen van een lijst van landen waarop de activiteiten uitdrukkelijk zijn gericht, of de gebrekkige handhaving daarvan. Ook als een buitenlandse partij Nederlandse partijen inschakelt en ervoor betaalt om Nederlandse cliënten te benaderen, dan leidt dit snel tot de conclusie dat deze partij in Nederland actief is.⁶⁹²

De initiative test kent twee complicaties die noodzaken deze nader te beschouwen. Ten eerste, heeft de Commissie de initiative test in 1997 met betrekking tot bancaire diensten afgewezen en gekozen voor de leer van de kenmerkende prestatie, waarover hierna meer.⁶⁹³ Ten tweede, kent de initiative test geen

vergunning om te mogen importeren, zelfs als deze in de praktijk altijd wordt verleend, reeds als een verboden belemmering werd gezien.

⁶⁸⁹ HvJEU 25 juli 1991, C-76/90 (*Säger*), rov. 13.

⁶⁹⁰ Zie uitvoerig over deze initiative test buiten de Europese context A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 64-67 en 232-237.

⁶⁹¹ AFM Beleidsregel Actief zijn in Nederland 2013, *Staatscourant* 2013 nr. 29981, 28 oktober 2013.

⁶⁹² Zie m.b.t. beleggingsdienstverlening Rb. Rotterdam 24 april 2007, *JOR* 2007/149 m.nt. Grundmann-van de Krol en de Jong en Hof Amsterdam 14 januari 1999, *JOR* 1999/35, m.nt. Grundmann-van de Krol. Zie m.b.t. kredietdienstverlening Rb. Rotterdam 20 februari 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:1706. In zelfde zin W. de Jong, Lang leve het internet!, *Effectenverkeer via internet, Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief* (Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 66), Kluwer, Deventer 2001, p. 84.

⁶⁹³ 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.

uniforme toepassing in de verschillende lidstaten. Omdat de initiative test niet inhoudelijk is toegelicht in enig Europees document, geeft elke lidstaat zijn eigen invulling aan deze test.

4.4.3.1. De kenmerkende prestatie van de dienst; de Commissie mededeling van 1997

Het alternatief voor de initiative test is de leer van de kenmerkende prestatie. Deze leer vindt zijn oorsprong in de Interpretatieve mededeling van de Commissie in het kader van de verplichting van kredietinstellingen om bij grensoverschrijdende dienstverrichting (zonder bijkantoor) te notificeren.⁶⁹⁴ De bankenrichtlijn schreef (en schrijft) namelijk voor dat als een kredietinstelling diensten wil verrichten “op het grondgebied van een andere lidstaat”, deze een notificatie moet doen. Hiervoor is dus noodzakelijk om vast te stellen wanneer een kredietinstelling in een lidstaat actief is.

De Commissie geeft weliswaar aan dat in de interpretatieve mededeling alleen de vraag wordt beantwoord of moet worden genotificeerd en dat dit geen gevolgen heeft voor “het recht of belastingsysteem” dat moet worden toegepast, maar het ligt niet voor de hand dat de Commissie met deze opmerking ook het toezichtsrecht uitsloot van de reikwijdte van de mededeling.⁶⁹⁵ De notificatie aan de host-state dient juist mede ertoe om de host-state in staat te stellen enig toezicht te houden.⁶⁹⁶ Als de financiële onderneming geacht wordt werkzaam te zijn in een lidstaat en dus moet notificeren, dan volgt hieruit automatisch dat (een weliswaar beperkt deel van) het Europese toezichtsrecht van de host-state wordt toegepast.⁶⁹⁷ Overigens ligt voor de hand dat dezelfde regels bepalend zijn voor de vraag of de regels van algemeen belang van de host-state van toepassing zijn. Een andere interpretatie zou dit tot de vreemde conclusie leiden dat een financiële onderneming enerzijds niet geacht wordt op het grondgebied van een andere lidstaat werkzaam te zijn, maar zich voor bepaalde diensten wel aan de regels van algemeen belang van deze lidstaat moet houden of andersom dat een financiële onderneming wel geacht wordt op het grondgebied werkzaam te zijn, maar zich niet aan de regels van algemeen belang moet houden.⁶⁹⁸

Dan nu de inhoud van de interpretatieve mededeling. De Commissie geeft ten eerste aan, dat de vraag waar een dienst verleend wordt bij bancaire diensten (anders dan veel andere diensten of goederen) moeilijk is te beantwoorden en dat het destijds (in 1997) in opkomst zijnde thuisbankieren beantwoording van deze vraag nog moeilijker zou maken. De Commissie heeft hierop een aantal mogelijkheden onderzocht om de dienst te lokaliseren (initiatiefnemer, woonplaats van de cliënt, plaats van vestiging van de dienstverrichter, plaats waar de stukken worden ondertekend, enz.) en was van mening dat geen daarvan op bevredigende wijze op alle bancaire werkzaamheden leek te kunnen worden toegepast. De Commissie geeft aan daarom te kiezen voor een eenvoudige en flexibele lezing van de notificatieverplichting, namelijk de leer van de "kenmerkende prestatie". Dat wil zeggen dat

⁶⁹⁴ 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. Zie nader A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 245 en N. Tornberg, *The Commission's Communications of the General Good - magna carta or law-making?*, *European Business Law Review* 1999, p. 28 e.v.

⁶⁹⁵ De Commissie specificceert niet of het hier gaat om privaat- of publiekrecht.

⁶⁹⁶ Moloney daarentegen stelt zich op het standpunt dat de notificatieverplichting vooral erop gericht is de home-state in staat te stellen toezicht te houden. Moloney baseert zich hierbij op het feit dat de host-state geen rol heeft bij het notificatie proces een notificatie ook niet kan weigeren. Zie nader N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 437-438. Hoewel dit juist is, neemt dit m.i. niet weg dat de notificatieprocedure mede als doel heeft de host-state te informeren over welke voor hem relevante activiteiten zich in zijn jurisdictie afspelen. Zo mag de financiële onderneming pas aanvangen met de werkzaamheden als de notificatie is doorgestuurd. Zie CESR, *The passport under MiFID, Recommendation for the implementation of the Directive 2004/39/EC*, mei 2007, CESR/07-337b, p. 5.

⁶⁹⁷ Zie in zelfde zin A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 245. Gkoutzinis meent overigens dat het ook mogelijk is dat lokale regels van toepassing zijn, als niet hoeft te worden genotificeerd.

⁶⁹⁸ In zelfde zin J. Welch, *The sophisticated investor and the ISD*, in G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch (red.), *Capital markets in the age of the euro: cross-border transactions, listed companies and regulation*, Kluwer Law International, Den Haag 2002, p. 104.

een dienst plaatsvindt op het grondgebied waar de prestatie die het wezen van de dienst vormt en waarvoor betaling is verschuldigd, wordt verricht.

Vervolgens past de Commissie deze test toe op bancaire diensten. Ik citeer een aantal conclusies van de Commissie:⁶⁹⁹

- Het feit dat een kredietinstelling een clientèle van niet-ingezetenen heeft, betekent niet dat zij de werkzaamheden in kwestie noodzakelijk op het grondgebied van de lidstaten uitoefent waar deze cliënten hun woonplaats hebben.
- Derhalve geeft het zich tijdelijk naar het grondgebied van een andere lidstaat begeven om daar een aan de essentiële werkzaamheid voorafgaande werkzaamheid (bijvoorbeeld het voorafgaand aan de kredietverlening taxeren van een goed) of een daaropvolgende werkzaamheid (incidentele werkzaamheden) uit te oefenen, naar de mening van de Commissie op zich geen aanleiding tot voorafgaande kennisgeving. Hetzelfde geldt voor bezoeken die een kredietinstelling bij haar clientèle kan afleggen, indien deze bezoeken niet gepaard gaan met de kenmerkende dienstverrichting, die het voorwerp van de contractuele relatie vormt. Indien de instelling echter voornemens is de kenmerkende prestatie van een bankdienst te verrichten door daartoe een personeelslid of een gemachtigd tussenpersoon tijdelijk naar het grondgebied van een andere lidstaat te zenden, zou dat voorafgaande kennisgeving behoeven.
- Omgekeerd zou geen voorafgaande kennisgeving behoeven te worden gedaan als de dienst wordt verricht voor een begunstigde die zich persoonlijk naar de lidstaat heeft begeven waar de kredietinstelling is gevestigd. De Commissie is namelijk van mening dat de dienst door de kredietinstelling dan niet op het grondgebied van een andere lidstaat in de zin van artikel 20 van de Tweede Bankrichtlijn wordt verricht.⁷⁰⁰
- Naar de mening van de Commissie is tenslotte voor het verrichten van bankdiensten op afstand, bijvoorbeeld via internet, geen voorafgaande kennisgeving nodig, voor zover de dienstverrichter niet kan worden geacht zijn werkzaamheden op het grondgebied van de cliënt uit te oefenen.

De Commissie geeft verder aan het niet gewenst te vinden het voorafgaand bestaan van reclame of van een aanbieding te koppelen aan de noodzaak aan de notificatieprocedure te voldoen.⁷⁰¹ De reden hiervoor is volgens de Commissie dat niet het voorafgaand aanbieden van een dienst aan een niet-ingezetene hoeft te worden aangemeld, doch het voornemen op het grondgebied van een andere lidstaat een werkzaamheid uit te oefenen.

De kenmerkende prestatie test in de interpretatieve mededeling van de Commissie leidt meestal minder snel tot de conclusie, dat sprake is van dienstverrichting op het grondgebied van een andere lidstaat, dan de initiative test. Zolang de financiële onderneming maar ervoor zorgt dat de kenmerkende prestatie wordt verricht in de home-state, mag deze actief marketen in de host-state. Anderzijds kan de kenmerkende prestatie test ook eerder tot het aannemen van jurisdictie leiden. Dat is het geval als een dienst weliswaar op verzoek van de cliënt, maar wel bij hem thuis wordt geleverd.

⁶⁹⁹ 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. 8.

⁷⁰⁰ Vreemd is m.i. dat de Commissie in dezelfde mededeling op p. 10 opmerkt tav. van dienstverrichting dat geen sprake is van een omzeiling als een kredietinstelling frequent wordt aangezocht door consumenten uit een andere lidstaat (hiermee wordt dan bedoeld dat de kredietinstelling gebruik zou maken van het lichtere regime van de dienstverrichting, i.p.v. het regime van vestiging/bijkantoor). Ik zou immers menen dat ook volgens de Commissie überhaupt geen dienst wordt verricht in de host-state.

⁷⁰¹ 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. 7. In zelfde zin Interpretatieve mededeling van de Commissie, Vrij verrichten van diensten en algemeen belang in het verzekeringsbedrijf, 16 februari 2000, 2000/C 43/03, p. 9.

Omdat de Commissie deze interpretatieve mededeling nooit heeft ingetrokken en ook het Hof zich nog nooit over deze kwestie heeft moeten uitspreken, kan deze in het kader van dit onderzoek niet worden genegeerd. Anderzijds leken (en lijken) de lidstaten zich in de praktijk weinig van deze interpretatieve mededeling aan te trekken.⁷⁰² Zo heeft de Franse toezichthouder de positie van de Europese Commissie verworpen.⁷⁰³ Frankrijk past een test gelijk aan de initiative test toe. Engeland en Duitsland geven aan de positie van de Europese Commissie voor bancaire diensten te onderschrijven, maar geven ook aan dat hun banken er verstandig aan doen in andere landen de lokale positie te controleren.⁷⁰⁴ Overigens zoals ik hierna zal toelichten passen ook Engeland en Duitsland bij andere diensten dan bancaire diensten de initiative test toe.

4.4.3.2. De initiative test nader onderzocht

Niettegenstaande de interpretatieve mededeling van de Commissie, wordt in de praktijk door veel lidstaten de ruimere initiative test toegepast om te beoordelen of een financiële onderneming in een lidstaat actief is en hier moet notificeren.⁷⁰⁵ Ook de Nederlandse AFM past de initiative test toe.⁷⁰⁶

Hiervoor is inmiddels ook steun te vinden in de Europese regelgeving. Ik licht dit toe.

MiFID

Reeds onder MiFID I speelde de vraag waar de dienst wordt verricht.⁷⁰⁷ MiFID I zegt hier niets over. MiFID II echter geeft wel aanwijzingen. Ik citeer:⁷⁰⁸

“Het bepaalde in deze richtlijn tot regulering van het verlenen van beleggingsdiensten of het verrichten van beleggingsactiviteiten in de Unie door ondernemingen van derde landen dient de mogelijkheid onverlet te laten dat in de Unie gevestigde personen uitsluitend op eigen initiatief beleggingsdiensten van een onderneming van een derde land ontvangen. Indien een onderneming van een derde land uitsluitend op eigen initiatief van een in de Unie gevestigde persoon diensten verleent, dienen de diensten in kwestie niet te worden aangemerkt als

⁷⁰² J. Welch, The sophisticated investor and the ISD, in G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch (red.), *Capital markets in the age of the euro: cross-border transactions, listed companies and regulation*, Kluwer Law International, Den Haag 2002, p. 105 en Mededeling van de Commissie, de toepassing van gedragsregels overeenkomstig art. 11 van de richtlijn beleggingsdiensten (richtlijn 93/22/EEG), 14 november 2000, COM (2000) 722 definitief, p. 10 en 11 en W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 270. Wel verwijst EBA naar de Commissie interpretatieve mededeling in EBA, Discussion Paper Draft requirements on passport notifications for credit intermediaries under the Mortgage Credit Directive, 11 december 2014, EBA/DP/2014/03, p. 6.

⁷⁰³ A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 246-248.

⁷⁰⁴ A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 248.

⁷⁰⁵ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 439, Zie tevens IOSCO, Report on Securities Activity on the Internet II, juni 2001, p. 5, 66 en 103. Zo heeft de Tsjechische toezichthouder een interpretatie uitgebracht waaruit blijkt dat deze de facto de initiative test hanteert naast de kenmerkende prestatie test. Zie Interpretation of what constitutes providing financial services in the Czech Republic, 6 november 2013, geraadpleegd op https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/faq/providing_financial_services_in_czech_republic.pdf.

⁷⁰⁶ Zie onder meer J. Elsenburg, De initiative test; Welcome! Herzlich Willkommen! Bienvenue! in: F.G.B. Graaf, R.H. Maatman en L.J. Silverentand (red.), *Lustrumbundel 2012 Vereniging voor Effectenrecht* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 113), Kluwer, Deventer 2012, p. 215-227, E.F. Feitsma, L.A.G. Moelker en V.N.G. Van Leeuwen, Regelgeving voor internet op financiële markten in: *Effectenverkeer via internet, Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief* (Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 66), Kluwer, Deventer 2001, p. 9-11, W. de Jong, Lang leve het internet!, *Effectenverkeer via internet, Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief* (Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 66), Kluwer, Deventer 2001, p. 76-84, B.M. van Beek, Plaatsbepaling bij financiële dienstverlening, *Effectenrecht* 2000, p. 117-123, Rb. Rotterdam 24 april 2007, *JOR* 2007/149 m.nt. Grundmann-van de Krol en de Jong, Hof Amsterdam 14 januari 1999, *JOR* 1999/35, m.nt. Grundmann-van de Krol en Rb. Rotterdam 11 juli 2016, ECLI:NL:RBROT:2016:6829, rov. 5.4.

⁷⁰⁷ K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 266.

⁷⁰⁸ MiFID II, preamble 111 en art. 42 en MiFIR, art. 46 lid 5 en preamble 43. Zie tevens J. Scott, The New EU “Extraterritoriality”, *CML Rev.* 2014, p. 1348 die hier helaas in de noot naar onjuiste artikel nummers verwijst, maar het wel inhoudelijk bij het rechte eind heeft.

diensten die op het grondgebied van de Unie worden verleend. Indien een onderneming van een derde land diensten aan cliënten of potentiële cliënten in de Unie aanbiedt, dan wel beleggingsdiensten of -activiteiten samen met nevendiensten in de Unie promoot of daarvoor reclame maakt, dan dienen deze diensten niet te worden aangemerkt als diensten die uitsluitend op eigen initiatief van de cliënt worden verleend.”

Deze preambule spreekt weliswaar over de beleggingsdiensten die worden verleend vanuit derde landen, maar het is aannemelijk dat dit principe ook geldt ook voor beleggingsdiensten die worden verleend tussen lidstaten onderling.

De Engelse toezichthouder geeft aan de kenmerkende prestatie test te onderschrijven, maar geeft ook aan dat andere toezichthouders anders hierover kunnen denken.⁷⁰⁹ De Nederlandse AFM heeft nadrukkelijk ervoor gekozen de initiatieve test toe te passen bij de MiFID.⁷¹⁰

Kredietinstellingen

Ook bij het toezicht op kredietinstellingen lijkt de initiatieve test ingang te hebben gevonden in de praktijk van toezichthouders.⁷¹¹

Illustratief is de beoordeling van de Rechtbank Rotterdam of de Marokkaanse Banque Centrale Populaire SA in Nederland activiteiten verricht.⁷¹²

Banque Centrale stelde zich op het standpunt dat zij in Nederland zelf geen bancaire activiteiten verrichtte, maar slechts behulpzaam was aan de in Nederland woonachtige cliënten bij het verrichten van transacties in Marokko door formulieren in te vullen en rekeninghouders te identificeren. De kantoren in Nederland hielden echter geen bankrekeningen aan waarop cliënten gelden konden storten of overmaken, zij gaven geen cheques of betaalpassen uit en verrichtten geen effectentransacties. Alle rechtshandelingen, zoals het openen van rekeningen en het uitgeven van betaalpassen werden verricht in Marokko.

DNB stelde zich op het standpunt, dat ook het vervullen van een ‘frontoffice’ functie door de vestigingen in Nederland strijdig was met de Nederlandse implementatie van het Europese verbod opvorderbare gelden aan te trekken. Achterliggende gedachte was hierbij volgens DNB dat die bepaling het verbod bevatte om zich als niet onder Europees toezicht staande kredietinstelling te richten tot het publiek in Nederland door middel van een bijkantoor in Nederland.

De Rechtbank Rotterdam was het met DNB eens. Volgens rechtbank Rotterdam valt ook het via kantoren in Nederland informeren en het behulpzaam zijn van het publiek bij het aangaan en voortzetten van relaties met een kredietinstelling, welke relaties zijn gericht op het bedrijfsmatig ter beschikking verkrijgen van, al dan niet op termijn, opvorderbare gelden en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen of beleggingen door die instelling, onder het verbod opvorderbare gelden aan te trekken. Het in dit verband uitvoeren van identificatie ten behoeve van de afgifte van bankpasjes viel naar het oordeel van de Rechtbank Rotterdam tevens binnen het samenstel

⁷⁰⁹ PCA Handbook SUP App 3.6.8 <https://fshandbook.info/FS/html/PRA/SUP/App/3/6>.

⁷¹⁰ AFM informatiedocument Markets in Financial Instruments Directive, In 82 vragen door de MiFID, p. 21 en 69. R.J. Botter, Effectenrecht in internationale situaties - revisited, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 586. Zie tevens paragraaf 5.6.2 over de toepassing van de initiatieve test op handelsplatformen.

⁷¹¹ Ik verwijs naar het zeer heldere overzicht van de advocatenkantoor Bonellierede, Bredin Prat, De Brauw, Hengeler Mueller, Slaughter And May en Uría Menéndez, Third-Country Rules for Credit Institutions and Investment Firms, van juni 2016. Geraadpleegd op 25 juli 2016 op http://www.hengeler.com/fileadmin/medien/broschueren/BREXIT_-_Third_Country_Rules.pdf.

⁷¹² Rb. Rotterdam 8 augustus 2005, LJN: AU0663, rov. 2.4.2.

van activiteiten die zien op het aangaan en voortzetten van die relaties. Aldus functioneerde de Nederlandse kantoren van Banque Centrale als bijkantoor in Nederland.

Hier paste Rechtbank Rotterdam dus niet de leer van de kenmerkende prestatie toe. In Nederland werden immers geen bankhandelingen verricht, maar alleen voorbereidingshandelingen. Volgens de Commissie mededeling zou Banque Centrale niet in Nederland actief zijn. Rechtbank Rotterdam oordeelde met DNB echter geen anders. In essentie kwam het erop neer dat Banque Centrale actief de Nederlandse markt benaderde.

UCITS Richtlijn

Interessant is dat ook de eerst UCITS Richtlijn reeds in 1985 zich rekenschap gaf van de mogelijkheid dat de cliënt het initiatief zou nemen. Ik citeer:⁷¹³

“Deze richtlijn is niet van toepassing op (..)

icbe's die kapitaal aantrekken zonder de verkoop van hun rechten van deelneming bij het publiek in de Gemeenschap of in enig deel ervan te bevorderen,

icbe's waarvan de rechten van deelneming krachtens het fondsreglement dan wel de statuten van de beleggingsmaatschappij alleen aan het publiek van derde landen mogen worden verkocht,”

AIFM Richtlijn

De AIFM Richtlijn verbiedt het beleggingsinstellingen te beheren in de Europese Unie zonder vergunning, zelfs indien deze alleen aan inwoners van derde landen worden verkocht.⁷¹⁴ Daarnaast verbiedt de AIFM Richtlijn het deelnemingsrechten in AIFs te verhandelen.⁷¹⁵

Verhandelen (in het Engels ‘marketing’) is echter gedefinieerd als “een rechtstreekse of middellijke aanbieding of plaatsing, op initiatief van of namens de abi-beheerder, van rechten van deelneming of aandelen in een door hem beheerde abi, aan of bij beleggers die in de Europese Unie woonachtig zijn of een statutaire zetel hebben.”⁷¹⁶ In deze definitie en daarmee in de verbodsbepaling is dus ingebakken, dat als de AIF beheerder niet het initiatief nam tot verkoop, de verbodsbepaling van de AIFM Richtlijn niet wordt overtreden. Ter verduidelijking hiervan is in de preambules opgenomen dat geen sprake is van verhandeling, indien een professionele in de Europese Unie gevestigde belegger op eigen initiatief in een AIF belegt.⁷¹⁷

“Deze richtlijn mag geen invloed hebben op de huidige situatie, waarbij een professionele, in de Unie gevestigde belegger op eigen initiatief in een abi kan beleggen, ongeacht de vestigingsplaats van de abi-beheerder en/of de abi.”

De Nederlandse AFM heeft dit uitgewerkt in de eerder aangehaalde Beleidsregel actief zijn in Nederland.⁷¹⁸ Echter ook andere lidstaten kennen vergelijkbare regelingen.⁷¹⁹

⁷¹³ UCITS I, art. 2 en UCITS IV, art. 3

⁷¹⁴ Zie voor de vergunningsplicht AIFM Richtlijn, art. 6. In AIFM Richtlijn, art. 2 lid 1 sub a wordt het toepassingsgebied van de AIFM Richtlijn uitgestrekt tot alle EU AIFMs, ongeacht of deze EU AIFs of non-EU AIFs beheren.

⁷¹⁵ AIFM Richtlijn, art. 37 en A. Duncan, E. Curtin en M. Crosignani, Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers, *Capital Markets Law Journal* 2011, p. 333.

⁷¹⁶ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub x.

⁷¹⁷ AIFM Richtlijn, preambule 70. In zelfde zin E. Wymeersch, The European Alternative Investment Management Directive, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 445 noot 58.

⁷¹⁸ AFM Beleidsregel Actief zijn in Nederland 2013, *Staatscourant* 2013 nr. 29981, 28 oktober 2013.

Prospectusrichtlijn

De Prospectusrichtlijn zal ik behandelen in paragraaf 5.2. De Prospectusrichtlijn kent echter dezelfde problematiek waarbij onderscheid moet worden gemaakt tussen actieve marketing en passieve verkoop. Ook hier wordt de initiative test toegepast.

Solvency

Ook voorgangers van Solvency kennen aanknopingspunten van de initiative test. Zo luidt een preambule van één van deze voorgangers:⁷²⁰

“Overwegende dat aan de verzekeringnemers die, omdat zij het initiatief nemen een verbintenis aan te gaan in een ander land en zich derhalve onder de bescherming stellen van het rechtsstelsel van dit andere land, geen bijzondere bescherming nodig hebben in de Lid-Staat van de verbintenis, totale vrijheid moet worden verleend om een beroep te doen op een zo ruim mogelijke markt van het levensverzekeringsbedrijf en de in de Eerste Richtlijn bedoelde verrichtingen; dat voorts een adequate bescherming moet worden gegarandeerd voor de andere verzekeringnemers.”

Verzekeringstussenpersonen

Ook bij de regulering van verzekeringstussenpersonen is verwezen naar de initiative test. Zo heeft CEIOPS overwogen.⁷²¹

“If the IIM did not notify its intention to operate under FOS in an other MS, an intermediary shall nevertheless be considered as having the intention to write business under FOS with residents of that MS, when it is marketing, providing insurance mediation services or when it is actively seeking business from a client/consumer resident or established in that MS.

Non exhaustive lists of examples:

- *The IIM asks for and organises, on its own initiative meetings with clients established in another country.*
- *Re advertisement: the IIM gives/sends information on specific products, conditions etc to selected groups of clients established in a given country / in specific languages of some EU MS etc. Here the advertisement has an active character, the intention of the intermediary to contact clients in another country is clear.*

⁷¹⁹ De precieze uitwerking in de diverse lidstaten is een dankbaar onderwerp voor advocatenkantoren. Zie bijv. [CMS Brief Guide to Private Placement of Funds](#), Spring 2014, geraadpleegd 7 juli 2014 en [Private Placements, Reverse Solicitation and Retail Distribution Under AIFMD — A Pan-European Survey](#), 22 juni 2013 van onder meer het advocatenkantoor Houthoff Buruma, geraadpleegd 7 juli 2014. Zie voor Duitsland Kapitalanlagegesetzbuch, Absatz 293. Nader toegelicht door de Duitse toezichthouder Bafin op zijn website in Häufige Fragen zum Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen nach dem KAGB. Te krijgen op http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq_kagb_vertrieb_erwerb_130604.html?nn=2821494. Zie ook ESMA's opinion to the European Parliament, Council and Commission and responses to the call for evidence on the functioning of the AIFMD EU passport and of the National Private Placement Regimes, 30 juli 2015, ESMA/2015/1235, p. 16. ESMA concludeert hier dat een uniforme Europese definitie van marketing zou moeten worden aangenomen. Zie ook A. Duncan, E. Curtin en M. Crosignani, Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers, *Capital Markets Law Journal* 2011, p. 345-347.

⁷²⁰ Richtlijn 90/619/EEG.

⁷²¹ CEIOPS, Protocol Relating to the Cooperation of the Competent Authorities of the Member states of the European Union in Particular Concerning the Application of Directive 2002/92/EC of the European Parliament and of the Council of 9 December 2002 on Insurance Mediation, CEIOPS-DOC-02/06 Rev 1 Oct 2008, p. 9.

- *Re electronic distance or distance marketing activities: If the content of the website of the IIM is general and only in the language of the MS of the intermediary, if it is not addressed to a specific group of clients or clients in specific countries, then the IIM cannot be considered as actively seeking for these clients and therefore cannot be considered as having the intention to do FOS in the countries where those clients are established. If the IIM is contacted by those clients it will not be considered as doing FOS in the countries of these clients.*"

De Commissie

Ook de Commissie zelf heeft de logica van initiative test erkend. Zo onderkent de Europese Commissie dat de client zich bij passieve dienstverlening zelf welbewust heeft onttrokken aan de bescherming van zijn nationale recht.⁷²²

Tussenconclusie

Mijn conclusie is derhalve dat de initiative test een significante basis heeft in het Europese recht en door diverse toezichthouders ook in de praktijk wordt toegepast. Dit betekent dus dat een financiële onderneming ook geacht wordt in een lidstaat actief te zijn, als de financiële onderneming zich heeft ingespannen om cliënten te werven in deze lidstaat. Benaderen enkele cliënten zelf de financiële onderneming zonder dat deze zich op de desbetreffende markt richt, wat zeker op de professionele markten regelmatig voorkomt, dan is de financiële onderneming niet actief in deze lidstaat. Anderzijds kan een financiële onderneming die actief cliënten werft in een lidstaat zich naar mijn oordeel niet onttrekken aan de regulatoire sfeer van deze lidstaat, door louter te stellen dat de dienst zelf online buiten deze lidstaat verricht wordt.⁷²³

Overigens speelt deze problematiek niet alleen in het financiële recht, maar bijvoorbeeld ook in het internationale privaatrecht en het recht betreffende gegevensbescherming. In deze rechtsgebieden is gekozen voor een test die de facto overeenkomt met de initiative test. In het Europese internationale privaatrecht is geregeld dat een consument zich alleen op de consumentenbescherming van het land waar hij woont kan beroepen, als de onderneming hem daar actief heeft benaderd.⁷²⁴ De Europese privacyregels zijn wel van toepassing als een partij van buiten de Europese Unie actief de Europese markt benadert, maar niet als de Europese burger zelf een partij opzoekt buiten de Europese Unie.⁷²⁵

Een andere suggestie dan de initiative test en de test van de kenmerkende prestatie is om financiële ondernemingen simpelweg te verbieden cliënten met een postadres buiten hun jurisdictie als cliënt te accepteren. Voor die financiële ondernemingen die een rechtstreekse relatie onderhouden met hun cliënt en daarom sowieso over het adres van de cliënt beschikken, is dit een oplossing. Zo zal een kredietinstelling altijd uit eigen beweging willen weten, waar de cliënt woont. Echter bij het aanbieden van deelnemingsrechten is dit moeilijker, omdat de beheerder van een UCITS beleggingsinstelling zijn

⁷²² 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. 27.

⁷²³ Anders A. Ath. Gkoutzini, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 238 en 251. Gkoutzini gaat naar mijn oordeel uit van een te letterlijke lezing van de destijds geldende Tweede Bankrichtlijn. Gkoutzini stelt zich op het standpunt dat als een dienst niet *letterlijk* op het grondgebied van een andere lidstaat wordt verricht, deze situatie dan in het geheel niet is geregeld in de Tweede Bankrichtlijn en dus buiten het geharmoniseerde gebied valt. Deze situatie moet dan louter worden beoordeeld op basis van het VWEU. Vervolgens meent Gkoutzini dat de host-state dan op basis van het VWEU geen eisen kan stellen aan online dienstverlening. Toegegeven zij dat toen de Tweede Bankrichtlijn werd aangenomen inderdaad niet is nagedacht over de mogelijkheid dat bancaire diensten via internet werden verleend. Anderzijds geloof ik niet dat toepassing van de Tweede Bankrichtlijn (en opvolgers) op internetdiensten is uitgesloten. De Tweede Bankrichtlijn dient m.i. technologie neutraal te worden geïnterpreteerd.

⁷²⁴ Rome I, art. 6 lid 1 en EEX Verordening, art. 15 lid 1 sub c en HvJEU 7 december 2010, C-585/08 en 144/09 (*Hotel Alpenhof*).
⁷²⁵ Verordening (EU) 2016/679 van het Europees Parlement en de Raad van 27 april 2016 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van die gegevens en tot intrekking van Richtlijn 95/46/EG (algemene verordening gegevensbescherming), art. 3 lid 2.

cliënt meestal niet kent. Die cliënt koopt zijn belegging namelijk doorgaans via een beleggingsonderneming en niet rechtsstreeks bij de UCITS beheerder. Omdat deze optie echter weinig wordt genoemd, laat ik die verder rusten.⁷²⁶

Een gedachte waar ik achter sta bij toepassing van de initiatieve test, maar die juridisch geen basis kent, is om een financiële onderneming die landgenoten in andere lidstaten benadert, niet bloot te stellen aan de jurisdictie van deze andere lidstaat. Als bijvoorbeeld een Poolse financiële onderneming zich in het Pools wendt tot in Nederland wonende Polen zie ik weinig toegevoegde waarde in toezicht door de Nederlandse AFM of DNB, tenzij de activiteiten van de Poolse financiële onderneming zouden leiden tot systeemrisico's in Nederland. Een Pool, ook al woont deze in Nederland, mag wat mij betreft welbewust ervoor kiezen voor financiële zaken in de Poolse rechtssfeer te blijven. Hiermee wordt dus in essentie de groep en niet het territorium het aanknopingspunt voor jurisdictie.⁷²⁷

4.4.4. Dienstverrichting

Een officiële definitie van dienstverrichting wordt in de Europese financiële regelgeving niet gegeven, behalve bij dienstverrichting door verzekeringsondernemingen (zie paragraaf 4.4.7 hierna). Ook het VWEU geeft geen officiële definitie.⁷²⁸ Dienstverrichting betreft echter die situaties waarbij duidelijk is dat sprake is van een activiteit in de host-state die verder gaat dan passieve dienstverrichting, maar waarbij geen gebruik wordt gemaakt van een bijkantoor.⁷²⁹ De ondergrens van de dienstverrichting is de passieve dienstverrichting, de bovengrens het hebben van een bijkantoor.

Het begrip dienstverrichting stond al in de Europese richtlijnen opgenomen voordat het internet massaal toegankelijk werd.⁷³⁰ Klassiek werd hiermee bedoeld op een dienstverrichter die tijdelijk fysiek aanwezig was in de host-state. Omdat deze dienstverrichter niet beschikte over een kantoor, was zijn betrokkenheid met de economie van de host-state noodzakelijkerwijs beperkt. Met de opkomst van het internet en callcenters werd het veel eenvoudiger diensten te verrichten in een andere lidstaat zonder bijkantoor. Zoals ik zal toelichten in paragraaf 3.7.3.1 van deel B, leidt dit tot een ontbrekend verschil tussen dienstverrichting met of zonder bijkantoor.⁷³¹

4.4.5. De Richtlijn inzake elektronische handel

De introductie van de Richtlijn inzake elektronische handel in 2000 heeft tot enige verwarring geleid bij de vraag wanneer sprake is van grensoverschrijdende dienstverrichting.⁷³² De Richtlijn inzake elektronische handel betreft diensten die volledig online worden geleverd.⁷³³ De Richtlijn inzake

⁷²⁶ Een uitzondering buiten het financiële toezicht is de Nederlandse Kansspelautoriteit die aangeeft dat als aanbieders van online gokken geen Nederlandse vergunning hebben, deze dan door middel van geo blocking -dat is nagaan waar de pc die jouw site benadert zich bevindt- moeten voorkomen dat Nederlandse klanten de site gebruiken. Zie <http://www.kansspelautoriteit.nl/nieuws/alle-nieuwsberichten/december-0/wijziging-aanpak/>, geraadpleegd op 1 december 2016.

⁷²⁷ Dit klinkt nu vreemd, aangezien wij zo gefocust zijn op territorium, maar historisch is dit niet vreemd. Vroeger leefden er diverse groepen naast elkaar, maar in verschillende jurisdicties. Zie nader C. Ryngaert, *Unilateral Jurisdiction and Global Values*, Oratie in verkorte vorm uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar Internationaal Publiekrecht aan de Faculteit Recht, Economie, Bestuur en Organisatie van de Universiteit Utrecht op maandag 30 maart 2015, p. 43.

⁷²⁸ Zie VWEU, art. 57 waar dienstverrichting negatief wordt geformuleerd.

⁷²⁹ Zie voor een definitie van een bijkantoor paragraaf 4.4.5.

⁷³⁰ Zie bijv. art. 8 lid 3 van de uit 1993 stammende ISD en art. 19 en 20 van de Tweede Richtlijn van de Raad van 15 december 1989 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, alsmede tot wijziging van Richtlijn 77/780/EEG.

⁷³¹ Vgl. ook de Europese Commissie die zich afvraagt of een kredietinstelling die weliswaar zonder bijkantoor maar op duurzame en frequente wijze een bankwerkzaamheid uitoefent, nog legitiem kan worden geacht tijdelijk te werken. 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. 9.

⁷³² Richtlijn 2000/31/EG van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2000 betreffende bepaalde juridische aspecten van de diensten van de informatiemaatschappij, met name de elektronische handel, in de interne markt. Zie over de Richtlijn inzake elektronische handel uitvoerig A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 165 e.v. en p. 262 e.v.

⁷³³ Richtlijn inzake elektronische handel, art. 2 lid 1 sub a.

elektronische handel bevat een clause met de strekking dat diensten die online worden verleend uitsluitend vallen onder het recht van de home-state van de dienstverlener.^{734 735} Bovendien bepaalt de richtlijn dat lidstaten het vrije verkeer van diensten van de informatiemaatschappij die vanuit een andere lidstaat worden geleverd, niet mogen beperken om redenen die vallen binnen het gecoördineerde gebied.

Nederland heeft deze richtlijn geïmplementeerd door te bepalen dat de hele Wft niet van toepassing is op diensten die online worden verleend uit andere lidstaten.⁷³⁶ Dit betekent dat niet alleen geen Nederlandse (gedrags)regels op deze dienst van toepassing zijn, maar dat evenmin moet worden genotificeerd. Naar mijn oordeel slaat Nederland hier de plank mis. De Nederlandse wetgever heeft ten onrechte de Wft in het geheel niet van toepassing verklaard op diensten die online uit andere lidstaten worden verleend.

De Richtlijn inzake elektronische handel heeft echter geen invloed op de notificatiebepalingen in de diverse richtlijnen.⁷³⁷ De reden hiervoor is dat op grond van de Richtlijn inzake elektronische handel specifieke Europese financiële regelgeving voorgaat op deze richtlijn.⁷³⁸ Dit betekent dus ook -en dat is belangrijk voor ogen te houden- dat voor zover een host-state onder de Europese regelgeving bij dienstverrichting bevoegdheden zijn toegekend om toe te zien op naleving van regels in deze Europese regelgeving, de host-state deze ook heeft indien de dienstverrichting louter online plaatsvindt.

De Richtlijn inzake elektronische handel heeft wel vier andere complicaties die voor dit onderzoek van belang zijn.

- (i) De Richtlijn inzake elektronische handel heeft wel invloed op de vraag of de host-state zijn nationale recht dat niet stoelt op geharmoniseerde Europese regelgeving mag toepassen en op naleving hiervan toezicht mag houden. Denk bijvoorbeeld aan het niet geharmoniseerde gedragsrecht dat in veel lidstaten van toepassing is op kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen. Omdat de Richtlijn inzake elektronische handel dan wel van toepassing is, kan de host-state zijn nationale gedragsrecht niet toepassen. De host-state moet dan vertrouwen op het gedragsrecht van de home-state. Overigens kent ook de Richtlijn inzake elektronische handel de mogelijkheid in specifieke gevallen nationaal recht toe te passen, als dit kan worden gerechtvaardigd en na de home-state te hebben geïnformeerd.⁷³⁹ De vraag is echter of elke nationale regeling die kan worden

⁷³⁴ Richtlijn inzake elektronische handel, art. 3 lid 1 en 2. Zie nader E.F. Feitsma, L.A.G. Moelker en V.N.G. Van Leeuwen, Regelgeving voor internet op financiële markten in: *Effectenverkeer via internet, Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief* (Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 66), Kluwer, Deventer 2001, p. 20 en N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford 2008 2^{de} druk, p. 385 e.v.

⁷³⁵ Hierop zijn in art. 3 lid 3 weer uitzonderingen gemaakt voor het grensoverschrijdend aanbieden van verzekeringen en de marketing van UCITS beleggingsinstellingen. Bij deze financiële diensten geldt het home-state principe van de Richtlijn elektronische handel niet.

⁷³⁶ Zie art. 1:16 Wft. Dat dit art. gebaseerd is op de richtlijn inzake elektronische handel blijkt uit de parlementaire geschiedenis. Zie *Kamerstukken II* 2005-2006, 29708, nr. 19, p. 386 *Kamerstukken II* 2011-2012, 33236, nr. 3, p. 8 en *Kamerstukken I* 2012-2013, 33 236, C, p. 6. Zie voor de zeldzame jurisprudentie over dit artikel Rb. Rotterdam 23 december 2016, ECLI:NL:RBROT:2016:9912.

⁷³⁷ K. Taylor, Legal update The impact of the E-Commerce Directive in the area of financial services, *Journal of Financial Services Marketing* 2002, p. 393 die hier aangeeft dat dit ook het standpunt van de Britse wetgever is en Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement over e-handel en financiële diensten, 7 februari 2001, COM (2001) 66 def, p. 18 en 19 en Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 288. Zie tevens de FCA Handbook PERG 2.9.18 sub 3op <https://fshandbook.info/FS/html/FCA/PERG/2/9#D774> en de PCA Handbook SUP App 3.3.10 <https://fshandbook.info/FS/html/PRA/SUP/App/3/3> en Ph. Athanassiou, 'Towards pan-European Hedge Fund Regulation? State of the Debate', *Legal Issues of Economic Integration* 2008, p. 18.

⁷³⁸ Richtlijn inzake elektronische handel, preamble 11 en 27 en Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement over e-handel en financiële diensten, 7 februari 2001, COM (2001) 66 def, p. 6. Anders W.M.A. Kalkman, J.J. Rijkels, R. Tielenburg, Verzekeraars, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 280.

⁷³⁹ Richtlijn inzake elektronische handel, art. 3 lid 4. Zie nader E.F. Feitsma, L.A.G. Moelker en V.N.G. Van Leeuwen, Regelgeving voor internet op financiële markten in: *Effectenverkeer via internet, Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief* (Serie

gerechtvaardigd voor offline dienstverlening ook kan worden gerechtvaardigd voor online dienstverlening.⁷⁴⁰

- (ii) Als de host-state niet zijn nationale recht mag toepassen, moet het recht worden toegepast van de vestiging waaruit de online dienst wordt verleend. De Richtlijn inzake elektronische handel bedoelt met vestiging de fysieke vestiging. Wanneer deze vestiging een bijkantoor is, dan moet dus in de host-state waar online diensten worden verricht het recht van de bijkantoor worden toegepast en niet dat van het hoofdkantoor. Dan moet dus ook de toezichthouder van het bijkantoor op naleving toezien. Dit leidt tot onverwachtste consequenties. Verleent bijvoorbeeld een bijkantoor van een kredietinstelling zowel online beleggingsdiensten als online bancaire diensten, dan wordt op de beleggingsdiensten conform de geharmoniseerde MiFID regels door de home-state toegezien-dus de lidstaat waar de kredietinstelling zijn hoofdkantoor heeft-, maar de gedragsrechtelijke aspecten van de bancaire diensten vallen onder toezicht van de lidstaat waar het bijkantoor is gevestigd.
- (iii) Een vreemd gevolg van de Richtlijn inzake elektronische handel is, dat als een financiële dienst of product in het geheel niet op Europees niveau is gereguleerd, de Richtlijn inzake elektronische handel de meeste gevolgen heeft. Dan zijn er immers geen Europese financiële regels en notificatieverplichtingen die voorgaan op het home-state beginsel van deze richtlijn.⁷⁴¹ Dit is vreemd, omdat normaliter eerst de regels worden geharmoniseerd zodat de verschillen in regulering tussen de lidstaten kleiner worden en lidstaten er daarom minder bezwaar tegen hebben het toezicht aan een andere lidstaat over te laten. Nu is het het geval dat juist als de regels verschillen, de werking van Richtlijn inzake elektronische handel en daarmee de mogelijke bezwaren tegen toezicht door de home-state het grootst zijn.
- (iv) De Richtlijn inzake elektronische handel geldt alleen voor zover de dienst online wordt verleend. Worden aan dezelfde klant ook offline diensten verleend, dan vallen deze offline diensten niet onder de Richtlijn inzake elektronische handel. Gevolg is dan dat op dezelfde klantrelatie verschillende rechtsregels van toepassing zijn en verschillende toezichthouders op naleving mogen toezien.⁷⁴²

4.4.6. Bijkantoor

Zoals reeds aangegeven is één van de wijzen waarop een financiële onderneming in een andere lidstaat actief kan zijn door middel van een bijkantoor. Helaas is van de term bijkantoor geen officiële eenduidige definitie die in alle Europese financiële regelgeving voorkomt.⁷⁴³ De diverse verordeningen en richtlijnen kennen min of meer dezelfde definities. Zie in de tabel hieronder het overzicht.

⁷⁴⁰ Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 66), Kluwer, Deventer 2001, p. 23 en Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement over e-handel en financiële diensten, 7 februari 2001, COM (2001) 66 def, p. 8.

⁷⁴¹ Zie nader hoofdstuk 3 hiervoor.

⁷⁴² Ph. Athanassiou, 'Towards pan-European Hedge Fund Regulation? State of the Debate', *Legal Issues of Economic Integration* 2008, p. 18.

⁷⁴³ Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement over e-handel en financiële diensten, 7 februari 2001, COM (2001) 66 def, p. 6.

⁷⁴³ Zie voor de verschillende definities van bijkantoor de Compendium of definitions in Community Law van de Europese Commissie van april 2005, MARKT/G2/MNCT D (2005), p. 6.

MiFID ⁷⁴⁴	een bedrijfszetel die niet het hoofdkantoor is en die een onderdeel zonder rechtspersoonlijkheid vormt van een beleggingsonderneming en beleggingsdiensten en/of beleggingsactiviteiten verricht, en ook nevendiensten kan verrichten waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft gekregen; alle bedrijfszetels in eenzelfde lidstaat van een beleggingsonderneming met hoofdkantoor in een andere lidstaat worden als één enkel bijkantoor beschouwd
CRD IV ⁷⁴⁵	een bedrijfszetel welke een deel zonder juridische zelfstandigheid vormt van een instelling en welke rechtstreeks, geheel of gedeeltelijk de handelingen verricht die eigen zijn aan de werkzaamheden van een instelling. Ook bij bancaire dienstverlening worden alle vestigingen in één lidstaat van dezelfde rechtspersoon als één bijkantoor beschouwd, maar deze toevoeging staat niet in de definitie maar in een apart artikel. ⁷⁴⁶
UCITS beheerders ⁷⁴⁷	een bedrijfszetel die een onderdeel zonder rechtspersoonlijkheid vormt van een beheermaatschappij en die de diensten verricht waarvoor de beheermaatschappij een vergunning heeft gekregen.
AIF beheerders ⁷⁴⁸	een bedrijfszetel die, in het geval van een abibeherder, een onderdeel zonder rechtspersoonlijkheid van de abi-beheerder vormt, en die, in het geval van een abibeherder, de diensten verricht waarvoor de abi-beheerder een vergunning heeft gekregen; verscheidene bedrijfszetels in eenzelfde lidstaat van een abi-beheerder met statutaire zetel in een andere lidstaat of in een derde land worden als één bijkantoor beschouwd
Solvency II ⁷⁴⁹	een agentschap of bijkantoor van een verzekerings- of herverzekeringsonderneming die gevestigd is op het grondgebied van een andere lidstaat dan de lidstaat van herkomst. Aan een bijkantoor in de zin van Solvency II wordt gelijk gesteld: ⁷⁵⁰ Elke duurzame aanwezigheid van een onderneming op het grondgebied van een lidstaat, ook indien die aanwezigheid niet de vorm heeft van een bijkantoor, maar enkel bestaat uit een bureau, beheerd door eigen personeel van de onderneming of door een zelfstandig persoon die echter gemachtigd is duurzaam voor die onderneming op te treden zoals een agentschap zou doen.
IDD ⁷⁵¹	een agentschap of bijkantoor van een tussenpersoon dat of die zich op het grondgebied van een andere lidstaat dan de lidstaat van herkomst bevindt. In de preambules wordt dit als volgt toegelicht: ⁷⁵² “Elke permanente aanwezigheid van een tussenpersoon op het grondgebied van een andere lidstaat die vergelijkbaar is met een bijkantoor moet op dezelfde wijze als een bijkantoor worden behandeld, tenzij de

⁷⁴⁴ MiFID I, art. 4 lid 1 sub 26 en MiFID II, art. 4 lid 1 sub 30.

⁷⁴⁵ CRR, art. 4 lid 1 sub 17.

⁷⁴⁶ CRD IV, art. 38.

⁷⁴⁷ UCITS IV, art. 2 lid 1 sub g.

⁷⁴⁸ AIFM Richtlijn, art. 4 lid 1 sub c.

⁷⁴⁹ Solvency II, art. 13 lid 11.

⁷⁵⁰ Solvency II, art. 145.

⁷⁵¹ IDD, art. 1 lid 1 sub 12.

⁷⁵² IDD, preambule 25 en ook art. 6 lid 1 laatste alinea.

	tussenpersoon op wettige wijze de aanwezigheid in een andere rechtsvorm opzet. Dit zou het geval kunnen zijn, naar gelang de verdere omstandigheden, zelfs indien die aanwezigheid niet formeel de vorm heeft van een bijkantoor, maar enkel bestaat uit een kantoor, beheerd door de eigen medewerkers van de tussenpersoon of door een zelfstandig persoon die echter gemachtigd is duurzaam voor die tussenpersoon op te treden zoals een agent zou doen.”
--	---

In essentie gaat het er dus om dat de financiële onderneming een fysieke vestiging heeft in de host-state van waaruit deze de hem vergunde diensten verricht. Een fysieke vestiging van een financiële onderneming van waaruit geen financiële diensten worden verricht, geldt niet als een bijkantoor, maar als representative office.⁷⁵³ Uiteraard kan deze vestiging wel commerciële activiteiten naar de host-state ondersteunen en daarom duiden op een dienstverrichting (zonder bijkantoor) naar deze host-state. Echter -en dat is belangrijk op te merken- een financiële onderneming kan ook zonder dat sprake is van een fysieke vestiging, over een bijkantoor beschikken, namelijk in geval deze door inzet van tussenpersonen een permanente aanwezigheid heeft in de host-state. Het Hof heeft dit reeds uitgemaakt ten aanzien van de definitie van vestiging in het VWEU.⁷⁵⁴

De Commissie heeft de betekenis van deze jurisprudentie voor de definitie van bijkantoor in de bankenrichtlijn en verzekeringsrichtlijn nader toegelicht.⁷⁵⁵ De Commissie benoemde onder andere de volgende situaties waarbij de financiële onderneming zelf geen kantoor heeft in de host-state, maar waar toch een dienst wordt verleend door middel van een bijkantoor:⁷⁵⁶

Tussenpersonen

Dienstverlening door middel van een tussenpersoon kwalificeert als dienstverrichting door middel van een bijkantoor van een kredietinstelling, indien deze aan drie voorwaarden voldoet:⁷⁵⁷

- (i) De tussenpersoon heeft een duurzame volmacht van de kredietinstelling.
- (ii) De tussenpersoon is onderworpen aan het bestuur en de controle van de kredietinstelling die hij vertegenwoordigt.
- (iii) De tussenpersoon kan de kredietinstelling juridisch binden.

Interessant is dat de tussenpersoon volgens de Commissie dan niet zelf kwalificeert als bijkantoor van de kredietinstelling. De conclusie is slechts dat de kredietinstelling onderworpen is aan het

⁷⁵³ Zie ten aanzien van representative offices van beleggingsondernemingen CESR, The passport under MiFID, Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC and the Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID, October 2007, CESR/07-337b, p. 13 en ESMA, Q&A Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID, 31 March 2017, ESMA 36-36-794, p. 85.

⁷⁵⁴ HvJEU 30 november 1995, C-55/94 (*Gebhard*), rov. 27 en bevestigd in HvJEU 11 december 2003, C-215/01 (*Schnitzer*), rov. 28. Zie nader hoofdstuk 3.2.1 van dit onderzoek. Zie voor de interpretatie van bijkantoor in Tsjechië uitvoerig de interpretatie Regarding the need to establish a branch for the provision of financial services in the Czech Republic, 4 februari 2014, geraadpleegd op https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/faq/regarding_the_need_to_establish_a_branch.pdf.

⁷⁵⁵ 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. 10 e.v. en Interpretatieve mededeling van de Commissie, Vrij verrichten van diensten en algemeen belang in het verzekeringsbedrijf, 2000/C 43/03. Zie nader N. Tornberg, The Commission's Communications of the General Good -magna carta or law-making?, *European Business Law Review* 1999, p. 28. Zie tevens

⁷⁵⁶ Ik put hierbij uit de mededeling inzake kredietinstellingen, maar onderstaande situaties worden ook besproken in de mededeling inzake verzekeringen en de logica in deze mededelingen geldt naar mijn oordeel ook voor andere financiële ondernemingen.

⁷⁵⁷ De Commissie baseert zich hierbij op het arrest van HvJEU 6 april 1995, C-439/93 (*Lloyd's Register of Shipping*), rov. 18. Naar mijn oordeel ten onrechte, omdat dit arrest de definitie van branch in het kader van internationaal privaatrechtelijke verwijzingsregels betreft. Deze regels hebben een andere ratio dan de bestuursrechtelijke verwijzingsregels. Waar de privaatrechtelijke regels vooral beogen recht te doen aan de verwachtingen van partijen en consumenten te beschermen, hebben de bestuursrechtelijke verwijzingsregels als doel te bepalen of het proportioneel is dat de buitenlandse partij zich ook aan binnenlandse rechtsregels moet houden. Ook binnen de verzekeringssector worden door toezichthouders gelijke regels toegepast. Zie EIOPA, Final Report on the Peer Review on Freedom to Provide Services, 29 april 2016, EIOPA-BoS-16-072, p. 28-29.

vestigingsrecht in de zin van de tweede bankenrichtlijn.⁷⁵⁸ Naar mijn oordeel is deze hele bepaling verouderd waarover meer in paragraaf 3.7.3.1 van deel B.

De Commissie merkt verder op dat de kredietinstelling weer niet actief is door middel van een bijkantoor, indien een andere kredietinstelling namens hem als tussenpersoon optreedt. Dan hoeft geen enkele notificatie te worden gedaan. De Commissie geeft hiervoor als reden dat het feit dat deze tweede kredietinstelling zelf onder financieel toezicht van de host-state staat voldoende garanties biedt. Dit maakt een notificatie overbodig.⁷⁵⁹ Handelt de kredietinstelling die als tussenpersoon optreedt voor eigen rekening, dan hoeft geen kennisgeving te worden gedaan, omdat een dergelijke situatie in het geheel niet onder grensoverschrijdende dienstverrichting valt.

Elektronische installaties

De Commissie gaat ook in op zgn. elektronische installaties. De Commissie heeft niet gespecificeerd wat zij hiermee bedoelde, maar gedacht zou kunnen worden aan pinautomaten die ook stortingen kunnen accepteren.⁷⁶⁰ In ieder geval geeft de Commissie aan dat een elektronisch installatie alleen als bijkantoor kwalificeert, als deze is voorzien van een directie. Als de elektronische installatie op zichzelf staat, kwalificeert deze als dienstverrichting, zelfs als er ook een permanente aanwezigheid is van onderhoudsmonteurs. De Commissie geeft aan dat mocht door technische ontwikkelingen de elektronisch installatie op enig moment zelf beslissingen kunnen nemen de notificatie procedure moet worden aangepast.

Andersom geldt dat een financiële onderneming die permanent aanwezig is op een markt, maar zonder hiervoor gebruik te maken van een lokale infrastructuur slechts grensoverschrijdend actief is.

Naar mijn oordeel is het onderscheid tussen grensoverschrijdende dienstverlening met bijkantoor en zonder bijkantoor door de technologische ontwikkelingen achterhaald, waarover meer in paragraaf 3.7.3.1 van deel B.

4.4.7. Dochteronderneming

Belangrijk is op te merken dat dochterondernemingen, die anders dan een bijkantoor een eigen rechtspersoonlijkheid hebben, niet van het Europees paspoort kunnen profiteren.⁷⁶¹ Dochterondernemingen staan volledig onder toezicht van de lidstaat waar zij gevestigd zijn. Wel kan het feit dat bepaalde financiële ondernemingen binnen een groep opereren aanleiding zijn tot samenwerking tussen de betrokken toezichthouders. Dit is met name het geval indien het toezicht prudentiële doelstellingen heeft. Zie hierover nader paragraaf 4.5.3.10 e.v. Bovendien valt een dochteronderneming wel onder de vrijheid van vestiging van het VWEU en daarom onder model 1.⁷⁶²

⁷⁵⁸ 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. 13. In zelfde zin Interpretatieve mededeling van de Commissie, Vrij verrichten van diensten en algemeen belang in het verzekeringsbedrijf, 16 februari 2000, 2000/C 43/03, p. 7.

⁷⁵⁹ Dit artificiële onderscheid tussen een kredietinstelling waarvoor grensoverschrijdend wordt bemiddeld door een tussenpersonen niet zijnde een kredietinstelling en een tussenpersoon die een kredietinstelling is, is naar mijn oordeel ongerechtvaardigd. Aangezien dit voor zover mij bekend in de praktijk nauwelijks voorkomt, laat ik dit verder rusten.

⁷⁶⁰ 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. 14

⁷⁶¹ K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 259. N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford: OUP 2008 2^{de} druk, p. 428.

⁷⁶² HvJEU 5 oktober 2004, C-442/02 (*CaixaBank France*).

4.4.8. Bijzondere regels voor verzekeringsondernemingen en verzekeringstussenpersonen

Uitsluitend bij verzekeringsondernemingen is in de desbetreffende richtlijnen zelf een definitie van grensoverschrijdende dienstverrichting opgenomen.⁷⁶³

Solvency II definieert de host-state als de lidstaat waar een verzekerings- of herverzekeringsonderneming een bijkantoor heeft of diensten verricht en die niet de home-state is.⁷⁶⁴ Solvency II maakt daarbij expliciet dat bij levensverzekeringen respectievelijk schadeverzekeringen onder lidstaat van dienstverrichting wordt verstaan de lidstaat van de verbintenis respectievelijk de lidstaat waar het risico is gelegen.⁷⁶⁵ Lidstaat van verbintenis en lidstaat van risico worden op hun beurt ook gedefinieerd.⁷⁶⁶

De lidstaat van de verbintenis is de gewone verblijfplaats van de cliënt. Deze definitie van grensoverschrijdende dienstverrichting wijkt niet af van de definitie bij andere financiële ondernemingen. Een verzekeringsonderneming wordt hier gelijk behandeld aan een beleggingsonderneming of kredietinstelling die cliënten bedient die in een andere lidstaat wonen.

Het lidstaat van het risico is (i) in geval van onroerend goed de plaats waar het verzekerde object zich bevindt, (ii) in geval van auto's, boten e.d. de plaats waar deze zijn geregistreerd, (iii) in geval van vakantieverzekeringen met een looptijd van vier maanden of minder de plek waar de overeenkomst is afgesloten of (iv) anders de gewone verblijfplaats van de cliënt.⁷⁶⁷ Deze definitie kan wel tot afwijkende resultaten leiden dan bij andere financiële ondernemingen. Zo zal een kredietinstelling die een lokale cliënt krediet verleent voor de aankoop van een huis in het buitenland niet geacht worden grensoverschrijdend actief te zijn, de verzekeringsonderneming die echter ditzelfde huis voor dezelfde cliënt tegen brand verzekert is wel grensoverschrijdend actief. Anderzijds is het belang van dit onderscheid tussen risico en woonplaats niet heel groot, omdat meestal het woonland van de cliënt zal samenvallen met dat van het risico. De meeste cliënten bezitten immers geen onroerend goed, auto's of boten in andere lidstaten. Bovendien zullen de meeste verzekeringsondernemingen geen risico's in een andere lidstaat willen dekken, aangezien zij deze risico's niet goed kunnen beoordelen.

In geval van co-assurantie is geen sprake van grensoverschrijdende dienstverrichting, mits de zgn. eerste verzekeraar jegens de klant als de enige verzekeraar geldt.⁷⁶⁸

Ook bij verzekeringstussenpersonen is voorzien in een definitie van grensoverschrijdende dienstverrichting en wel door CEIOPS. Ik citeer:⁷⁶⁹

“An IIM is operating under FOS if it intends to supply a policyholder, who is established in a Member State different from the one where the IIM is established, with an insurance contract relating to a risk situated in a MS different from the MS where the IIM is established.”

⁷⁶³ Zie nader W.M.A. Kalkman, J.J. Rijkels, R. Tielenburg, Verzekeraars, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 279 en 280.

⁷⁶⁴ Solvency II, art. 13 lid 9.

⁷⁶⁵ Zie ook IDD, art. 1 lid 6 waar wordt bepaald dat de IDD alleen van toepassing is op binnen de Europese Unie gesitueerde risico's en verplichtingen.

⁷⁶⁶ Solvency II, art. 13 lid 13 en 14. Deze definities zijn geïntroduceerd in Richtlijn 90/619/EEG.

⁷⁶⁷ Deze definities zijn geïntroduceerd in Richtlijn 88/357/EEG. Deze definities zijn uitgelegd door het Hof in HvJEU 14 juni 2001, C-191/99 (*Kvaerner/Ministerie van Financiën*).

⁷⁶⁸ Solvency II, art. 190. Dit is een oude regeling die stamt uit Richtlijn 78/473/EEG. Deze regeling is naar mijn oordeel verouderd met name ten aanzien van het bepalen van de technische reserves (zie Solvency II, art. 192).

⁷⁶⁹ CEIOPS, Protocol Relating to the Cooperation of the Competent Authorities of the Member States of the European Union in Particular Concerning the Application of Directive 2002/92/EC of the European Parliament and of the Council of 9 December 2002 on Insurance Mediation, CEIOPS-DOC-02/06 Rev 1 Oct 2008, p. 9.

Belangrijk is dus dat een verzekeringstussenpersoon alleen geacht wordt grensoverschrijdend actief te zijn, als zowel de polishouder als het te verzekeren risico zich in een andere lidstaat bevindt.

4.4.9. Bijzondere regels voor Central Counterparties

Ook voor Central Counterparties (CCPs) gelden bijzondere regels om te beoordelen wanneer deze in een lidstaat actief zijn. Deze regels staan niet expliciet in EMIR, maar kunnen worden afgeleid uit de bevoegdheidsbepalingen en vergunningsvereisten in EMIR.

Ten eerste, wordt een CCP van buiten de Europese Unie geacht in de Europese Unie actief te zijn als deze clearingdiensten verleent aan in de Europese Unie gevestigde clearingmembers of handelsplatforms.⁷⁷⁰ Deze CCP is weer echter niet actief in de Europese Unie als deze diensten verricht aan clearingmembers buiten de Europese Unie, zelfs als de achterliggende cliënten van deze clearingmembers in de Europese Unie zijn gevestigd. Hieruit leid ik naar analogie af dat een CCP dus geacht wordt in een lidstaat actief te zijn, als hij aan daar gevestigde handelsplatformen of clearingmembers diensten verleent.

Ten tweede kennen CCPs een college van toezichthouders. Hierin hebben de volgende partijen zitting:

- (i) ESMA.
- (ii) De home-state van de CCP.
- (iii) De drie lidstaten waar de clearingmembers zijn gevestigd die de grootste bijdrage doen aan het wanbetalingsfonds.
- (iv) De lidstaten waar de handelsplatformen zijn gevestigd die worden bediend door de CCP.
- (v) De lidstaten waar CCPs zijn gevestigd die interoperabiliteitsregelingen hebben met de CCP.
- (vi) De lidstaten waar CSD (Central Securities Depositories) zijn gevestigd waarbij de CCP is aangesloten.
- (vii) De relevante leden van het ESCB die verantwoordelijk zijn voor de supervisie (in het Engels *oversight*, wat iets anders is dan toezicht) op de CCP en de relevante leden van het ESCB die verantwoordelijk zijn voor de supervisie op de CCP waarmee interoperabiliteitsregelingen zijn getroffen;
- (viii) De centrale banken die de belangrijkste EU-valuta's van de geclearde financiële instrumenten uitgeven.⁷⁷¹

Uit deze lijst leid ik af, dat zowel de lidstaten waar de CCP klanten heeft (clearing members en andere CCPs waarmee een interoperabiliteitsregeling is gesloten) als waar partijen zijn gevestigd waarmee de CCP innig samenwerkt (handelsplatformen en CSD's) geacht worden een belang bij de CCP te hebben. Dit ligt voor de hand, omdat deze partijen en daarmee hun lidstaten er het meest onder hebben te lijden als er problemen zijn bij de CCP. Clearing members en andere CCPs waarmee een interoperabiliteitsregeling is gesloten lopen immers crediteurenrisico op de CCP. Handelsplatformen en CSD's kunnen zonder medewerking van de CCP hun bedrijf niet meer uitoefenen, omdat het zonder medewerking van de CCP niet goed mogelijk is de financiële instrumenten die via de handelsplatformen worden verhandeld en die in de CSD worden aangehouden te leveren. De centrale banken zijn betrokken vanwege hun verantwoordelijkheid voor het stabiliteit van het financiële systeem als geheel.

⁷⁷⁰ EMIR, art. 25 lid 1 en preambule 59.

⁷⁷¹ Dit vereiste is nader uitgewerkt in EMIR Gedelegeerde Verordening 876/2013, art. 1. Het gaat hier om de centrale banken van de top drie valuta's die door de CCP gebruikt worden en elke valuta moet minimaal 10% van het geheel voor zijn rekening nemen.

Zoals hierna zal blijken in paragraaf 4.5.8, gelden deze lidstaten niet als host-state, maar dit is omdat onder EMIR deze definitie in het geheel niet wordt gehanteerd.

4.5. Bevoegdheidsverdeling tussen home en host-state

4.5.1. Inleiding

Het feit dat een financiële dienst grensoverschrijdend wordt verleend, leidt vaak ertoe dat ook een rol is weggelegd voor de host-state. Dit verschilt per financiële dienst en is tevens afhankelijk van de vraag of slechts sprake is van grensoverschrijdende dienstverrichting of dat gebruik wordt gemaakt van een bijkantoor. Dit heb ik al op hoofdlijnen toegelicht in paragraaf 4.2. In deze paragraaf volgt een gedetailleerde beschouwing per type financiële onderneming. Ik stel de volgende vragen:

- (i) Waarop moet de home-state toezicht houden?
- (ii) Waarop moet de host-state toezicht houden?
- (iii) Welke bevoegdheden heeft de host-state?
- (iv) Hoe werken home-state en host-state samen?

4.5.2. Beleggingsondernemingen

4.5.2.1. Waarop moet de home-state toezicht houden?

Centraal in de MiFID staat dat de home-state de vergunning verleent aan de beleggingsonderneming.⁷⁷² Deze vergunning geldt voor de hele Europese Unie.⁷⁷³ De Commissie heeft verduidelijkt dat een MiFID vergunning zich automatisch ook uitstrekt over de bijkantoren.⁷⁷⁴ Een bijkantoor is een van de wijzen waarop de beleggingsonderneming zélf grensoverschrijdend actief kan zijn. Ook bij een bijkantoor is er dus geen sprake van een aparte autorisatie. Beleggingsondernemingen mogen de hun vergunde diensten grensoverschrijdend uitoefenen zonder bijkantoor⁷⁷⁵ of met bijkantoor.⁷⁷⁶ Nevendiensten mogen zij alleen uitvoeren op basis van het paspoort, als in de desbetreffende lidstaat ook beleggingsdiensten worden verricht.

Aangezien de vergunning geldt voor de hele Europese Unie, zal ook het toezicht van de home-state zich over alle activiteiten en diensten in de Europese Unie moeten uitstrekken. De Commissie heeft verduidelijkt in haar Q&A dat de MiFID regels van toepassing zijn ongeacht de locatie van de cliënt.⁷⁷⁷ Dit is zelfs het geval als de cliënt in het geheel niet in de Europese Unie woont. Het ligt in de reden dat nu deze MiFID regels van toepassing zijn onafhankelijk van de locatie van de cliënt, de home-state hierop ook toezicht zal moeten houden. Hierop duidt te meer het feit dat, zoals hierna zal worden toegelicht, de host-state geen toezicht mag houden.

Alleen in geval diensten worden verleend via een bijkantoor, gelden afwijkende regels. Dan liggen bepaalde toezichtsbevoegdheden bij de host-state. Uitgangspunt is -zoals hierna zal blijken in paragraaf 4.5.2.5 is dit beginsel niet volledig doorgevoerd- dat voor zover de host-state op de naleving van bepaalde regels toezicht houdt, de home-state dit niet meer mag doen. Het alternatief is immers dat de beleggingsonderneming voor naleving van dezelfde regels uit de MiFID aan twee toezichthouders verantwoording aflegt.

⁷⁷² MiFID II, art. 6 lid 1.

⁷⁷³ MiFID II, art. 6 lid 2.

⁷⁷⁴ Brief Europese Commissie 'Supervision of Branches under MiFID', 18 juni 2007, MARKT/G/3/MV D (2007).

⁷⁷⁵ MiFID II, art. 34 lid 1.

⁷⁷⁶ MiFID II, art. 35 lid 1.

⁷⁷⁷ Q&A on MiFID antwoord op vraag 47.2 en 173.

4.5.2.2. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?

Bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor heeft de host-state geen verantwoordelijkheden. MiFID bepaalt namelijk expliciet dat de host-state geen aanvullende eisen aan de beleggingsonderneming mag opleggen voor zover deze zich in het geharmoniseerde gebied van de MiFID bevinden.⁷⁷⁸

4.5.2.3. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?

Hoewel de host-state geen toezicht hoeft te houden, heeft de host-state wel de bevoegdheid om op te treden tegen overtredingen van de MiFID die op zijn grondgebied plaatsvinden. Deze regeling heeft betrekking op overtredingen die de host-state toevallig ter oren komen, maar geeft de host-state niet de bevoegdheid proactief onderzoek te doen.⁷⁷⁹ Dit is logisch, aangezien de verantwoordelijkheid voor het toezicht bij de home-state berust. Deze regeling stond reeds in MiFID I⁷⁸⁰ en is nader uitgewerkt in MiFID II waarbij in MiFID II ESMA ook een rol wordt toegekend.⁷⁸¹ Optreden van de host-state vereist dat aan voorwaarden is voldaan:

- (i) Er moeten duidelijke en aantoonbare redenen zijn om aan te nemen, dat de beleggingsonderneming de MiFID overtreedt.
- (ii) De home-state moet worden geïnformeerd.
- (iii) De home-state verzuimt op te treden of het optreden van de home-state is onvoldoende effectief. De beleggingsonderneming blijft hierdoor handelen op een wijze die de belangen van beleggers in de host-state of de ordelijke werking van de markten kennelijk schaadt.

Als aan alle drie deze voorwaarden is voldaan, mag de host-state de nodige maatregelen treffen om de beleggers en de goede werking van de markten te beschermen, zoals de beleggingsonderneming beletten nieuwe transacties op het grondgebied van de host-state te verrichten. Wel moet de host-state ESMA en de Commissie zo snel mogelijk achteraf in kennis stellen van de getroffen maatregelen. Tevens kan de host-state de Geschillenprocedure benutten. Dit staat er niet, maar waarschijnlijk is de gedachte dat de hulp van de home-state nodig is om de overtreding te beëindigen, omdat de host-state geen grip heeft op een beleggingsonderneming die alleen grensoverschrijdend actief is.

4.5.2.4. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?

Bij dienstverrichting door middel van een bijkantoor heeft de host-state meer toezichtsbevoegdheden dan bij dienstverrichting zonder bijkantoor.⁷⁸² De host-state houdt -op basis van zijn eigen implementatie van de MiFID⁷⁸³- toezicht op naleving van de gedragsregels en enkele regels die zien op markttoezicht.⁷⁸⁴ Deze regels betreffen de volgende onderwerpen:

Gedragsregels

⁷⁷⁸ MiFID I, art. 31 lid 1 en MiFID II, art. 34 lid 1. Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 3^{de} druk, Boom, Den Haag 2010, p. 606.

⁷⁷⁹ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford: OUP 2008 2^{de} druk, p. 428-429.

⁷⁸⁰ MiFID I, art. 62.

⁷⁸¹ MiFID II, art. 86.

⁷⁸² Zie tevens C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 3^{de} druk, Boom, Den Haag 2010, p. 606 en J.C. Meignen en B.M. van Beek, Toezicht op internationale beleggingsdiensten onder MiFID, *FR* 2008, p. 4-11.

⁷⁸³ Brief Europese Commissie 'Supervision of Branches under MiFID', 18 juni 2007, MARKT/G/3/MV D (2007), p. 2.

⁷⁸⁴ MiFID I, art. 32 lid 7 en MiFID II, art. 35 lid 8.

- Informatieverstrekking aan de cliënt;
- Het inwinnen van informatie van de cliënt;
- De deugdelijkheid van het advies/het beheer;
- De vastlegging van de afspraken in een cliënt dossier;
- Best executie van orders, waarmee wordt bedoeld dat de financiële instrumenten voor de klant zo efficiënt mogelijk moeten worden aangekocht door de beleggingsonderneming;

Markttoezicht

- De verplichting van beleggingsondernemingen om de integriteit van de markt niet te schaden;
- De verplichting van beleggingsondernemingen om de administratie van orders te bewaren;⁷⁸⁵
- De verplichting van beleggingsondernemingen om orders na afloop te rapporteren aan de toezichthouder;
- Transparantie bij interne systematische internalisatie (een beleggingsonderneming handelt dan met eigen kapitaal met zijn cliënten);
- Transparantie bij OTC transacties, waarmee wordt bedoeld dat de beleggingsonderneming bepaalde informatie deelt met de markt over transacties die niet via de beurs worden gedaan.

Omdat veel van deze verplichtingen -met name de verplichtingen die vallen onder het kopje gedragsregels- niet of minder van toepassing zijn op in aanmerking komende tegenpartijen of professionele partijen, is de rol van de host-state bij dienstverrichting aan deze niet-retail cliënten beperkt.⁷⁸⁶

Deze regeling is een afwijking op het beginsel dat de home-state toezicht houdt. De verklaring voor deze afwijking valt te vinden in de preambules van de MiFID en is dat de host-state het dichtst bij het bijkantoor staat en derhalve in een betere positie verkeert om inbreuken op voor de werkzaamheden van het bijkantoor geldende regels op te sporen en aan te pakken.⁷⁸⁷ Hieraan wordt niet afgedaan door de mogelijkheid dat sommige delen van de dienst -de back office activiteiten die in de ogen van de cliënt geen onderdeel uitmaken van de dienst- kunnen worden verricht in de home-state of elders.⁷⁸⁸ Dit laatste is wat mij betreft vreemd. Het is immers onder meer de aanwezigheid van de back office en de administratie die naar het oordeel van de Europese Commissie veroorzaakt dat de host-state in een betere positie verkeert om toezicht te houden.⁷⁸⁹

De vraag welke lidstaat toezicht moet houden op diensten die vanuit een bijkantoor worden verleend naar een derde lidstaat, vraagt enige nadere beschouwing. Welke lidstaat moet bijvoorbeeld toezicht houden op diensten die een Duits bijkantoor van een Nederlandse beleggingsonderneming verleent in Oostenrijk?⁷⁹⁰ In het voorstel van de Commissie voor MiFID I was hierover niets bijzonders opgenomen.⁷⁹¹ Er was slechts vermeld dat de host-state toezicht zou houden op het bijkantoor.⁷⁹² In het Gemeenschappelijk Standpunt vastgesteld door de Raad werd echter opgenomen dat de diensten

⁷⁸⁵ Zie tevens MiFID I, art. 13 lid 9 en MiFID II, art. 16 lid 11.

⁷⁸⁶ Brief EC 18 juni 2007 'Supervision of Branches under MiFID'. MARKT/G/3/MV D (2007).

⁷⁸⁷ MiFID I, preambule 32 en MiFID II, preambule 90

⁷⁸⁸ Brief Europese Commissie 'Supervision of Branches under MiFID', 18 juni 2007, MARKT/G/3/MV D (2007), p. 3 (noot 5).

⁷⁸⁹ Mededeling van de Commissie, de toepassing van gedragsregels overeenkomstig art. 11 van de richtlijn beleggingsdiensten (richtlijn 93/22/EEG), 14 november 2000, COM (2000) 722 def, p. 19.

⁷⁹⁰ Zie over deze vraag ook uitvoerig C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 3^{de} druk, Boom, Den Haag 2010, p. 607.

⁷⁹¹ In de consultatie van DG markt van begin 2001 ging men er wel vanuit dat alle diensten die vanuit het bijkantoor zouden worden verricht onder het gedragtoezicht van de host-state zouden staan. p. 16. In te zien op http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/revision-isd/isd_wpdoc_en.pdf.

⁷⁹² Voorstel van de Commissie voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en geregelende markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad, 19 november 2002, COM (2002) 625 final, 2002/0269 (COD), art. 30 lid 7.

die een bijkantoor verricht buiten het grondgebied van de host-state onder de verantwoordelijkheid van de home-state vallen en dus niet van de host-state van het bijkantoor.⁷⁹³ Hierdoor zouden dus twee toezichthouders gelijktijdig bevoegd kunnen zijn toe te zien op naleving van bepaalde MiFID regels door een bijkantoor. Het Europees Parlement vreesde dat dit druk zou zetten op beleggingsondernemingen om hun bijkantoren om te vormen in dochtervennootschappen met een volledig eigen vergunning.⁷⁹⁴ Na omvorming zouden immers alle diensten die door het kantoor worden verricht onder één toezichthouder vallen. Bovendien was de verdeling van bevoegdheden naar het oordeel van het Europees Parlement niet consistent met de Richtlijn inzake elektronische handel waarbij voor de bevoegde toezichthouder alleen de vestigingsplaats van het bijkantoor bepalend was. Dit amendement van het Europees Parlement is echter niet overgenomen. De conclusie is daarom dat de toezichthouder van de host-state alleen toezicht houdt op het bijkantoor voor de diensten die deze in de host-state verleent.⁷⁹⁵ Hiermee wordt de vervolgvraag waar de diensten geacht worden te zijn verricht bijzonder relevant. Voor deze vraag verwijst ik naar paragraaf 4.4.2 hierboven.

Overigens lijkt de Commissie van oordeel te zijn dat het nog steeds onzeker is, welke toezichthouder toezicht houdt op diensten die vanuit het bijkantoor worden verleend naar een derde lidstaat en wel in het bijzonder als een dienst vanuit verschillende locaties wordt verricht.⁷⁹⁶ Volgens de Commissie is dit een ‘grey area’ die nadere toelichting vereist. De Commissie geeft ten eerste aan dat in geval zowel de home-state als de host-state van een bijkantoor de bevoegdheid claimt toezicht te houden, zij er onderling uit moeten komen of de Committee of European Securities Regulators (CESR) moeten laten bemiddelen. De bemiddeling door CESR waarnaar de Commissie refereert, is de voorganger van de Geschillenprocedure. Deze suggestie van de Commissie is echter niet in MiFID II omgezet in een verwijzing naar de Geschillenprocedure. Van bindende bemiddeling is dus geen sprake. Ten tweede, geeft de Commissie aan dat als niet één toezichthouder zich geroepen voelt toezicht te houden op bepaalde cliëntenrelaties, dat dan de home-state verplicht is toezicht te houden.

4.5.2.5. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?

De host-state van een bijkantoor heeft net als de host-state in geval van grensoverschrijdende dienstverrichting de bevoegdheid in te grijpen indien deze overtredingen van de MiFID constateert en de home-state onvoldoende doortastend optreedt.

Echter nu de host-state van het bijkantoor voor het toezicht op bepaalde MiFID regels zelf verantwoordelijk is, kan deze met betrekking tot deze specifieke regels ook ingrijpen zonder hulp van de home-state.⁷⁹⁷ Dit gaat als volgt:

- (i) Om op de naleving van deze regels toe te zien verzoekt de host-state informatie van het bijkantoor. Dit is een eigen proactief onderzoek van de host.state;
- (ii) De host-state stelt vast dat het bijkantoor de MiFID overtreedt;

⁷⁹³ Gemeenschappelijk Standpunt (EG) Nr. 9/2004 vastgesteld door de Raad op 8 december 2003 met het oog op de aanneming van Richtlijn 2004/.../EG van het Europees Parlement en de Raad van... betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, PbEU 9 maart 2004/C 60 E/01, p. 51.

⁷⁹⁴ Recommendation for Second Reading on the Council common position for adopting a European Parliament and Council directive on markets in financial instruments, amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (13421/3/2003 - C5-0015/2004 - 2002/0269 (COD)), 25 februari 2004, Final A5-0114/2004, amendement 38, p. 30.

⁷⁹⁵ K.W.H. Broekhuizen en W.A.K. Rank, Het Europees Paspoort voor beleggingsondernemingen in D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 40), Kluwer, Deventer 2007, p. 268 en N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford: OUP 2008 2^{de} druk, p. 432.

⁷⁹⁶ Brief EC 18 juni 2007 ‘Supervision of Branches under MiFID’. MARKT/G/3/MV D (2007), p. 3.

⁷⁹⁷ MiFID II, art. 86 lid 2.

- (iii) De host-state draagt het bijkantoor op hier een eind aan te maken;
- (iv) De host-state neemt maatregelen om beëindiging van de overtreding af te dwingen en informeert de home-state hierover;
- (v) Als het bijkantoor onvoldoende luistert, waarschuwt de host-state de home-state die dan moet ingrijpen. De Commissie en ESMA worden hierover geïnformeerd;
- (vi) Als de home-state onvoldoende maatregelen neemt, kan de host-state de Geschillenprocedure aanhangig maken.

Duidelijk is dat de positie van de host-state hier veel sterker is dan als de host-state wil ingrijpen bij schendingen van regels die niet onder zijn competentie vallen.

4.5.2.6. Hoe werken home-state en host-state samen

Algemeen

De MiFID voorziet in een algemene verplichting voor lidstaten om bij het toezicht met elkaar en met ESMA samen te werken.⁷⁹⁸ Ten eerste, moeten zij informatie uitwisselen. Ten tweede, moeten zij samenwerken bij onderzoeks- of toezichtsactiviteiten. Ten derde, moeten lidstaten elkaar proactief informeren als zij ervan overtuigd zijn, dat de MiFID wordt overtreden door een entiteit uit een andere lidstaat die niet onder toezicht staat.

Als een lidstaat onderzoek wil doen op het grondgebied van een andere lidstaat of naar gedragingen van beleggingsondernemingen gevestigd in andere lidstaat, dan behoeft deze lidstaat hiervoor de medewerking van de andere lidstaat. Deze kan hiertoe een verzoek doen.⁷⁹⁹

Als een lidstaat weigert samen te werken, dan kan de Geschillenprocedure worden gebruikt.⁸⁰⁰ Aangezien de MiFID een uitputtende lijst van situaties kent waarin een lidstaat samenwerking mag weigeren,⁸⁰¹ zal ESMA deze verplichting strikt kunnen handhaven. Er is immers sprake van een norm waarbij de lidstaten geen discretionaire marge hebben.

Samenwerking home-state en host-state bij bijkantoren

De MiFID bepaalt expliciet, dat de home-state het recht heeft ter plekke onderzoek te doen bij het bijkantoor.⁸⁰² Dit is dus een aanvulling op de normale bevoegdheden. Uiteraard kan de home-state niet zonder overleg met de host-state functionarissen naar deze lidstaat sturen om onderzoek te doen. Dit vooronderstelt dus een samenwerkingsregeling, zo overwoog de Europese Commissie in 2007.⁸⁰³ Thans lijkt mij dit vereiste voor een samenwerkingsregeling specifiek voor inspectie van een bijkantoor achterhaald, zoals hierboven toegelicht bestaat er reeds een algemene verplichting tot samenwerking waarop ESMA toeziet.

Omdat zoals in paragraaf 4.5.2.4 is toegelicht, bij bijkantoren sprake is van verschillende lidstaten die op dezelfde normen maar met betrekking tot verschillende cliëntenrelaties toezien of zelfs van een grey area waarbij überhaupt onduidelijk is welk toezichthouder bevoegd is, hebben de Commissie en CESR getracht een praktische oplossing uit te werken. Om beleggingsondernemingen zoveel mogelijk te ontlasten van *legal uncertainty and disproportionate, duplicative or overlapping supervisory*

⁷⁹⁸ Zie MiFID I, art. 56 t/m 60 en MiFID II, art. 79 t/m 84.

⁷⁹⁹ MiFID II, Art. 80. Zie nader Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/586 van de Commissie van 14 juli 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen voor de uitwisseling van informatie tussen bevoegde autoriteiten bij hun samenwerking in toezichtactiviteiten, verificaties ter plaatse en onderzoeken.

⁸⁰⁰ MiFID II, art. 82.

⁸⁰¹ MiFID II, art. 83.

⁸⁰² MiFID I, art. 32 lid 8, MiFID II, art. 35 lid 9.

⁸⁰³ Brief EC 18 juni 2007 'Supervision of Branches under MiFID'. MARKT/G/3/MV D (2007).

burdens, roept de Commissie lidstaten dringend op samen te werken bij het toezicht en verzoekt de Commissie CESR hiervoor protocollen uit te werken.⁸⁰⁴ CESR heeft dit gedaan in diverse protocollen en MoU's.⁸⁰⁵ Belangrijk is echter op te merken dat deze protocollen slechts praktische handvatten geven om de samenwerking te vereenvoudigen, maar niet kunnen leiden tot een verlegging van verantwoordelijkheden en hiervoor ook geen concrete suggesties doen.⁸⁰⁶ Voor de verplichting transacties te rapporteren heeft CESR echter wel een concrete oplossing uitgewerkt, namelijk dat de beleggingsonderneming de transacties ook als deze voor klantenrelaties van buiten de host-state zijn alleen hoeft te rapporteren aan de host state.⁸⁰⁷ De home-state krijgt deze gegevens (voor alle klanten) dan weer van de host-state, tenzij de home-state aangeeft hierop geen prijs te stellen.⁸⁰⁸ ESMA heeft echter voorgesteld dit per ingang van MiFID II te veranderen waardoor het bijkantoor ook direct aan de home-state rapporteert.⁸⁰⁹ Omdat de host-state nog wel juridisch gehouden is op nakoming van de rapportageverplichting toe te zien, moet de informatie over de transacties die in het bijkantoor zijn verricht dan door de home-state worden doorgestuurd naar de host-state. De Commissie heeft de suggestie van ESMA overgenomen en besloten dat inderdaad moet worden gerapporteerd aan de home-state, tenzij de home-state en host-state afwijkende afspraken hebben gemaakt.⁸¹⁰

4.5.2.7. Bevoegdheden ESMA

ESMA heeft ook een zelfstandige toezichtsbevoegdheid. ESMA houdt toezicht op de financiële producten die de markt bereiken en kan het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van bepaalde financiële instrumenten of financiële activiteiten tijdelijk verbieden op beperken.⁸¹¹ Deze 'product intervention' bevoegdheid bespreek ik uitvoerig in paragraaf 5.5.6.7.

4.5.3. Kredietinstellingen buiten de Eurozone

4.5.3.1. Inleiding

De hierna beschreven competentieverdeling voor het toezicht op kredietinstellingen geldt alleen als er ook lidstaten buiten de Eurozone zijn betrokken. Als er louter lidstaten binnen de Eurozone zijn betrokken, geldt het model dat ik bespreek in hoofdstuk 6 waarbij de ECB de leiding heeft over het toezicht. Als er zowel lidstaten in de Eurozone als buiten de Eurozone zijn betrokken, dan wordt de rol van de lidsta(a)t(en) binnen de Eurozone in beginsel ingenomen door de ECB en dient dus voor deze lidstaat de ECB te worden gelezen.

4.5.3.2. Waarop moet de home-state toezicht houden?

De grondgedachte van de CRD is, dat het prudentieel toezicht op kredietinstellingen uitsluitend door de home-state wordt uitgeoefend en dat dit geldt voor de hele Europese Unie.⁸¹² De home-state moet bij dit toezicht rekening houden met de gevolgen van beslissingen voor de stabiliteit van het financiële

⁸⁰⁴ Brief EC 18 juni 2007 'Supervision of Branches under MiFID'. MARKT/G/3/MV D (2007), p. 3.

⁸⁰⁵ Zie CESR, Protocol on the Supervision of Branches under MiFID, October 2009, CESR/07-672b en CESR, Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities, januari 1999, CESR/05-335.

⁸⁰⁶ Zie CESR, Protocol on the Supervision of Branches under MiFID, October 2009, CESR/07-672b, p. 3.

⁸⁰⁷ Brief EC 18 juni 2007 'Supervision of Branches under MiFID'. MARKT/G/3/MV D (2007). Zie CESR Level 3 Guidelines on MiFID Transaction Reporting, 9 mei 2007, CESR/07-301 2, p. 3. Zie de tevens de MiFID Q&A van de Europese Commissie vraag 178. MiFID II, art. 35 lid 8.

⁸⁰⁸ MiFID, art. 25 lid 8 en MiFIR, art. 26 lid 8.

⁸⁰⁹ ESMA Consultation Paper MiFID II/MiFIR, 19 December 2014, ESMA 2014/1570, p. 593.

⁸¹⁰ Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 28.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the reporting of transactions to competent authorities, art. 14.

⁸¹¹ MiFIR, art. 39 en 40.

⁸¹² CRD IV, art. 49 lid 1, preambule 15 en 25.

stelsel van andere lidstaten.⁸¹³ Zoals hierna echter zal blijken, heeft ook de host-state een rol bij het prudentieel toezicht en kan EBA onder bepaalde omstandigheden ingrijpen.⁸¹⁴ In het kader van het geconsolideerde toezicht op bankengroepen wordt samengewerkt met de andere lidstaten waar de groep actief is, waarover meer in paragraaf 4.5.3.10 e.v.

4.5.3.3. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?

De host-state heeft geen eigen verantwoordelijkheden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor.

4.5.3.4. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?

Ingrijpen bij voortdurende schending van Europese regels

Hoewel toezicht op CRD IV niet onder de competentie van de host-state valt, kan deze toch optreden bij voortdurende overtredingen van CRD IV, zowel indien met als zonder bijkantoor in de host-state diensten worden verleend. Omdat CRD IV op dit punt onduidelijk en innerlijk tegenstrijdig is, licht ik dit uitvoerig toe.

Bevoegdheden host-state bij schending van CRD I

Onder CRD I kon de host-state maatregelen treffen, indien een kredietinstelling regels uit CRD I overtrad die in de host-state op de kredietinstelling van toepassing waren.⁸¹⁵ In feite betrof dit alleen de regels omtrent liquiditeit voor bijkantoren.⁸¹⁶ Alle andere CRD I regels vielen onder de exclusieve competentie van de home-state. De bevoegdheden van de host-state verliepen via een escalatieladder.⁸¹⁷

- (i) de kredietinstelling overtreedt regels uit CRD I;
- (ii) de kredietinstelling krijgt opdracht van de host-state om de overtreding te beëindigen;
- (iii) de home-state wordt geïnformeerd, neemt maatregelen en informeert de host-state over deze maatregelen;
- (iv) de host-state neemt zelf maatregelen.

Was echter sprake van een spoedgeval, dan kon deze escalatieladder worden overgeslagen. De host-state kon dan conservatoire maatregelen nemen voor zover noodzakelijk om inleggers, beleggers of andere personen voor wie diensten werden verricht te beschermen.⁸¹⁸ In dat geval moesten de Commissie, de home-state en eventuele andere lidstaten waar de kredietinstelling actief was, worden

⁸¹³ CRD IV, preambule 50.

⁸¹⁴ Zie voor een beknopt overzicht ook T. Tröger, *The Single Supervisory Mechanism - Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary assessment of the evolving regime for the prudential supervision of banks with ECB involvement*, *Eur. Bus. Org. L. Rev* 2014, p. 462 en 463.

⁸¹⁵ Zie uitvoerig over deze bevoegdheden onder CRD I en de Tweede Bankenrichtlijn A.J.C, de Moor- van Vugt, C.E. du Perron, *De bevoegdheden van de Nederlandse Bank inzake Icesave*, onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën, 2009, p. 29 e.v.

⁸¹⁶ S. Gleeson, *International Regulation of Bank: Basel II, capital and risk requirements*, OUP, Oxford 2010, p. 297. Toezicht op de liquiditeit behoorde vanouds tot het domein van de host-state. Dit vindt zijn oorsprong in het Basel Concordat van 1975. Zie tevens R.J. Herring, 'Conflicts between Home & Host Country Prudential Supervisors', in: D.D. Evanoff, G.G. Kaufman en J.R. La Brosse (red.), *International Financial Instability: Global Banking and National Regulation*, World Scientific Publishing Co. Singapore 2007, geraadpleegd op <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/07/0733.pdf>, p. 2. In het Concordat werd hiervoor als reden gegeven dat het liquiditeitstoezicht verweven is met het monetaire beleid. Dit is uiteraard alleen logisch als het bijkantoor ook daadwerkelijk in de lokale valuta actief is. Dit is niet altijd het geval (zie Herring hiervoor p. 4).

⁸¹⁷ CRD, art. 30.

⁸¹⁸ CRD, art. 33.

geïnformeerd. De Commissie kon besluiten, dat de host-state de conservatoire maatregelen moest wijzigen of intrekken.

Bevoegdheden host-state bij schending van CRD IV

Deze bevoegdheid voor de host-state komt in gewijzigde vorm terug in CRD IV.⁸¹⁹ In het Commissie voorstel voor CRD IV waren de enige relevante verschillen ten opzichte van CRD I (i) dat de host-state, conservatoire maatregelen uitgezonderd, niet zelf mocht ingrijpen bij de kredietstelling, maar slechts een verzoek mocht doen aan de home-state om in te grijpen en (ii) dat de host-state ook al actie mocht ondernemen als deze aannam dat de relevante regels werden overtreden en (iii) dat dit alle CRD IV regels betrof (niet meer alleen de regels die onder toezicht van de host-state vielen).⁸²⁰ Greep de home-state dan niet in, dan kon de Geschillenprocedure worden gevolgd.

Dit voorstel van de Europese Commissie is vrijwel ongeschonden door het wetgevingsproces gekomen. Voornaamste wijzigingen waren (i) dat de host-state al actie mocht ondernemen als er een wezenlijk risico bestond, dat de kredietinstelling niet zal voldoen aan de relevante regelgeving en (ii) werd verduidelijkt dat de conservatoire maatregelen “noodzakelijk moeten zijn om bescherming te bieden tegen financiële instabiliteit die een ernstige bedreiging van de collectieve belangen van deposanten, beleggers en cliënten in de host-state zou vormen.”⁸²¹ De bevoegdheid om de host-state op te dragen de noodmaatregelen in te trekken is verlegd van de Commissie naar EBA overeenkomstig de Geschillenprocedure. Tot dusverre ligt CRD IV nog in lijn met CRD I. De procedure is hiermee dus als volgt:

- (i) de kredietinstelling overtreedt regels uit CRD IV, althans er bestaat hierop een wezenlijk risico;
- (ii) de home-state wordt geïnformeerd, neemt maatregelen en informeert de host-state over deze maatregelen;
- (iii) de host-state start de Geschillenprocedure ;

Met andere woorden: de host-state mag eerder dan onder CRD I bij de home-state aan de bel trekken dat er is iets mis is,⁸²² maar mag zelf geen maatregelen treffen jegens de kredietinstelling. Dit ligt voor de hand, nu de host-state geen eigen toezichtsbevoegdheden meer heeft onder CRD IV. Het liquiditeitstoezicht op bijkantoren is in CRD IV namelijk niet langer een taak van de host-state, maar ook exclusief aan de home-state toebedeeld. Deze bepaling ziet dus niet meer op regels die onder de competentie van host-state vallen, maar op alle regels onder CRD IV, die dus in beginsel onder de home-state vallen.⁸²³ De host-state mag ook minder snel conservatoire maatregelen treffen, nu verduidelijkt is dat deze noodzakelijk moeten zijn om bescherming te bieden tegen financiële instabiliteit die een ernstige bedreiging van de collectieve belangen van deposanten, beleggers en cliënten in de host-state zou vormen.⁸²⁴

⁸¹⁹ CRD IV, art. 41.

⁸²⁰ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende het aanvullende toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen in een financieel conglomeraat, 20 juli 2011, COM (2011) 453 definitief, 2011/0203 (COD), art. 41.

⁸²¹ CRD IV, art. 43.

⁸²² In zelfde zin A. de la Mata Muñoz, *The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision*, *EBOR* 2010, p. 597.

⁸²³ In zelfde zin A. de la Mata Muñoz, *The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision*, *EBOR* 2010, p. 597.

⁸²⁴ CRD IV, art. 43.

Echter ook de regeling voor het delen van informatie tussen home-state en host-state werd in CRD IV uitgewerkt. Zoals nader toegelicht in paragraaf 4.5.3.9, betreft deze informatie de gehele kredietinstelling en is deze niet beperkt tot informatie die specifiek relevant is voor het bijkantoor of de dienstverrichting. Dit is belangrijk, nu deze informatieregeling gepaard gaat met de bevoegdheid voor de host-state om op basis van deze informatie te handelen. In het voorstel van de Commissie moest de home-state slechts desgewenst uitleggen hoe hij rekening houdt met de door de host-state medegedeelde inlichtingen en bevindingen.⁸²⁵ Als de host-state het antwoord niet bevredigend vond, kon hij de Geschillenprocedure aanhangig maken. Gedurende het wetgevingsproces echter is dit aangepast. De uiteindelijke regeling zoals neergelegd in CRD IV houdt in, dat de host-state zelf maatregelen mag treffen mits aan de volgende voorwaarden is voldaan:⁸²⁶

- (i) de home-state heeft naar het oordeel van de host-state onvoldoende opvolging gegeven aan de inlichtingen en bevindingen;
- (ii) de home-state en EBA zijn geïnformeerd;
- (iii) de maatregelen moeten passend zijn (dit is dus een eis van proportionaliteit);
- (iv) het doel van de maatregelen moet zijn om verdere inbreuken te voorkomen om de belangen van depositanten, beleggers en andere personen voor wie diensten worden verricht te beschermen of de stabiliteit van het financiële stelsel te bewaren;
- (v) als de home-state het niet eens is met de maatregelen van de host-state, dan kan de home-state de Geschillenprocedure starten.

Het vreemde is, dat er onder CRD IV twee overlappende en afwijkende bepalingen zijn op basis waarvan de host-state mag optreden, maar die beide dezelfde normen betreffen. Een zinvolle verklaring heb ik hiervoor niet kunnen vinden. Naar mijn oordeel echter kan de host-state kiezen op basis van welke procedure deze ingrijpt, nu beide procedures het fiat van de wetgever hebben.

4.5.3.5. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?

De host-state dient het paspoort van de kredietinstelling te accepteren en mag geen belemmeringen opwerpen om de rechten onder dit paspoort door middel van een bijkantoor uit te oefenen. Met name is het de host-state verboden een vergunning of dotatiekapitaal⁸²⁷ voor te schrijven voor bijkantoren.⁸²⁸ Het prudentieel toezicht behoort tot de uitsluitende bevoegdheden van de home-state.⁸²⁹ De home-state en host-state zagen onder CRD I gezamenlijk toe op de liquiditeit.⁸³⁰ Bij CRD IV wordt ook het liquiditeitstoezicht geharmoniseerd en volledig toegewezen aan de home-state.⁸³¹ Mijn conclusie is derhalve dat er geen regels uit CRD IV zijn die vallen onder de competentie van de host-state.⁸³²

⁸²⁵ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende het aanvullende toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen in een financieel conglomeraat, 20 juli 2011, COM (2011) 453 definitief, 2011/0203 (COD), art. 51 lid 4.

⁸²⁶ CRD IV, art. 50 lid 4. Deze bepaling is voor zover ik kan nagaan het eerst in CRD IV verschenen in een voorstel van de Raad, namelijk Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende het aanvullende toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen in een financieel conglomeraat - Compromis van het voorzitterschap, 9 januari 2012, 5107/12, p. 43.

⁸²⁷ Met dotatiekapitaal wordt bedoeld een afgescheiden vermogen voor het bijkantoor.

⁸²⁸ CRD IV, art. 17.

⁸²⁹ CRD IV, art. 49 lid 1, preambule 15 en 25.

⁸³⁰ CRD, art. 41 en L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 168.

⁸³¹ CRD IV, art. 156 geeft namelijk slechts een tijdelijke uitzondering. Zie ook CRD IV, preambule 76 en 77 en uitvoerig de brief van de Commissie naar aanleiding van vragen van het Roemeense Parlement van 6 juli 2012, C 2012 4457 def. te raadplegen op

4.5.3.6. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor

De host-state heeft bij dienstverrichting via een bijkantoor de volgende extra bevoegdheden ten opzichte van dienstverrichting zonder bijkantoor.

Inwinnen informatie door host-state

De host-state mag om een periodiek verslag verzoeken over de werkzaamheden die in de host-state worden verricht.⁸³³ Het desbetreffende artikel geeft aan dat deze verslagen enkel mogen worden verlangd voor informatiedoeleinden of voor statistische doeleinden, om te kunnen bepalen of een bijkantoor significant is -waarover meer in paragraaf 4.5.3.8- en voor de toezichtdoeleinden waartoe de host-state bevoegd is. De preambule voegt hieraan toe dat deze bevoegdheden mogen worden uitgeoefend, als de host-state dit met het oog op de financiële stabiliteit relevant acht.⁸³⁴

Inspectie ter plaatste door host-state

De host-state mag ook het bijkantoor in de host-state inspecteren.⁸³⁵ Voorwaarde is wel dat de host-state dit in het belang acht van de stabiliteit van het financiële stelsel in de host-state. Voorafgaand aan deze inspecties raadpleegt de host-state de home-state.⁸³⁶ De host-state moet dan de verkregen informatie en bevindingen delen met de home-state.

4.5.3.7. Bevoegdheden host-state bij significante bijkantoren

De home-state dient extra samen te werken met de host-state van een significant bijkantoor. Het desbetreffende artikel uit CRD begint weliswaar vast te stellen dat "de kwalificatie van een bijkantoor als significant geen afbreuk doet aan de rechten en plichten van de bevoegde autoriteiten in het kader van deze richtlijn",⁸³⁷ maar vervolgens worden diverse extra rechten aan de host-state toegekend.

Een belangrijk recht is om geraadpleegd te worden over plannen ter beheersing van het liquiditeitsrisico (liquiditeitsherstelplannen). Indien de host-state het niet eens is met de besluiten van de home-state over de liquiditeitsherstelplannen, dan kan de host-state de Geschillenprocedure starten.⁸³⁸

Daarnaast heeft de host-state van een significant bijkantoor zitting in het college van toezichthouders, waarover meer in paragraaf 4.5.3.13.

Tot slot heeft de host-state het recht om extra informatie te ontvangen over de kredietinstelling.⁸³⁹

http://ec.europa.eu/dgs/secretariat_general/rerelations/rerelations_other/npo/docs/romania/2011/com20110453/com20110453_deputatilor_reply_en.pdf.

⁸³² Onder CRD I zag de host-state ook toe op de maatregelen die voortvloeien uit het monetair beleid. Ofschoon de desbetreffende bepaling niet is terugkomen, dient dit naar mijn oordeel nog steeds te gelden. Er is namelijk geen bewuste keus gemaakt deze bevoegdheid elders te leggen. Overigens bevatte noch CRDI noch CRD IV regels over monetair beleid. Naar mijn oordeel viel en valt dit buiten het geharmoniseerd gebied van CRD en was de opmerking in CRD I meer slechts ter overvloede. Ook zonder deze opmerking kon de host-state zijn eigen monetair beleid voeren. Zie nader CRD I, art. 41 tweede alinea en L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 168.

⁸³³ CRD IV, art. 40.

⁸³⁴ CRD IV, preambule 26.

⁸³⁵ CRD IV, art. 52 lid 3 en art. 99 lid 4.

⁸³⁶ Het staat er niet, maar waarschijnlijk heeft dit als doel te voorkomen dat de host-state de kredietinstelling lastigvalt met een controle of informatieverzoek, terwijl de home-state deze controle reeds heeft gedaan of reeds over deze informatie beschikt.

⁸³⁷ CRD IV, art. 51 lid 1 laatste alinea.

⁸³⁸ CRD IV, art. 51 lid 2 laatste alinea.

⁸³⁹ CRD IV, art. 51 lid 2.

4.5.3.8. Wanneer is een bijkantoor significant?

Significante bijkantoren zijn bijkantoren die van bijzonder belang zijn voor de economie van de host-state. Deze categorie is ingevoerd na de crisis om host-states meer bevoegdheden te geven ten aanzien van bijkantoren die van significant belang zijn voor de nationale economie.⁸⁴⁰

De host-state kan de home-state of de consoliderend toezichthouder van de groep verzoeken een bijkantoor als significant aan te merken.⁸⁴¹ In het verzoek wordt toegelicht waarom het bijkantoor significant is. CRD noemt expliciet de volgende omstandigheden:

- (i) of het marktaandeel in deposito's van het bijkantoor in de host-state meer dan 2 % bedraagt;
- (ii) wat de vermoedelijke gevolgen van een opschorting of beëindiging van de werkzaamheden van de instelling voor de liquiditeit van het systeem en de betalings-, clearing- en afwikkelingssystemen in de host-state zullen zijn;
- (iii) de omvang en het belang van het bijkantoor, wat het aantal cliënten betreft, binnen het bancaire of financiële stelsel in de host-state.

Vervolgens moeten de home-state, host-state en indien van toepassing de consoliderend toezichthouder overeenstemming bereiken over de vraag of een bijkantoor significant is. Lukt dat niet binnen 2 maanden, dan neemt de host-state zelf een besluit waaraan de andere lidstaten zich dan moeten houden. Er is bewust voor gekozen de host-state hier doorzettingsmacht te geven en deze beslissing niet aan EBA over te laten.⁸⁴² Het lag politiek te gevoelig om EBA hier doorzettingsmacht en daarmee de macht van de host-states in te perken.

Inmiddels zijn er ook voorstellen gelanceerd om een categorie 'significant-plus' bijkantoren te onderscheiden.⁸⁴³ Deze bijkantoren zijn hetzij van essentieel belang voor de host-state, hetzij maken een substantieel deel uit van de groep als geheel. Dit vereist nog meer betrokkenheid van de host-state en nog intensievere samenwerking tussen home en host-state.

4.5.3.9. Samenwerking home-state en host-state

CRD IV roept lidstaten herhaaldelijk op nauw met elkaar samen te werken bij het toezicht. Lidstaten moeten elkaar alle gegevens verstrekken betreffende het bestuur en de eigendom van de kredietinstelling waardoor het toezicht op die kredietinstelling en het onderzoek van de voorwaarden voor het verlenen van een vergunning aan die kredietinstelling kan worden vergemakkelijkt en alle gegevens die het toezicht op deze kredietinstelling, met name op het gebied van liquiditeit, solvabiliteit, depositogarantie, beperking van grote risicoblootstellingen, andere factoren die van invloed kunnen zijn op het door de kredietinstelling gevormde systeemrisico, administratieve en boekhoudkundige procedures en internecontrolemechanismen kunnen vergemakkelijken.⁸⁴⁴

De gedachte is ten eerste, dat de host-state in dringende gevallen steeds moet kunnen nagaan of de werkzaamheden van een kredietinstelling op haar grondgebied in overeenstemming zijn met de wet, en met de beginselen van goede administratieve en boekhoudkundige procedures en van adequate interne controle.⁸⁴⁵ Belangrijk is hierbij om te realiseren, dat deze informatie niet beperkt is tot zaken

⁸⁴⁰ A. de la Mata Muñoz, *The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision*, *EBOR* 2010, p. 596.

⁸⁴¹ CRD IV, art. 51 lid 1.

⁸⁴² CRD IV, preambule 11.

⁸⁴³ Zie EBA, Consultation Paper Draft Guidelines on supervision of significant branches, 20 december 2016, EBA/CP/2016/24.

⁸⁴⁴ CRD IV, art. 50.

⁸⁴⁵ CRD IV, preambule 28.

die specifiek de host-state aangaan. Zo moet de home-state de host-state ook informeren over de solvabiliteit van de *hele* onderneming, zelfs als dit geen direct effect heeft op de dienstverrichting in de host-state. Ten tweede heeft de samenwerking tot doel om te voorkomen dat kredietinstellingen door verschillende toezichthouders worden lastig gevallen.⁸⁴⁶ Hier heeft men dus ook het belang van de kredietinstelling op het oog.

In de praktijk zal het vooral de host-state zijn die informatie ontvangt van de home-state, maar in beginsel rust deze wederzijdse informatieverplichting ook op de host-state.

De te verstrekken informatie is geconcretiseerd in een gedelegeerde verordening en een uitvoeringsverordening.⁸⁴⁷ Bij dienstverrichting zonder bijkantoor is deze informatie beperkt. Deze moet louter op verzoek van de host-state worden verstrekt en betreft dan louter informatie over overtredingen van de CRD die door de home-state zijn geconstateerd of over de activiteiten in de host-state (zoals welke activiteiten worden verricht, hoeveel deposito's worden aangetrokken en hoeveel leningen worden uitgezet). In de CRD zelf wordt de home-state ook de verplichting opgelegd de host-state proactief te informeren in geval van liquiditeitsspanning. Hierbij wordt in de CRD geen onderscheid gemaakt tussen dienstverrichting met of zonder bijkantoor.⁸⁴⁸ In de gedelegeerde verordening wordt deze verplichting alleen uitgewerkt voor bijkantoren.⁸⁴⁹ Naar mijn oordeel is dit onjuist en dient op basis van de tekst van de CRD deze informatie ook te worden verstrekt in geval van grensoverschrijdende dienstverrichting *zonder* bijkantoor. Bij dienstverrichting met bijkantoor is de informatie die op ingevolge de verordening moet worden verstrekt vergaand.⁸⁵⁰ Zo moet de home-state de host-state van een bijkantoor gedetailleerd informeren over de liquiditeit en solvabiliteit van de kredietinstelling, waarbij de informatie nadrukkelijk niet beperkt is tot het bijkantoor. Als de samenwerking bij informatie-uitwisseling onbevredigend verloopt, kan een lidstaat de Geschillenprocedure starten. De mate van detail is naar mijn oordeel zo groot, dat de facto sprake is van geïnstitutionaliseerd wantrouwen. Naar mijn oordeel is dit het resultaat van de financiële crisis van 2008-2009, waarin men tot de conclusie is gekomen dat tegen de Europese orthodoxie in, lidstaten elkaar in de praktijk niet konden vertrouwen.

Net als bij de MiFID bepaalt de CRD dat de home-state het recht heeft ter plekke onderzoek te doen bij het bijkantoor.⁸⁵¹

4.5.3.10. Geconsolideerd toezicht geïntroduceerd

Kredietinstellingen kennen in aanvulling op het systeem waarbij de home-state toezicht houdt, het geconsolideerde toezicht.⁸⁵² Dit toezicht doet recht aan de realiteit dat binnen een bankengroep de

⁸⁴⁶ CRD IV, preambule 45.

⁸⁴⁷ Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 524/2014 van de Commissie van 12 maart 2014 tot aanvulling van Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen ter specificatie van de informatie die de bevoegde autoriteiten van de lidstaten van herkomst en van ontvangst aan elkaar verstrekken en Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 620/2014 van de Commissie van 4 juni 2014 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen betreffende informatie-uitwisseling tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaten van herkomst en van ontvangst, overeenkomstig Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad. Zie ook het CEBS advies ter zake CEBS, Advice on information required to be exchanged under Article 42 CRD, CEBS 2009 95 en EBA, Consultation Paper Draft Implementing Technical Standards (ITS) on collaboration concerning supervision between home and host Member States in relation to sharing of information in accordance with Article 50 (7) of the Capital Requirements Directive (CRD), 8 juli 2013. EBA/CP/2013/26.

⁸⁴⁸ CRD IV, art. 50 lid 3.

⁸⁴⁹ Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 524/2014 van de Commissie van 12 maart 2014 tot aanvulling van Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen ter specificatie van de informatie die de bevoegde autoriteiten van de lidstaten van herkomst en van ontvangst aan elkaar verstrekken, art. 17.

⁸⁵⁰ Zie voor een overzicht van de informatie die moet worden verstrekt Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 524/2014 van de Commissie van 12 maart 2014 tot aanvulling van Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen ter specificatie van de informatie die de bevoegde autoriteiten van de lidstaten van herkomst en van ontvangst aan elkaar verstrekken, art. 3 t/m. 15.

⁸⁵¹ CRD, art. 52 lid 1. Zie nader paragraaf 4.5.2.6 hierboven.

financiële gezondheid van een dochter niet los kan worden gezien van die van de moeder en de rest van de groep en andersom de gezondheid van de rest van de groep mede afhangt van de gezondheid van de dochter. De eerste reden hiervoor is dat als een groepsmaatschappij faalt, hierdoor ook het vertrouwen in de kredietinstelling zelf wegvalt.⁸⁵³ Ten tweede zijn veel dochtervennootschappen in de praktijk afhankelijk van de groep voor funding en groepsbrede processen en diensten (bijv. IT, risk management, trading etc). De la Mata Munoz maakt daarom onderscheid tussen ‘subsidiaries’ en ‘stand-alone subsidiaries’.⁸⁵⁴ Alleen die laatste kunnen zelfstandig voortbestaan zonder de groep. Ten derde speelt een rol, dat hetzelfde kapitaal binnen groepen meerdere malen gebruikt zou kunnen worden om aan de kapitaaleisen te voldoen.⁸⁵⁵ Groepstoezicht kan dit opsporen en voorkomen, omdat een toezichthouder dan ook de groep als geheel beschouwt.

In essentie komt het erop neer dat de moeder verplicht wordt aan de consoliderend toezichthouder ook informatie te verstrekken over de dochters en dat de moeder door haar toezichthouder ook op de financiële gezondheid van de dochters kan worden aangesproken. Voor zover alle gereguleerde entiteiten binnen een groep zich binnen dezelfde lidstaat bevinden, is dit geconsolideerde toezicht voor dit onderzoek niet relevant. Als deze entiteiten zich in verschillende lidstaten bevinden, dan vormt het geconsolideerde toezicht een breuk met het systeem van home-state control, nu de home-state van een kredietinstelling zal moeten dulden dat ook een andere lidstaat -weliswaar indirect- toezicht houdt en over zijn schouder meekijkt. Deze inbreuk berust echter op een uitdrukkelijke keuze in de CRD.⁸⁵⁶ Naast de gereguleerde dochters individueel moet ook de gereguleerde moeder geconsolideerd voldoen aan de minimum kapitaaleisen.⁸⁵⁷ Bovendien moeten de governance, het risicomangement en het beloningsbeleid van de hele groep ook op geconsolideerde basis aan de eisen van CRD IV voldoen.⁸⁵⁸

4.5.3.11. Wie houdt het geconsolideerde toezicht?

De vraag welke lidstaat het geconsolideerde toezicht houdt, hangt af van de precieze groepsstructuur:⁸⁵⁹

- (i) Als de topholding van de bankengroep zelf een kredietinstelling is, wordt het geconsolideerd toezicht uitgeoefend door de home-state van deze kredietinstelling.
- (ii) Als de topholding -al dan niet via tussenschakels- verscheidene kredietinstellingen houdt met verschillende home-states en één van deze kredietinstellingen is gevestigd in dezelfde lidstaat als de topholding, dan is de consoliderend toezichthouder die lidstaat waar de topholding is gevestigd.
- (iii) Als de topholding zich buiten de Europese Unie bevindt en verscheidene lidstaten zowel een kredietinstelling als tussenholding huisvesten, dan is de home-state van de kredietinstelling met het hoogste balanstotaal de consoliderend toezichthouder voor de hele Europese Unie.
- (iv) Als de topholding is gevestigd in een andere lidstaat dan de kredietinstellingen, dan is de home-state van de kredietinstelling met het hoogste balanstotaal de consoliderend toezichthouder.

⁸⁵² Zie nader E. Wymeersch, *The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe*, *CML Rev.* 2005, p. 1004 en E.P.M. Joosen en C.W.M. Lieverse, *Financieel recht en internationale financiële groepen*, *Ondernemingsrecht* 2015, p. 579-582.

⁸⁵³ S. Gleeson, *International Regulation of Bank: Basel II, capital and risk requirements*, OUP, Oxford 2010, p. 317.

⁸⁵⁴ A. de la Mata Muñoz, *The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision*, *EBOR* 2010, p. 587.

⁸⁵⁵ S. Gleeson, *International Regulation of Bank: Basel II, capital and risk requirements*, OUP, Oxford 2010, p. 324 en 329 e.v.

⁸⁵⁶ CRD IV, art. 49 lid 2.

⁸⁵⁷ CRD IV, art. 108 lid 2 en lid 3.

⁸⁵⁸ CRD IV, art. 109 lid 2 en lid 3.

⁸⁵⁹ CRD IV, art. 111. Zie tevens S. Gleeson, *International Regulation of Bank: Basel II, capital and risk requirements*, OUP, Oxford 2010, p. 345.

In bijzondere gevallen mogen de betrokken lidstaten onderling overeenkomen af te zien van de criteria in (ii) t/m (iv) als de toepassing ervan, gelet op de instellingen en op het relatieve belang van de werkzaamheden van die instellingen in verschillende landen, ongepast zou zijn. Hieruit spreekt de gedachte dat een bankengroep onder geconsolideerd toezicht moet staan van de lidstaat waar deze de grootste aanwezigheid heeft.⁸⁶⁰ Als lidstaten een andere consoliderend toezichthouder aanwijzen, moeten zij zowel EBA als de Commissie hiervan op de hoogte stellen.⁸⁶¹

4.5.3.12. Wie zitten in het college van toezichthouders?

Zoals hierna zal worden toegelicht, wordt bij geconsolideerd toezicht samengewerkt in een college van toezichthouders. In dit college zitten de consoliderend toezichthouder, de home-states van kredietinstellingen die deel uitmaken van de groep, de host-state van de significante bijkantoren en EBA.⁸⁶² Centrale banken kunnen aan het college deelnemen uit hoofde van hun monetaire verantwoordelijkheid.

4.5.3.13. De samenwerking in het college

Binnen het college van toezichthouders wordt samengewerkt en informatie uitgewisseld.⁸⁶³ De consoliderend toezichthouder zit het college voor en coördineert de werkzaamheden.⁸⁶⁴ Deze heeft daardoor als extra taken:⁸⁶⁵

- (i) coördinatie van de vergaring en verspreiding van informatie die relevant of essentieel is in normale bedrijfsomstandigheden en in noodsituaties;
- (ii) planning en coördinatie, in samenwerking met de betrokken lidstaten, van de toezichtactiviteiten in normale bedrijfsomstandigheden;
- (iii) planning en coördinatie, in samenwerking met de andere bevoegde autoriteiten en zo nodig met de centrale banken, van de toezichtactiviteiten bij de voorbereiding op- en in noodsituaties.

In geval de samenwerking binnen het college onvoldoende vruchtbaar verloopt, dan kan een lidstaat de Geschillenprocedure starten of kan EBA op eigen initiatief ingrijpen.⁸⁶⁶

Samenwerking in noodsituaties

Indien zich een noodsituatie (met betrekking tot de financiële stabiliteit of liquiditeit) voordoet, waarschuwt de consoliderende toezichthouder, zo spoedig mogelijk de EBA en de andere lidstaten en deelt hij hun alle informatie mee die voor de uitoefening van hun taken van essentieel belang is.⁸⁶⁷ Bij een noodsituatie

⁸⁶⁰ Zie tevens CRD IV, preambule 16.

⁸⁶¹ CRD IV, art. 111 lid 6. Zie tevens S. Gleeson, *International Regulation of Bank: Basel II, capital and risk requirements*, OUP, Oxford 2010, p. 345.

⁸⁶² CRD IV, art. 116 lid 1 en 6.

⁸⁶³ CRD IV, art. 116 en 117. De procedurele regels ingevolge CRD IV, art. 116 lid 4 en lid 5 voor deze samenwerking worden nader uitgewerkt door EBA en de Europese Commissie. Zie EBA, Consultation Paper Draft regulatory technical standards on general conditions of the functioning of colleges of supervisors in accordance with Article 51 (4) and Article 116 (4) of Directive 2013/36/EU (Capital Requirements Directive - CRD IV) and Draft implementing technical standards on the operational functioning of colleges of supervisors in accordance with Article 51 (5) and Article 116 (5) of Directive 2013/36/EU (Capital Requirements Directive - CRD IV), 3 juli 2014, EBA/CP/2014/12 en CRD Gedelegeerde Verordening 2016/98. Zie hoe dit praktisch gaat EBA, Accomplishment of the EBA Colleges Action Plan for 2014 and establishment of the EBA Colleges Action Plan for 2015.

⁸⁶⁴ CRD IV, art. 116 lid 7.

⁸⁶⁵ CRD IV, art. 112 lid 1. Zie ook G. A. Ferrarini and F. Chiodini, Nationally Fragmented Supervision Over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A Critical Analysis of Recent EU Reforms, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, OUP 2012, p. 217-218.

⁸⁶⁶ CRD IV, art. 112 lid 2, art. 116, lid 9 en 117 lid 2.

⁸⁶⁷ CRD IV, art. 114.

4.5.3.14. De bevoegdheden van het college

Vervolgens dient men binnen het college overeenstemming te bereiken over de volgende onderwerpen/besluiten:⁸⁶⁸

- (i) het kapitaal dat moet worden aangehouden op het niveau van de topholding en door de dochters;
- (ii) het liquiditeitstoezicht en het management van het liquiditeitsrisico.

De besluiten die op basis van dit overleg worden genomen, gelden als besluiten van de desbetreffende lidstaten.⁸⁶⁹ Met andere woorden: ook al heeft een lidstaat meegepraat over de kapitaalsvereisten van de topholding, dan blijft het besluit hierover uiteindelijk juridisch alleen toerekenbaar aan de consoliderend toezichthouder. Andersom geldt een besluit ten aanzien van een dochter als uitsluitend genomen door de toezichthouder van de dochter. Strikt genomen dient alleen met de home-states van de diverse kredietinstellingen overeenstemming te worden bereikt over deze punten en niet met de host-state van een significant bijkantoor, maar aangezien de discussie plaatsvindt binnen het college van toezichthouders is aannemelijk dat de host-state geraadpleegd wordt. Het hangt dan van de al dan niet coöperatieve houding van de home-state af of de host-state van het bijkantoor daadwerkelijk invloed heeft.⁸⁷⁰ Als de lidstaten het niet eens worden, dan kan de Geschillenprocedure worden gestart.⁸⁷¹ Komt ook EBA er niet uit, dan neemt elke lidstaat zelf een besluit, de consoliderend toezichthouder voor de groep, de andere lidstaten voor hun lokale dochterondernemingen.⁸⁷²

De CRR schrijft exacte regels voor voor de berekening van de solvabiliteit en liquiditeit van kredietinstellingen. Een kredietinstelling kan deze berekenen op basis van dit in de CRR voorgeschreven rekenmodel, maar kan ook een eigen rekenmodel maken. In dat laatste geval is toestemming van de toezichthouder nodig. Om te voorkomen dat er verschillende rekenregels moeten worden gehanteerd in één groep schrijft CRR voor dat de betrokken toezichthouders groepsbreed overeenstemming moeten bereiken over het rekenmodel.⁸⁷³ Mocht geen overeenstemming worden bereikt en mocht ook de Geschillenprocedure niet tot een oplossing hebben geleid, dan kan de consoliderend toezichthouder zijn oordeel doorzetten voor de regels omtrent solvabiliteit en de toezichthouders van de dochters voor de regels omtrent liquiditeit. De oplettende lezer zal zich nu afvragen hoe deze alinea zich verhoudt tot de voorgaande. De verklaring is dat onder CRD IV/CRR op twee wijzen toezicht wordt gehouden. Enerzijds wordt onder CRR in 'Pilar I' strikt mathematisch het benodigde kapitaal berekend. Deze berekening resulteert in de kapitaal ratio. Anderzijds wordt in Pilar II opnieuw gekeken naar het kapitaal dat de onderneming moet aanhouden, maar dan op een minder mathematische wijze. Mocht een home-state van een dochter dus menen dat door een onjuiste

⁸⁶⁸ CRD IV, art. 113 lid 1. De praktische procedure afspraken om tot het gezamenlijk besluit te komen zijn uitgewerkt in Uitvoeringsverordening (EU) Nr. 710/2014 van de Commissie van 23 juni 2014 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de toepassingsvoorwaarden van het gezamenlijke besluitvormingsproces betreffende instellingsspecifieke prudentiële vereisten overeenkomstig Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad. Zie tevens EBA, Final draft regulatory and implementing technical standards on colleges of supervisors in accordance Articles 51 and 116 of Directive 2013/36/EU (Capital Requirements Directive), 19 december 2014, EBA/RTS/2014/16 en EBA/ITS/2014/07. Zie tevens G. A. Ferrarini and F. Chiodini, Nationally Fragmented Supervision over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A Critical Analysis of Recent EU Reforms, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, OUP 2012, p. 214-215.

⁸⁶⁹ CRD IV, art. 113 lid 3.

⁸⁷⁰ FSB, Nordic experience of cooperation on cross-border regulation and crisis resolution, Report from a RCG Working Group, 28 juli 2016, p. 7.

⁸⁷¹ CRD IV, art. 113 lid 3. In 2014 heeft EBA dit twee keer bemiddeld zo blijkt uit EBA, Accomplishment of the EBA Colleges Action Plan for 2014 and establishment of the EBA Colleges Action Plan for 2015, p. 35

⁸⁷² G. A. Ferrarini and F. Chiodini, Nationally Fragmented Supervision Over Multinational Banks as a Source of Global Systemic Risk: A Critical Analysis of Recent EU Reforms, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, OUP 2012, p. 217 meent dat de consoliderend toezichthouder dan ook zijn wil kan doordrukken bij de dochterondernemingen. Ik lees dit anders.

⁸⁷³ CRR, art. 20.

beslissing van de moeder onder Pilar I te weinig kapitaal wordt aangehouden, dan kan deze onder Pilar II alsnog meer kapitaal eisen.

4.5.3.15. Macro-economisch en systeemtoezicht

Onder CRD waren de regels voornamelijk micro-prudentieel van aard. De gedachte was destijds dat als alle kredietinstellingen individueel gezond zouden zijn, dit ook voor het bancaire stelsel als geheel zou gelden.⁸⁷⁴ Sinds de crisis is het macro-prudentiële toezicht meer op de voorgrond gekomen.⁸⁷⁵ Daarom bevat CRD IV een aantal instrumenten om ervoor te zorgen dat bij het toezicht op kredietinstellingen ook macro-economische overwegingen worden meegenomen. Ik zal deze kort toelichten, waarbij ik uiteraard vooral inga op de jurisdictievragen. Hierbij zijn twee vragen met name van belang:

- (i) Hoe wordt omgegaan met macro-economische instrumenten die worden toegepast op een dochter binnen een bankengroep waarop ook op geconsolideerd niveau toezicht wordt gehouden?
- (ii) Bepaalde macro-economische instrumenten kennen als aangrijpingspunt geen kredietinstellingen maar activa (bijvoorbeeld hypothecaire leningen voor huizen binnen een bepaalde lidstaat). De vraag is dan: hoe wordt omgegaan met buitenlandse kredietinstellingen die lokale activa bezitten?

Deze macro-economische instrumenten staan weliswaar in CRD IV/CRR maar vormen toch een apart stuk regelgeving met aparte bevoegdheden. Feit is namelijk dat juist de macro-economische omstandigheden per lidstaat kunnen verschillen en dus afwijkend beleid vereisen.⁸⁷⁶

Contracyclische kapitaalbuffer

CRD IV introduceert een contracyclische kapitaalbuffer.⁸⁷⁷ De gedachte achter deze buffer is, dat in tijden dat de economie soepel loopt (hoogconjunctuur) veel geleend wordt. Doordat kredietinstellingen dan extra kapitaal hiervoor moeten aanhouden, remt de contracyclische kapitaalbuffer de kredietgroei. Bovendien krijgen kredietinstellingen dan in goede tijden vet op de botten die in slechte tijden kan worden gebruikt om de winter door te komen.⁸⁷⁸ Omdat de conjunctuur per lidstaat verschilt, wordt de contracyclische kapitaalbuffer per lidstaat door deze lidstaat bepaald. De European Systemic Risk Board (ESRB) adviseert weliswaar,⁸⁷⁹ maar het is de lidstaat die besluit.⁸⁸⁰ Deze contracyclische kapitaalbuffer geldt dan voor alle activa die in deze lidstaat zijn gelokaliseerd.⁸⁸¹

Ook kredietinstellingen uit andere lidstaten kunnen lokale activa bezitten. Zo kan bijvoorbeeld een Duitse kredietinstelling een lening aan een Nederlander verstrekken om in Nederland een huis te kopen. Deze kredietinstellingen moeten dan de contracyclische kapitaalbuffer hanteren die is bepaald

⁸⁷⁴ D. Schoemaker, An Integrated Financial Framework for the Banking Union: Don't Forget Macro-Prudential Supervision, *Economic paper series* (nr 495) van de Europese Commissie, april 2013, p. 5 en Commission Staff Working Document accompanying document to the Proposal for the ESA Regulations and ESRB Regulations, impact assessment, 23 september 2009, SEC (2009) 1234, p. 6 en De Larosière Rapport, p. 38.

⁸⁷⁵ Zie uitvoerig over de hier na te bespreken instrumenten ESRB, Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector, maart 2014, EBA Opinion on the macroprudential rules in CRR/CRD, 30 juni 2014, EBA/Op/2014/06 en presentatie DNB (J. Kaijser), CRD IV capital buffers, 26 september 2013, <http://www.toezicht.dnb.nl/en/binaries/51-228962.pdf> geraadpleegd op 5 augustus 2015 en EBA, Report on the range of practices regarding macroprudential policy measures communicated to the EBA, juli 2015 en Commissie, Consultation document, Review of the EU Macro-prudential Policy Framework, 1 augustus 2016.

⁸⁷⁶ Commissie, Consultation document, Review of the EU Macro-prudential Policy Framework, 1 augustus 2016, p. 10.

⁸⁷⁷ CRD IV, art. 130 en 140 en E.P.M. Joosen, Nieuwe kapitaaleisen voor banken als gevolg van Bazel III/CRD IV *FR* 2012, p. 212.

⁸⁷⁸ CRD IV, preambule 79 en 80.

⁸⁷⁹ CRD IV, art. 135.

⁸⁸⁰ CRD IV, art. 136.

⁸⁸¹ Zie CRD Gedelegeerde Verordening 1152/2014/EU met daarin regels om te bepalen in welke lidstaat een activa dient te worden gelokaliseerd.

door de lokale lidstaat (in het voorbeeld Nederland dus).⁸⁸² Alleen als de contracyclische kapitaalbuffer hoger wordt vastgesteld dan 2,5%, zijn andere lidstaten niet verplicht dit contracyclische kapitaalbuffer percentage over te nemen.⁸⁸³ Een lidstaat kan wel aan de ESRB verzoeken aan te bevelen dat andere lidstaten het percentage boven de 2,5% overnemen. In het bijzonder bij lidstaten met veel bijkantoren is deze overname door buitenlandse toezichhouders noodzakelijk, wil het macro-economisch beleid effectief zijn.⁸⁸⁴

Instellingsspecifieke systeemrisico buffer

Systeemrelevante instellingen moeten extra kapitaal aanhouden. CRD IV onderscheidt mondiaal systeemrelevante instellingen (G-SIFIs) en andere systeemrelevante instellingen (O-SIFIs). Of een instelling mondiaal systeemrelevant is, wordt bepaald door de lidstaat die het geconsolideerde toezicht houdt op het hoogste niveau.⁸⁸⁵

O-SIFIs kunnen ook worden geïdentificeerd op een lager niveau in een bankengroep. Dit kan leiden tot de situatie dat voor de dochter een hogere buffer moet worden aangehouden dan de moeder. Als de moeder ook een SIFI is, dan is het percentage dat van toepassing is op de dochter niet hoger dan hetzij het percentage dat van toepassing is op de moeder hetzij 1%.⁸⁸⁶ Aldus wordt voorkomen dat de dochter een veel grotere systeemrelevantie buffer krijgt dan de moeder. Dit kan namelijk in de praktijk een mogelijkheid zijn om assets in een jurisdictie vast te houden en te voorkomen dat deze doorstromen naar de moeder van de groep in een andere jurisdictie.

Algemene systeemrisico buffer

Naast een instellingsspecifieke systeemrisicobuffer, kent CRD IV ook een algemene systeemrisicobuffer.⁸⁸⁷ Deze is bedoeld om niet cyclische en niet instellingsspecifieke macro-economische en systeemrisico's te mitigeren. Deze buffer kan worden toegepast op de hele financiële sector of op segmenten en zowel op individueel of geconsolideerd niveau.

Net als bij de contracyclische kapitaalbuffer kunnen ook bij de systeemrisicobuffer kredietinstellingen uit andere lidstaten deze lokale activa bezitten. Andere lidstaten kunnen de systeemrisicobuffer erkennen.⁸⁸⁸ Lidstaten kunnen ook aan de ESRB verzoeken een aanbeveling met die strekking te doen.

Bij het instellen van een systeemrisicobuffer moeten EBA, de Commissie, de ESRB en de andere relevante lidstaten worden geïnformeerd. Bij een systeemrisicobuffer van boven de 3% moet het advies van de Commissie over deze systeemrisico buffer worden afgewacht. Het advies van de Commissie is niet bindend, maar kan niet lichtvaardig worden genegeerd.

Wordt een systeemrisicobuffer van hoger dan 5% toegepast op een dochter van een buitenlandse kredietinstelling, dan zullen de ESRB en de Commissie adviseren. Als een van beiden negatief adviseert, kan de moeder de buffer voorleggen aan EBA die dan conform de Geschillenprocedure de knoop doorhakt.

⁸⁸² CRD IV, art. 140 lid 2. Dit betekent dus ook dat als een kredietinstelling in verschillende lidstaten activa heeft, voor al deze activa verschillende contracyclische kapitaalbuffer percentages worden toegepast. Zie voor een rekenvoorbeeld de DNB presentatie (J. Kaijser), CRD IV capital buffers, 26 september 2013 sheet 13 t/m 15, <http://www.toezicht.dnb.nl/en/binaries/51-228962.pdf> geraadpleegd op 5 augustus 2015

⁸⁸³ CRD IV, art. 137.

⁸⁸⁴ FSB, Nordic experience of cooperation on cross-border regulation and crisis resolution, Report from a RCG Working Group, 28 juli 2016, p. 20.

⁸⁸⁵ CRD IV, art. 131 lid 1. De tekst van CRD IV is op dit punt niet heel expliciet, maar naar mijn oordeel moet deze wel zo worden begrepen.

⁸⁸⁶ CRD IV, art. 131 lid 8.

⁸⁸⁷ CRD IV, art. 133.

⁸⁸⁸ CRD IV, art. 134.

Overigens kan de systeemrisico buffer ook worden toegepast op activa die zich in een andere lidstaat bevinden.⁸⁸⁹ Dit ligt echter niet heel erg voor de hand, want dit zou betekenen dat de kredietverlening met betrekking tot activa die zich in een andere lidstaat bevinden tot systeemrisico's kan leiden. Ik kan mij deze situatie niet goed voorstellen.

Risicogewicht van onroerend goed

De home-state kan het risicogewicht en in geval een kredietinstellingen die een intern model gebruikt de LGD (loss given default) van leningen voor zakelijk onroerend goed of niet-zakelijk onroerend goed vergroten vanwege redenen die de financiële stabiliteit betreffen.⁸⁹⁰ Dit heeft dan als gevolg dat een kredietinstelling meer kapitaal moet aanhouden voor deze leningen. Deze bepaling geldt ook voor kredietinstellingen uit andere lidstaten, die dan eveneens extra kapitaal moeten aanhouden voor deze activa.⁸⁹¹ Bij wijzigingen van het risicogewicht moet EBA worden geraadpleegd en bij wijzigingen in de LGD moet EBA worden geïnformeerd.

Overige maatregelen

Als dit hele arsenaal aan maatregelen niettemin onvoldoende zou zijn om systeemrisico's of macro-economische risico's te bestrijden, kan een lidstaat andere maatregelen nemen die zich binnen het geharmoniseerde gebied van CRD IV bevinden.⁸⁹² Er volgt dan een bijzondere procedure, waarbij de Raad op voorstel van de Commissie en na advies van ESRB en EBA de voorgestelde maatregel kan verwerpen. Deze maatregelen betreffen alleen die kredietinstellingen die onder toezicht van de home-state staan. Andere lidstaten kunnen echter ervoor kiezen de maatregelen voor hun bijkantoren in deze lidstaat te erkennen.⁸⁹³ De lidstaat kan ESRB vragen dit aan te bevelen.

4.5.3.16. Geconsolideerd toezicht bij voorbereiding van herstel en afwikkeling, herstel en afwikkeling van kredietinstellingen geïntroduceerd

Waar het toezicht voor de kredietcrisis uitsluitend gericht was op het bewaken van de financiële gezondheid van kredietinstellingen, is gedurende en na de crisis ook de vraag naar voren gekomen wat er dient te gebeuren, indien een kredietinstelling toch in de problemen komt. Dit heeft geresulteerd in de Bank Resolution en Recovery Directive (BRRD).⁸⁹⁴ De BRRD stelt inhoudelijke regels die beogen te bereiken (i) dat als de kredietinstelling nog gezond is al een plan klaarligt wat er moet gebeuren als de kredietinstelling in problemen komt, (ii) dat als een kredietinstelling in problemen komt, maatregelen mogelijk zijn om de situatie te keren en (iii) dat als de kredietinstelling niet meer te redden valt, deze kan worden afgewikkeld zonder dat de rest van het financiële systeem of de reële economie hieronder lijdt.⁸⁹⁵

Naast inhoudelijke regels voorziet de BRRD ook in samenwerkingsregels voor het geval een kredietinstelling of een groep met daarin een kredietinstelling in verscheidene lidstaten actief is. Net als bij het doorlopend toezicht moet bij de taken onder de BRRD worden samengewerkt in een college

⁸⁸⁹ CRD IV, art. 133 lid 8

⁸⁹⁰ CRR, art. 124 en 164.

⁸⁹¹ CRR, art. 124 lid 5 en 164 lid 7.

⁸⁹² CRR, art. 458

⁸⁹³ In praktijk gebeurt dit ook. Zie EBA, Report on the range of practices regarding macroprudential policy measures communicated to the EBA, juli 2015, p. 27

⁸⁹⁴ Zie over de BRRD Nader A.D.S. Hoebal en mr. M. Meijer Timmerman Thijssen, De vormgeving van het Single Resolution Mechanism: de introductie van een Single Resolution Board en nationale afwikkelingsautoriteiten, *FR* 2014, p. 495-501, V. S.G. Babis, European Bank Recovery and Resolution Directive: Recovery Proceedings for Cross-Border Banking Groups, *EBLR* 2014, p. 459-480 en G.W. Kastelein, *De Bankenunie en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 126), Kluwer, Deventer 2014.

⁸⁹⁵ BRRD, preambule 1.

om betere resultaten te behalen en overeenstemming te bereiken.⁸⁹⁶ De grondgedachte is namelijk dat herstel- en ontwikkelingsplannen op groepsniveau worden toegepast en dat daarbij rekening wordt gehouden met de financiële, technische en bedrijfsstructuur van de desbetreffende groep.⁸⁹⁷ Als er afzonderlijke herstel- en ontwikkelingsplannen op individueel niveau worden toegepast, dan moeten deze de groepsplannen niet in de wielen rijden.

De BRRD introduceert een nieuw soort toezichthouder, namelijk de afwikkelingsautoriteit.⁸⁹⁸ Deze afwikkelingsautoriteiten zijn echter langs nationale lijnen opgezet en volgen de jurisdictieregels van CRD IV. Dit betekent dus, dat als de toezichthouder van lidstaat A consoliderend toezichthouder onder CRD IV is, de afwikkelingsautoriteit van deze lidstaat automatisch consoliderend afwikkelingsautoriteit (of in de tekst van de BRRD: afwikkelingsautoriteit op groepsniveau) is.⁸⁹⁹ Ook met betrekking tot de vraag welke afwikkelingsautoriteiten en toezichthouders in het college zitten, volgt de BRRD de regels van CRD IV.⁹⁰⁰

Bij de toepassing van de BRRD dient net als bij het toezicht nadrukkelijk rekening te worden gehouden met de belangen van andere lidstaten waar de groep actief is en de rest van de Europese Unie.⁹⁰¹ Ik zal nu nader op deze samenwerkingsregels ingaan.

4.5.3.17. Bevoegdheidsverdeling binnen het college

Bij de samenwerking in het college moet onderscheid worden gemaakt tussen de fase dat de kredietinstelling nog gezond is en de fase dat de kredietinstelling in moeilijkheden verkeert.

De BRRD schrijft voor dat reeds in de gezonde fase een (groeps)herstelplan moet worden gemaakt.

Herstelplannen

Bij de herstelplannen berust de leiding in het college bij de consoliderend toezichthouder. Deze stelt het groepsherstelplan in concept op.⁹⁰² In dit groepsherstelplan worden zowel maatregelen voorgesteld die de moeder betreffen als de buitenlandse dochters.⁹⁰³ Dit plan wordt dan in concept gedeeld met de toezichthouders van dochters en significante bijkantoren. Vervolgens moet de consoliderend toezichthouder dit plan evalueren samen met de toezichthouders van de dochterondernemingen en die van de significante bijkantoren. Doel is dat de consoliderend toezichthouder en die van de dochterondernemingen overeenstemming bereiken over het groepsherstelplan.⁹⁰⁴ Frappant is dat de toezichthouders van de significante bijkantoren geen formele inspraak hebben in het groepsherstelplan.

Als er niet binnen 4 maanden overeenstemming wordt bereikt, nemen de consoliderend toezichthouder en de toezichthouders van de dochters ieder hun eigen besluit.⁹⁰⁵ Spant echter één van de betrokken toezichthouders de Geschillenprocedure aan, dan moet de toezichthouders afwachten en het besluit van EBA opvolgen. EBA kan echter niet over alle onderdelen van het herstelplan oordelen. Voorgestelde wijzigingen in de strategie en structuur van de kredietinstelling of wijziging in de

⁸⁹⁶ BRRD, preambule 17 en 33.

⁸⁹⁷ BRRD, preambule 32 en 99.

⁸⁹⁸ BRRD, art. 3 lid 3.

⁸⁹⁹ BRRD, art. 2 lid 44.

⁹⁰⁰ BRRD, art. 88 lid 2.

⁹⁰¹ BRRD, preambule 17, 34, 42, 83 en 97, art. 15 lid 1 en 87.

⁹⁰² BRRD, art. 7 lid 1.

⁹⁰³ BRRD, art. 7 lid 4.

⁹⁰⁴ BRRD, art. 8 lid 2.

⁹⁰⁵ BRRD, art. 8 lid 3 en 4.

governancestructuur vallen buiten de bemiddelende bevoegdheid van EBA.⁹⁰⁶ Uiteraard kan EBA wel niet-bindend bemiddelen. Belangrijk is om te merken dat de groepstoezichthouder geen doorzettingsmacht heeft.⁹⁰⁷ Gevolg kan dus zijn dat een dochter een eigen afwijkend herstelplan heeft.

Afwikkelingsplannen

Bij het opstellen van de afwikkelingsplannen zijn de afwikkelingsautoriteiten aan zet. Als er geen dochterondernemingen zijn binnen een groep, dan gaat er slechts één afwikkelingsautoriteit over de afwikkelingsplannen.⁹⁰⁸ Deze overlegt wel met de lidstaten van significante bijkantoren, maar verder hoeft de samenwerking niet te gaan. Bij een groep met dochterondernemingen dient te worden samengewerkt tussen de consoliderende afwikkelingsautoriteit en de afwikkelingsautoriteiten van de dochters.⁹⁰⁹ In beginsel wordt in samenwerking met de afwikkelingsautoriteiten van de dochters en na raadpleging van de afwikkelingsautoriteiten van significante bijkantoren een groepsafwikkelingsplan opgesteld. Belangrijk is dat in dit groepsafwikkelingsplan ook dient te worden aangegeven hoe de rekening van de afwikkeling verdeeld zal worden tussen diverse lidstaten.⁹¹⁰ De BRRD geeft gezichtspunten ten aanzien van hoe de rekening verdeeld zou kunnen worden, waarover meer aan het einde van deze paragraaf.⁹¹¹

Net als bij de herstelplannen kan EBA bemiddelen overeenkomstig de Geschillenprocedure, maar dit geldt niet voor zover een afwikkelingsautoriteit meent, dat een besluit van EBA budgettaire impact kan hebben.⁹¹² Hoewel dit al volgt uit de EBA Verordening zelf, is dit expliciet opgenomen. Verschil is echter tussen de algemene bepaling in de EBA Verordening en de specifieke bepaling in de BRRD, dat bij de bepaling in de BRRD de discretionaire marge bij de beoordeling of sprake is van budgettaire impact bij de lidstaat ligt. Belangrijk is om op te merken dat de groepstoezichthouder geen doorzettingsmacht heeft.⁹¹³ Gevolg kan dus zijn dat een dochter een eigen afwijkend afwikkelingsplan heeft.

Als een groep niet afwikkelaar is, kan de afwikkelingsautoriteit maatregelen treffen ten opzichte van de kredietinstelling in kwestie.⁹¹⁴ Bij groepen wordt hierbij wederom samengewerkt. De Geschillenprocedure kan worden gebruikt voor een selectie van de mogelijke maatregelen, namelijk de bevoegdheden om structurele wijzigingen in de vennootschapsrechtelijke structuur van de groep aan te brengen.⁹¹⁵

Financiële steunverlening

De BRRD voorziet ook in de mogelijkheid dat groepsentiteiten afspreken elkaar in zware tijden financieel bij te staan.⁹¹⁶ Dit is belangrijk, omdat juist in financiële zware tijden toezichthouders proberen de assets in hun jurisdictie en in de lokale dochter te houden. De toezichthouders moeten tweemaal toestemming geven. Eenmaal vooraf als de groep nog gezond is op het moment waarop de

⁹⁰⁶ BRRD, art. 8 lid 7.

⁹⁰⁷ BRRD, art. 8 lid 4.

⁹⁰⁸ BRRD, art. 10 lid 1.

⁹⁰⁹ BRRD, art. 12 en 13.

⁹¹⁰ BRRD, art. 12 lid 3 sub f.

⁹¹¹ BRRD, art. 107 lid 5.

⁹¹² BRRD, art. 13 lid 9 en 10.

⁹¹³ BRRD, art. 13 lid 6.

⁹¹⁴ BRRD, art. 17.

⁹¹⁵ BRRD, art. 18 lid 9.

⁹¹⁶ BRRD, art. 19.

afpraak om elkaar in financieel zware tijden bij te staan gemaakt wordt.⁹¹⁷ Op dit tijdstip kan EBA in de Geschillenprocedure de doorslag geven.⁹¹⁸

De toezichthouder van een entiteit die steun geeft, kan echter ook bezwaar maken op het moment waarop de steun wordt geconsumeerd.⁹¹⁹ De mogelijke gronden van bezwaar zijn naar mijn oordeel ruim. Zo kan de lokale toezichthouder bezwaar maken, omdat de lokale entiteit door steunverlening zelf niet meer aan CRD IV zou voldoen, deze onvoldoende solvabel of liquide zou worden of doordat dit de financiële stabiliteit in desbetreffende lidstaat bedreigt. Dan kan EBA slechts vrijblijvend bemiddelen, maar de lokale toezichthouder geeft de doorslag. In de praktijk kan de lokale toezichthouder de verlening van financiële steun dus verhinderen. Dit is belangrijk, omdat één van de problemen die tijdens de crisis werd gesignaleerd was, dat lokale toezichthouders probeerden de activa in hun jurisdictie te houden.⁹²⁰

Vroegtijdige interventie

De toezichthouders beschikken over vroegtijdige interventie maatregelen.⁹²¹ Deze zijn erop gericht te voorkomen dat een kredietinstelling de regels van CRD IV in de nabije toekomst waarschijnlijk gaat overtreden, of om bestaande overtredingen te keren. Ook hier geldt weer, dat er zo veel mogelijk naar een gezamenlijk besluit moet worden toegewerkt.⁹²² De Geschillenprocedure kan worden gebruikt voor een deel van de mogelijke besluiten.⁹²³ Het gaat dan om de tenuitvoerlegging van de maatregelen in het herstelplan om de kapitaalspositie te verstevigen of wijzigingen aan de juridische of operationele structuur. Naar mijn oordeel is de rol van EBA hier belangrijk, nu het gaat om de besluiten waarvoor het waarschijnlijk is dat lokale hulp van de toezichthouders van de dochters nodig is.

Vaststellen minimum requirement for own funds and eligible liabilities

CRD IV schrijft regels voor ten aanzien van het regulatorisch kapitaal van kredietinstellingen. BRRD legt de lat nog iets hoger.⁹²⁴ Boven op het regulatorisch kapitaal dient extra eigen vermogen te worden gehouden of vreemd vermogen dat omgezet kan worden in regulatorisch kapitaal. Dit minimum bedrag wordt aangeduid als het minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). De MREL verschilt per instelling. Wederom dienen de afwikkelingsautoriteiten binnen een groep hierover overeenstemming te bereiken en kan de Geschillenprocedure worden gebruikt.⁹²⁵ Als er geen overeenstemming wordt bereikt, bepaalt de groepstoezichthouder de MREL op het niveau van de groep, maar de toezichthouders van de dochters dat op het niveau van de individuele dochterentiteiten.⁹²⁶

Bail in

De BRRD verplicht het lidstaten om in geval van redding van een kredietinstelling ook de aandeelhouders en de meeste andere verschaffers van vreemd kapitaal te laten lijden door hun

⁹¹⁷ BRRD, art. 20 lid 4.

⁹¹⁸ BRRD, art. 20 lid 7.

⁹¹⁹ BRRD, art. 25.

⁹²⁰ Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 16.

⁹²¹ BRRD, art. 27.

⁹²² BRRD, art. 30.

⁹²³ BRRD, art. 30 lid 6.

⁹²⁴ BRRD, art. 45.

⁹²⁵ BRRD, art. 45 lid 9 en 10.

⁹²⁶ BRRD, art. 45 lid 9 en 10.

instrumenten af te schrijven of om te zetten.⁹²⁷ De vraag is welke lidstaat de beslissing neemt dat aan de voorwaarden is voldaan, die ertoe leiden dat dit moet plaatsvinden binnen een groepsstructuur. In geval het kapitaal alleen op het niveau van één vennootschap meetelt bij het regulatorisch kapitaal, dan is de lidstaat van deze vennootschap bevoegd.⁹²⁸ Wordt een instrument echter als regulatorisch kapitaal gebruikt op zowel het niveau van de moeder als de dochter, dan moeten de betrokken toezichthouders van moeder én dochter samen besluiten over de vraag of de groep niet meer levensvatbaar is.⁹²⁹ De toezichthouder van de dochter kan wel zelfstandig besluiten ten aanzien van de vraag of alleen de dochter niet meer levensvatbaar is. In beide gevallen dient wel afstemming plaats te vinden met de consoliderende toezichthouder.

Afwikkeling

Als een afwikkelingsautoriteit overgaat tot afwikkeling, dan moet deze onder meer de consoliderende afwikkelingsautoriteit, de ESA, de ESRB en de ECB waarschuwen en raadplegen.⁹³⁰ Deze afwikkelingsautoriteit moeten dan proberen in het college tot overeenstemming te komen.⁹³¹ Wordt deze overeenstemming echter niet bereikt, dan kan EBA slechts vrijblijvend bemiddelen.⁹³² Andersom moet ook indien het initiatief tot afwikkeling uitgaat van de consoliderende afwikkelingsautoriteit, geprobeerd worden overeenstemming te bereiken.⁹³³ Deze wijze van samenwerking in het college is een afweging tussen enerzijds snelheid van beslissen en anderzijds de noodzaak om alle relevante belangen af te wegen en aan tafel te hebben.⁹³⁴ Het college dient ter coördinatie van beslissingen maar neemt geen beslissingen. De rol om beslissingen te nemen berust bij de individuele lidstaten.⁹³⁵

Financiering van afwikkeling

De eventuele financiering van de afwikkeling blijft in beginsel op het niveau van de lidstaten. Hiertoe moeten lidstaten fondsen opzetten en vullen met bijdragen van kredietinstellingen aan wie zij een vergunning hebben verstrekt.⁹³⁶ In geval van een afwikkeling van een groep echter is de gedachte dat zowel de kosten van de afwikkeling, de mate waarin een beroep wordt gedaan op de nationaal gefinancierde depositogarantiestelsels, alsmede de bijdrage van private partijen worden gedeeld.⁹³⁷ De betrokken afwikkelingsautoriteiten moeten proberen hierover overeenstemming te bereiken, maar EBA kan dit niet afdwingen. Over de bijdrage uit de afwikkelingsfondsen dient in beginsel al voor een eventuele afwikkeling en wel bij het opstellen van het groepsafwikkelingsplan te zijn nagedacht, maar hiervan kan bij de uiteindelijke afwikkeling worden afgeweken. De verdeling van de bijdragen dient in beginsel gebaseerd te zijn op:⁹³⁸

- (i) de omvang van de risicogewogen activa;
- (ii) de omvang van de activa;
- (iii) de omvang van de verliezen die geleid hebben tot de noodzaak van een groepsafwikkeling; en

⁹²⁷ BRRD, art. 59 lid 3.

⁹²⁸ BRRD, art. 61 lid 3.

⁹²⁹ BRRD, art. 61 lid 3.

⁹³⁰ BRRD, art. 83 lid 2 en preambule 89.

⁹³¹ BRRD, art. 91.

⁹³² BRRD, art. 91 lid 7.

⁹³³ BRRD, art. 92.

⁹³⁴ BRRD, preambule 97, art. 87.

⁹³⁵ BRRD, preambule 98.

⁹³⁶ BRRD, art. 100 en 103.

⁹³⁷ BRRD, art. 107.

⁹³⁸ Hierin valt de visie van het De Larosière Rapport, p. 36 te herkennen waar wordt geadviseerd de verdeling van de pijn te baseren op belang (equity principle) en de schuld voor waarom het is misgegaan (accountability principle).

- (iv) de omvang van de middelen van de financieringsregeling die in het kader van het financieringsplan naar verwachting rechtstreeks gebruikt zullen worden voor de lokale kredietinstellingen.

4.5.3.18. Rol EBA bij BRRD

EBA krijgt in de BRRD op een aantal plaatsen een bemiddelende rol toebedeeld. Belangrijk is dat het hier soms gaat om vrijblijvende bemiddeling in de zin van art. 31 van de EBA Verordening en soms om dwingende bemiddeling conform de Geschillenprocedure.⁹³⁹ Daarnaast woont EBA de vergadering van colleges van afwikkelingsautoriteiten bij om efficiënte, doeltreffende en consistente werking van de colleges te bewerkstelligen.⁹⁴⁰ Bovendien moet EBA geïnformeerd worden, indien een groep naar het oordeel van de consoliderend afwikkelingsautoriteit niet afwikkelbaar is.⁹⁴¹

Anderzijds is belangrijk op te merken dat nationale afwikkelingsautoriteiten welbewust een grote discretionaire marge hebben. Dit wordt vermeld ten aanzien van toetsingen door de rechterlijke macht,⁹⁴² maar dit geldt uiteraard ook ten aanzien van EBA, als deze besluiten wil nemen in de Geschillenprocedure.⁹⁴³ Er kunnen daardoor nog steeds tegenstrijdige beslissingen worden genomen door verschillende afwikkelingsautoriteiten.⁹⁴⁴ Bovendien zal eventuele staatssteun aan kredietinstellingen nationaal worden verstrekt. Omdat EBA geen beslissingen kan nemen die invloed hebben op de staatsfinanciën, is de macht van EBA ook hierdoor beperkt.

4.5.3.19. Depositogarantiestelsels; inleiding

Het sluitstuk bij het toezicht op kredietinstellingen bestaat uit de depositogarantiestelsels.⁹⁴⁵ De depositogarantiestelselrichtlijn verplicht de lidstaten te voorzien in depositogarantiestelsels. Deze depositogarantiestelsels betalen de (niet professionele depositohouders) tot € 100.000 terug als de kredietinstelling hiertoe niet in staat is. De gedachte is, dat dit het vertrouwen in kredietinstellingen vergroot en bankrups helpt voorkomen.⁹⁴⁶ Elke kredietinstelling is daarom verplicht aangesloten bij een depositogarantiestelsel.⁹⁴⁷

De depositogarantiestelsels zijn in beginsel nationaal georganiseerd.⁹⁴⁸ Onder de nieuwe depositogarantiestelselrichtlijn kunnen depositogarantiestelsels ook in verscheidene lidstaten actief zijn.⁹⁴⁹ Dit vereist dan wel dat alle lidstaten waar het depositogarantiestelsel actief is, hiermee instemmen en al deze lidstaten mogen toezicht houden.⁹⁵⁰ Bovendien wordt overwogen dat dit geen truc mag zijn om kredietinstellingen naar risico te selecteren.⁹⁵¹ In de praktijk lijkt deze optie daarom niet heel voor de hand liggend.

De depositogarantiestelsels moeten een spaarpot aanleggen van minimaal 0,8% van de gedekte deposito's.⁹⁵² Dit bedrag moet bijeen worden gebracht door bijdragen van de aangesloten

⁹³⁹ BRRD, preambule 17.

⁹⁴⁰ BRRD, art. 88 lid 4.

⁹⁴¹ BRRD, art. 16 lid 1.

⁹⁴² BRRD, preambule 89.

⁹⁴³ Zie tevens SRM Verordening, preambule 18.

⁹⁴⁴ SRM Verordening, preambule 10.

⁹⁴⁵ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II.

⁹⁴⁶ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, preambule 3.

⁹⁴⁷ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 4 lid 3.

⁹⁴⁸ Er zijn voorstellen om tot een Europees depositogarantiestelsel te komen, maar dit is geen gelopen race. Zie over deze voorstellen nader G.J.S. ter Kuile en A. Veuskens, Europees Depositoverzekeringssstelsel (EDIS). Institutionele en praktische perspectieven, *NtEr* 2016, p. 128-136.

⁹⁴⁹ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 4 lid 1.

⁹⁵⁰ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 4 lid 1 en 7.

⁹⁵¹ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, preambule 4.

⁹⁵² Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 10 lid 2.

kredietinstellingen.⁹⁵³ Alleen bij een zeer geconcentreerde bankensector kan dit streefbedrag worden verlaagd naar 0,5%.⁹⁵⁴ De gedachte hierachter is dat al deze kredietinstellingen ‘too big to fail’ zijn. In dat geval zal het depositogarantiestelsel geen uitbetalingen doen aan de depositohouders, maar zal de kredietinstelling worden afgewikkeld, hetgeen uitbetalingen aan depositohouders onwaarschijnlijk zou maken.⁹⁵⁵ Ik begrijp deze logica niet, nu ook bij afwikkeling het depositogarantiestelsel vanwege het ‘no creditor worse off principe’ moet bijdragen.

Mogelijk ter overvloede wordt aangegeven, dat lidstaten niet verplicht zijn hun depositogarantiestelsels te ondersteunen of te garanderen.⁹⁵⁶ Lidstaten moeten slechts regelen dat er een depositogarantiestelsel conform de richtlijn wordt opgezet.

4.5.3.20. Depositogarantiestelsel bij grensoverschrijdende dienstverrichting

Bij de depositogarantiestelsels wordt het gebruikelijke home-state beginsel gehanteerd. Dit betekent dat bijkantoren van kredietinstellingen worden gedekt door depositogarantiestelsel van de home-state.⁹⁵⁷ Anders dan onder de oude depositogarantiestelselrichtlijn is het niet meer mogelijk om het bijkantoor mee te verzekeren in het depositogarantiestelsel van de host-state.⁹⁵⁸ Wel kan het depositogarantiestelsel van de host-state de home-state administratief ondersteunen bij de uitbetaling van de deposito's.⁹⁵⁹ Mogelijk ter overvloede merk ik op dat dochterondernemingen vallen onder het depositogarantiestelsel van hun eigen home-state en niet onder dat van de moederonderneming.

4.5.4. UCITS beleggingsinstellingen en hun beheerders

4.5.4.1. Inleiding

Zoals hiervoor toegelicht in paragraaf 4.3.4, zijn bij het toezicht op UCITS beleggingsinstellingen, zowel de activiteiten van de UCITS beheerder als die van de UCITS beleggingsinstelling van belang. Sinds de introductie van het beheerderspaspoort in 2009 kan niet alleen de beleggingsinstelling grensoverschrijdend actief zijn, maar ook de beheerder.⁹⁶⁰ De volgende grensoverschrijdende situaties zijn daarom mogelijk:

- (i) De beheerder beheert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat zonder bijkantoor;
- (ii) De beheerder beheert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat met bijkantoor;
- (iii) De beheerder distribueert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat zonder bijkantoor;
- (iv) De beheerder distribueert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat met bijkantoor;

Dit betekent dat drie lidstaten bij een beleggingsinstelling betrokken kunnen zijn. De home-state van de beheerder, de home-state van de beleggingsinstelling -in geval van een beheerder uit een andere lidstaat, is dat dan dus de host-state van de beheerder- en de host-state waar de beleggingstelling wordt verhandeld. Zo kan bijvoorbeeld een Nederlandse beheerder via zijn Luxemburgse bijkantoor een

⁹⁵³ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 10 lid 1.

⁹⁵⁴ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 10 lid 6.

⁹⁵⁵ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, preambule 28.

⁹⁵⁶ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, preambule 45.

⁹⁵⁷ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 14 lid 1 en preambule 9.

⁹⁵⁸ Zie nader de Depositogarantiestelselrichtlijn II, art. 14 lid 2. Hiermee wordt eindelijk tegemoet gekomen aan het Duitse bezwaar dat een depositogarantiestelsel een buitenlandse kredietinstelling uiteraard alleen wil verzekeren als deze er ook toezicht op kan houden. HvJEU 13 mei 1997, C-233/94 (*Duitsland/Europees Parlement en Raad*), rov. 67-72.

⁹⁵⁹ Zie over deze samenwerking nader EBA Richtsnoeren inzake samenwerkingsovereenkomsten tussen depositogarantiestelsels uit hoofde van Richtlijn 2014/49/EU, 8 juni 2016, EBA/GL/2016/02.

⁹⁶⁰ Zie over het UCITS paspoort en de geschiedenis hiervan tevens N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 217-222.

Luxemburgse beleggingsinstelling beheren waarvan de deelnemingsrechten worden verkocht in Duitsland.⁹⁶¹

4.5.4.2. Waarop moet de home-state van de beheerder toezicht houden?

Centraal in de UCITS Richtlijn staat, dat de home-state de vergunning verleent aan de beheerder.⁹⁶² Deze vergunning geldt voor de hele Europese Unie en geldt ook voor de bijkantoren.⁹⁶³ Deze vergunning staat het de beheerder toe in de hele Europese Unie beleggingsinstellingen te beheren of te verhandelen.⁹⁶⁴ Het kan een beheerder dan ook niet verplicht worden een deel van het beheer in de home-state van de beleggingsinstelling uit te voeren.⁹⁶⁵ Dit betekent, dat ook het toezicht op de beheerder zich over de hele Europese Unie moet uitstrekken. Sterker nog, de UCITS Richtlijn schrijft zelfs voor dat ook bijkantoren van de beheerder buiten de Europese Unie onder toezicht moeten staan.⁹⁶⁶ Regels over onder meer de volgende onderwerpen vallen onder het toezicht op de beheerder:

- Het minimum kapitaal dat de beheerder moet aanhouden;⁹⁶⁷
- De geschiktheid van de bestuurders van de beheerder;⁹⁶⁸
- De verklaring van geen bezwaar in geval van gekwalificeerde deelnemingen in de beheerder;⁹⁶⁹
- Personal account dealings en orderadministratie;⁹⁷⁰
- Governance voor conflicts of interest;⁹⁷¹
- Delegatie van taken;⁹⁷²
- Interne organisatie die waarborgt dat de fiduciary duty jegens de belegger wordt nagekomen;⁹⁷³

4.5.4.3. Waarop moet de host-state van de beheerder toezicht houden bij grensoverschrijdende beheer van beleggingsinstellingen zonder bijkantoor

Als de beheerder een beleggingsinstelling beheert in een andere lidstaat, dan geldt deze andere lidstaat niet alleen als host-state van de beheerder maar tevens als home-state van de beleggingsinstelling. De regels die kleven aan de beleggingsinstelling worden dan gehandhaafd door deze andere lidstaat.⁹⁷⁴ Omdat echter een beleggingsinstelling niet meer is dan een juridische constructie, moeten de verplichtingen van de beleggingsinstelling in de praktijk worden gerealiseerd door de beheerder.⁹⁷⁵

De volgende onderwerpen vallen onder meer onder het toezicht op de beleggingsinstelling:⁹⁷⁶

⁹⁶¹ Theoretisch zou het ook nog mogelijk zijn dat een beheerder vanuit een bijkantoor een beleggingsinstelling zou beheren in een derde lidstaat (een Nederlandse beheerder zou dan bijv. uit zijn Engelse bijkantoor een Luxemburgse beleggingsinstelling beheren), maar dit werd zo complex geacht dat deze mogelijkheid is geblokkeerd. In dat geval zouden immers zowel de Nederlandse als de Engelse en Luxemburgse toezichthouder betrokken zijn bij het toezicht op de beleggingsinstelling en de beheerder (zie CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 7).

⁹⁶² UCITS IV, preambule 8.

⁹⁶³ UCITS IV, art. 6 lid 1 preambule 8 en 11.

⁹⁶⁴ UCITS IV, preambule 12.

⁹⁶⁵ UCITS IV, art. 5 lid 3.

⁹⁶⁶ UCITS IV, art. 10 lid 2.

⁹⁶⁷ UCITS IV, art. 7.

⁹⁶⁸ UCITS IV, art. 7.

⁹⁶⁹ UCITS IV, art. 8 lid 1 en art. 11.

⁹⁷⁰ UCITS IV, art. 12 lid 1.

⁹⁷¹ UCITS IV, art. 12 lid 1.

⁹⁷² UCITS IV, art. 13.

⁹⁷³ UCITS IV, art. 14.

⁹⁷⁴ UCITS IV, art. 19 lid 3 t/m 5.

⁹⁷⁵ UCITS IV, preambule 6.

⁹⁷⁶ Tenzij in de noot apart vermeld staan deze verplichtingen in UCITS IV, art. 19 lid 4. Zie tevens CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 13.

- De aanvraag van de beheerder om de beleggingsinstelling te beheren;⁹⁷⁷
- De keuze van de bewaarder door de beleggingsinstelling;⁹⁷⁸
- De geschiktheid van de bestuurders van de bewaarder;⁹⁷⁹
- Het fondsreglement van de beleggingsinstelling;⁹⁸⁰
- Het gevoerde beleggingsbeleid;
- De waardering van activa en de boekhoudkundige organisatie van de beleggingsinstelling;
- De berekening van de uitgifte- of terugbetalingsprijs, en fouten in de berekening van de intrinsieke waarde en de desbetreffende beleggerscompensatie;
- De uitgifte en terugbetaling van rechten van deelneming en aandelen;
- De distributie of herinvestering van de inkomsten;
- De openbaarmakings- en rapportageverplichtingen van de beleggingsinstelling;
- De relatie met de houders van deelnemingsrechten, inclusief de uitoefening van stemrechten;
- De fusie, herstructurering, vereffening en liquidatie van de beleggingsinstelling;
- De inhoud van het Essentiële Beleggersinformatie document (EBI);⁹⁸¹

De home-state van de beleggingsinstelling/host-state van de beheerder, mag echter geen eisen stellen aan de beheerder. Lidstaten moeten het beheerders namelijk toestaan grensoverschrijdend beleggingsinstellingen te beheren⁹⁸² en het toezicht op de beheerder valt onder de competentie van zijn home-state.⁹⁸³ Enige uitzondering is dat de host-state door de home-state wordt geïnformeerd in geval van delegatie van taken met betrekking tot de beleggingsinstelling.⁹⁸⁴

4.5.4.4. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdend beheer met bijkantoor?

Ook bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor valt het toezicht op de beheerder voor het grootste deel onder de competentie van de home-state van de beheerder. Zo is het de host-state niet toegestaan regulatorisch kapitaal voor het bijkantoor te eisen of een vergunningsprocedure te hebben⁹⁸⁵ en vallen ook de regels die de organisatie van de beheerder betreffen onder de competentie en het toezicht van de home-state.⁹⁸⁶ Anderzijds houdt de host-state wel toezicht op de volgende verplichtingen die de beheerder betreffen:⁹⁸⁷

- De verplichting zich bij de bedrijfsuitoefening op een loyale en billijke wijze en met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding in te zetten voor de belangen van de door haar beheerde beleggingsinstelling en de integriteit van de markt;
- De verplichting te beschikken over en doeltreffend gebruik te maken van de middelen en procedures die nodig zijn voor een deugdelijke bedrijfsuitoefening;
- De verplichting belangenconflicten te trachten te voorkomen en, wanneer deze onvermijdelijk zijn, ervoor te zorgen dat de door haar beheerde beleggingsinstelling op billijke wijze worden behandeld.

⁹⁷⁷ UCITS IV, art. 5 lid 2.

⁹⁷⁸ UCITS IV, art. 5 lid 2.

⁹⁷⁹ UCITS IV, art. 5 lid 4.

⁹⁸⁰ UCITS IV, art. 5 lid 2.

⁹⁸¹ UCITS IV, art. 82.

⁹⁸² UCITS IV, art. 16 lid 1 en 3.

⁹⁸³ UCITS IV, art. 18 lid 3.

⁹⁸⁴ UCITS IV, art. 13 lid 1 sub a en art. 20 lid 1 sub b en lid 4.

⁹⁸⁵ UCITS IV, art. 16 lid 2.

⁹⁸⁶ UCITS IV, art. 19 lid 1 en 7.

⁹⁸⁷ UCITS IV, art. 17 lid 4 en 5 jo. art. 14.

Hier is aansluiting gezocht bij de MiFID waar de host-state van het bijkantoor toeziet op vergelijkbare regels.⁹⁸⁸

4.5.4.5. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende distributie?

Als een beleggingsinstelling wordt aangeboden -daarmee wordt bedoeld gemarket- in een andere lidstaat, zijn de bevoegdheden van de host-state beperkt. De host-state van deze beleggingsinstelling mag behoudens hierna te bespreken uitzonderingen⁹⁸⁹ geen eisen stellen aan de beleggingsinstelling en hier dus ook geen toezicht op houden.⁹⁹⁰ Het toezicht op de beleggingsinstelling geschiedt door de home-state van de beleggingsinstelling.⁹⁹¹ De UCITS Richtlijn maakt geen verschil tussen de situatie dat deze distributie geschiedt met of zonder bijkantoor.⁹⁹²

Het toezicht op de naleving van de informatieverplichtingen in de host-state behoort wel tot het domein van de host-state. Bij de informatieverplichtingen gaat het dan om de wijze waarop de verplichte informatie wordt verstrekt en de wijze waarop de beleggingsinstelling de Net Asset Value (NAV) bekend maakt,⁹⁹³ niet op de inhoud van de verplichte informatie en de berekening van de NAV zelf.

Eenzijds kan het de beleggingsinstelling of zijn beheerder niet worden voorgeschreven een lokaal bijkantoor te openen. Anderzijds kunnen lidstaten waar de beleggingsinstelling wordt aangeboden, inclusief de home-state van de beleggingsinstelling ingeval van grensoverschrijdende beheer zonder bijkantoor, wel eisen dat lokaal faciliteiten aanwezig zijn om de in- en verkoop van deelnemingsrechten of uitbetaling van dividenden te faciliteren en om vragen van deelnemers te behandelen.⁹⁹⁴ Dit is dan vaak een lokale onder toezicht staande financiële onderneming.⁹⁹⁵ Uiteraard is het de beheerder ook toegestaan zelf een bijkantoor te openen om deze functie te vervullen.⁹⁹⁶ Dit is naar mijn oordeel een verouderde regel. Inmiddels mag naar mijn oordeel van een deelnemer worden verwacht dat deze ook in staat is online of telefonisch vragen te stellen en kan een beleggingsinstelling ook geld overmaken naar de cliënt zonder hiervoor over een lokale vestiging te beschikken.

4.5.4.6. Welke bevoegdheden heeft de host-state?

Handhaving bij beheer zonder bijkantoor van regels die onder het toezicht van de host-state vallen

De host-state mag het beheer van een beleggingsinstelling weigeren, als de beheerder met betrekking tot de beleggingsinstelling niet voldoet aan de regels van de host-state. De host-state moet wel het niet bindende oordeel vragen van de home-state.⁹⁹⁷

De host-state mag ook doorlopend toezicht houden op het beheer en hiervoor informatie inwinnen bij de beheerder.⁹⁹⁸ Hiertoe moet de beheerder voorzien in mogelijkheden dat de host-state rechtstreeks bij de beheerder deze informatie inwint.⁹⁹⁹ Deze rol kan worden vervuld door de depositary of door

⁹⁸⁸ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 14.

⁹⁸⁹ Uitsluitend de eisen van hoofdstuk XI zijn van toepassing. Zie UCITS IV, art. 16 lid 1 2^{de} alinea.

⁹⁹⁰ UCITS IV, art. 1 lid 6.

⁹⁹¹ UCITS IV, art. 97 lid 3 en art. 108 lid 1.

⁹⁹² UCITS IV, art. 1 lid 6.

⁹⁹³ UCITS IV, art. 94.

⁹⁹⁴ UCITS IV, art. 92. Zie over de interpretatie van dit artikel uitvoerig HvJEU 11 september 2014, C-88/13 (*Gruslin*).

⁹⁹⁵ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 9.

⁹⁹⁶ Dit bijkantoor staat dan voor zijn distributie activiteiten onder toezicht van de home-state nu de distributie activiteiten niet vallen onder het geharmoniseerde gebied van de UCITS Richtlijn.

⁹⁹⁷ UCITS IV, art. 20 lid 3 laatste alinea.

⁹⁹⁸ UCITS IV, art. 21 lid 2.

⁹⁹⁹ UCITS IV, art. 21 lid 2 laatste alinea jo. art. 15.

een andere lokaal onder toezicht staande financiële onderneming die de beheerder vertegenwoordigt.¹⁰⁰⁰

Nu de host-state op bepaalde UCITS regels toezicht houdt, kan deze ook ingrijpen.¹⁰⁰¹ Dit gaat als volgt:

- (i) De host-state mag bij de beheerder gegevens opvragen.¹⁰⁰² Dit gaat echter alleen om die gegevens die nodig zijn voor het toezicht op regels die onder de verantwoordelijkheid van de host-state vallen.
- (ii) De host-state stelt vast dat beheerder de UCITS Richtlijn overtreedt.
- (iii) De host-state eist dat beheerder een eind maakt aan de overtreding en informeert de home-state over de overtreding.
- (iv) Als de beheerder onvoldoende luistert, waarschuwt de host-state de home-state die dan ingrijpt.¹⁰⁰³
- (v) Als de home-state onvoldoende maatregelen neemt, kan de host-state zelf maatregelen treffen. Dit kan betekenen dat de beheerder geen transacties meer mag doen in de host-state of zelfs moet stoppen de beleggingsinstelling te beheren, maar kan ook boetes voor de beheerder inhouden.¹⁰⁰⁴
- (vi) Een andere mogelijkheid is dat host-state de Geschillenprocedure start.¹⁰⁰⁵

In geval van nood mag de host-state deze escalatieprocedure overslaan en zelf direct ingrijpen.¹⁰⁰⁶ De Commissie, ESMA en de andere lidstaten moeten dan wel geïnformeerd worden.¹⁰⁰⁷ De Commissie kan wel de host-state opdragen de maatregelen weer (gedeeltelijk) in te trekken. Uiteraard kan ook ESMA conform de procedure van art. 17 ESMA Verordening ingrijpen.

Handhaving bij beheer zonder bijkantoor van regels die niet onder het toezicht van de host-state vallen

In de UCITS regelgeving is niets geregeld voor de situatie dat de host-state overtredingen van de beheerder ter oren komt die niet onder zijn bevoegdheid vallen. De host-state kan dan niets doen, behalve de home-state van de beheerder informeren.

Handhaving bij beheer met bijkantoor

De handhavingbevoegdheden van de host-state bij beheer met bijkantoor zijn identiek aan die bij beheer zonder bijkantoor. Enige toevoeging is, dat de host-state statistische informatie mag inwinnen.¹⁰⁰⁸

Handhaving bij grensoverschrijdende verhandeling van regels die onder het toezicht van de host-state vallen

Bij grensoverschrijdende verhandeling mag de host-state optreden tegen schendingen van regels die ingevolge de UCITS Richtlijn onder zijn competentie vallen. Er is geen procedure hiervoor opgenomen in de UCITS Richtlijn. Dit betekent dat de host-state zelf mag besluiten welke maatregel

¹⁰⁰⁰ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 9.

¹⁰⁰¹ UCITS IV, art. 21 lid 3 t/m 5.

¹⁰⁰² UCITS IV, art. 21 lid 2.

¹⁰⁰³ UCITS IV, art. 21 lid 4. De host-state heeft hiermee minder bevoegdheden dan CESR had voorgesteld in CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 28. CESR stelde immers voor dat de host-state meteen een boete kon opleggen zonder eerst met de home-state te hoeven afstemmen.

¹⁰⁰⁴ CESR's advice to the European Commission on the UCITS Management Company Passport, October 2008, CESR/08-867, p. 29.

¹⁰⁰⁵ Omnibus I, art. 11 lid 11 sub a.

¹⁰⁰⁶ UCITS IV, art. 21 lid 7.

¹⁰⁰⁷ Omnibus I, art. 11 lid 11 sub b.

¹⁰⁰⁸ UCITS IV, art. 21 lid 1.

hij neemt. Dat de UCITS Richtlijn niet voorziet in procedureregels, is overigens logisch, aangezien de informatieverplichtingen waarop de host-state toeziet niet tot het geharmoniseerd gebied van de UCITS Richtlijn behoren.¹⁰⁰⁹

Handhaving bij grensoverschrijdende verhandeling van regels die niet onder het toezicht van de host-state vallen

Net als bij de MiFID kan de host-state optreden bij ernstige schendingen van de UCITS Richtlijn die weliswaar niet onder zijn competentie vallen, maar die deze toevallig ter oren komt (verwezen wordt naar paragraaf 4.5.2.3 hierboven).¹⁰¹⁰ Belangrijk is om hier op te merken dat deze bevoegdheid alleen is opgenomen voor de host-state van de beleggingsinstelling die schendingen van de regels die de beleggingsinstelling betreffen ter oren komt. Het betreft hier dus grensoverschrijdende distributie, maar niet grensoverschrijdend beheer.

De UCITS Richtlijn regelt niet het geval dat de host-state waar de beleggingsinstelling gedistribueerd wordt schendingen van de UCITS Richtlijn die niet de beleggingsinstelling, maar louter de beheerder betreffen ter oren komt.¹⁰¹¹

4.5.4.7. Samenwerking tussen home-state en host-state en ESMA

De UCITS Richtlijn kent de algemene verplichting voor lidstaten om onderling en met ESMA samen te werken.¹⁰¹² Dit betekent onder meer dat indien een lidstaat overtredingen constateert van de UCITS Richtlijn, deze de home-state van de betreffende entiteit waarschuwt.¹⁰¹³ Bovendien dienen lidstaten het te faciliteren dat andere lidstaten onderzoek doen op hun grondgebied of deze lidstaten moeten het onderzoek waarom verzocht is zelf doen.¹⁰¹⁴ Geschillen over de uitwisseling van informatie en het doen van onderzoek kunnen aan de Geschillenprocedure worden onderworpen.¹⁰¹⁵ De home-state heeft gelijk als bij de MiFID het recht het bijkantoor ter plekke te onderzoeken.¹⁰¹⁶

4.5.5. AIF beleggingsinstellingen

4.5.5.1. Inleiding

De werkingssfeer van het paspoort onder de AIFM Richtlijn is beperkter dan die van de UCITS Richtlijn.

Ten eerste, geeft de AIFM Richtlijn alleen het recht om de desbetreffende AIF beleggingsinstellingen aan professionele beleggers te verhandelen.¹⁰¹⁷ Wel biedt de AIFM Richtlijn de mogelijkheid om een nationaal retailregime in te richten waarbij lidstaten aan AIF beheerders of beleggingsinstellingen aanvullende eisen kunnen stellen.¹⁰¹⁸ Hiervoor geldt dan model 1 besproken in hoofdstuk 3.¹⁰¹⁹

¹⁰⁰⁹ Zie uitvoerig Interpretatieve mededeling van de Commissie, Respective bevoegdheden van de lidstaat van herkomst en de lidstaat van ontvangst bij de verhandeling van rechten van deelneming in icbe's overeenkomstig afdeling VIII van de Icbc-richtlijn, 19 maart 2007, COM(2007) 112 def, p. 5 e.v.

¹⁰¹⁰ UCITS IV, art. 108 lid 4 en 5 jo. Omnibus I, art. 11 lid 3.

¹⁰¹¹ In de praktijk zal dit geen probleem zijn. De UCITS Richtlijn betreft voornamelijk het beheer. Dit zal zich niet in de host-state afspelen. Voor zover de beheerder fouten maakt bij de distributie geldt dat, dit niet in de UCITS Richtlijn is geregeld. Dit valt dan buiten het geharmoniseerde gebied.

¹⁰¹² UCITS IV, art. 101 en Omnibus I, art. 11 lid 32. Deze verplichting is nader uitgewerkt in UCITS Verordening 584/2010.

¹⁰¹³ UCITS IV, art. 101 lid 3.

¹⁰¹⁴ UCITS IV, art. 101 lid 4.

¹⁰¹⁵ Omnibus I, art. 11 lid 32.

¹⁰¹⁶ UCITS IV, art. 110.

¹⁰¹⁷ AIFM Richtlijn, art. 32 lid 5 en art. 35 lid 8.

¹⁰¹⁸ Zie AIFM Richtlijn, art. 43 en preambule 71. Zie over nationale regimes nader hoofdstuk 3.

¹⁰¹⁹ AIFM Richtlijn, art. 43 2^{de} alinea en preambule 71 en Commissie AIFMD Q&A 1179. Opvallend is dat het verbod om AIFMs en AIFS uit andere lidstaten geen zwaardere beperkingen op te leggen dan eigen marktpartijen, in de richtlijn en de preambule alleen is

Ten tweede, betreft de AIFM Richtlijn, anders dan de UCITS Richtlijn, alleen de regulering van de AIF beheerder. De AIFM Richtlijn bevat geen verplichtingen die rusten op de AIF beleggingsinstellingen.¹⁰²⁰ Het staat de home-state van de AIF zelf vrij deze op te stellen. Deze regels vallen niet onder het geharmoniseerd gebied. Dit betekent ook dat de AIFM Richtlijn niet voorziet in procedurele regels voor het geval de home-state van de AIF deze regels wil handhaven jegens een buitenlandse beheerder. Hierop is model 1 besproken in hoofdstuk 3 van toepassing. Niettemin geldt dat zodra de desbetreffende AIF beleggingsinstelling beheerd wordt door een vergunninghoudende AIFM, het is toegestaan deze te verhandelen in de hele Europese Unie. De host-state van de AIF heeft dan geen competentie. Gelijk als bij UCITS beleggingsinstellingen valt zowel het beheer van AIF beleggingsinstellingen als de verhandeling onder het paspoort.

Er zijn daarom de volgende mogelijkheden voor de beheerder en/of beleggingsinstelling om grensoverschrijdend actief te zijn.

- (i) De beheerder beheert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat zonder bijkantoor;
- (ii) De beheerder beheert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat met bijkantoor;
- (iii) De beheerder distribueert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat zonder bijkantoor;
- (iv) De beheerder distribueert een beleggingsinstelling in een andere lidstaat met bijkantoor;

Bij AIF beheerders is het ook mogelijk dat deze buiten de Europese Unie gevestigd zijn. Zoals uitgelegd in paragraaf 4.3.5.6 hebben zij dan een referentielidstaat in de Europese Unie. Dan zijn er enige afwijkende regels. Deze afwijkende regels worden in paragraaf 4.5.5.11 en 12 behandeld.

4.5.5.2. Waarop moet de home-state van de AIF beheerder toezicht houden

Centraal in de AIFM Richtlijn staat, dat de home-state de vergunning verleent aan de AIF beheerder.¹⁰²¹ Deze vergunning geldt voor de hele Europese Unie¹⁰²² en staat het de beheerder toe in de hele Europese Unie beleggingsinstellingen te beheren of te verhandelen.¹⁰²³

Op hoofdlijnen volgt de AIFM Richtlijn de UCITS Richtlijn bij het neerleggen van verplichtingen op de beheerder en de beleggingsinstelling. De volgende verplichtingen rusten zowel bij de AIFM Richtlijn als bij de UCITS Richtlijn op de beheerder.

- Het minimum kapitaal dat de beheerder moet aanhouden;¹⁰²⁴
- De geschiktheid van de bestuurders van de beheerder;¹⁰²⁵
- De verklaring van geen bezwaar in geval van gekwalificeerde deelnemingen in de beheerder;¹⁰²⁶
- Personal account dealings en orderadministratie;¹⁰²⁷
- Governance voor conflicts of interest;¹⁰²⁸

opgenomen met betrekking tot de AIF. Strikt gelezen zou een lidstaat dus wel zwaardere eisen mogen stellen aan AIFMs uit andere lidstaten dan aan nationale AIFMs. Deze regel is echter een verwoording van het algemene discriminatieverbod van het VWEU, waarover meer in hoofdstuk 3. Daarom moet dit verbod ook betrekking hebben op de AIFM, niet alleen de AIF. Met andere woorden: het verbod van art. 43 introduceert geen nieuwe regel, maar verwoordt slechts een algemeen beginsel van Europees recht en kan hier dus ook niet aan afdoen.

¹⁰²⁰ Zie E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 434, 445 en 446 en AIFM Richtlijn, preambule 10.

¹⁰²¹ AIFM Richtlijn, art. 7 lid 1.

¹⁰²² AIFM Richtlijn, art. 8 lid 1.

¹⁰²³ AIFM Richtlijn, art. 45 lid 1 en preambule 15.

¹⁰²⁴ AIFM Richtlijn, art. 9.

¹⁰²⁵ AIFM Richtlijn, art. 8 lid 1 sub c.

¹⁰²⁶ AIFM Richtlijn, art. 8 lid 1 sub d.

¹⁰²⁷ AIFM Richtlijn, art. 18.

- Delegatie van taken;¹⁰²⁹
- Regels omtrent de beloning van het personeel van de beheerder;¹⁰³⁰
- Interne organisatie die waarborgt dat de fiduciary duty jegens de belegger wordt nagekomen.¹⁰³¹

De volgende verplichtingen rusten bij AIF beheerders op de beheerder, terwijl deze bij UCITS beheerders op de beleggingsinstelling rusten.

- Regels omtrent het risicobeheer van de beleggingsinstellingen;¹⁰³²
- Regels omtrent het liquiditeitsbeheer van de beleggingsinstellingen;¹⁰³³
- Regels omtrent beleggingen in securitisaties posities door AIF beleggingsinstellingen;¹⁰³⁴
- Procedures voor de waardering van activa (de NAV bepaling);¹⁰³⁵
- Het toezicht op de bewaarder;¹⁰³⁶
- Regels omtrent de informatieverstrekking aan de belegger.¹⁰³⁷

Het feit dat deze verplichtingen rusten op de AIF beheerder in plaats van op de AIF beleggingsinstelling, zoals bij UCITS, heeft tot gevolg dat de toezichthouder van de beheerder bij AIFs meer bevoegdheden en taken heeft dan bij UCITS. Als beiden in dezelfde lidstaat zijn gevestigd, maakt dit niet uit. Zijn echter de beheerder en de beleggingsinstelling gevestigd in andere lidstaten, dan wordt dit verschil manifest. De host-state van de beheerder -d.w.z. de home-state van de beleggingsinstelling-, houdt bij AIF beleggingsinstellingen geen toezicht op deze verplichtingen, terwijl de host-state dit bij UCITS beleggingsinstellingen wel doet. Dit verschil is alleen vanuit de systematiek van de regelgeving te verklaren. Omdat de AIFM Richtlijn zich richt tot beheerders, kleven deze regels aan de beheerders en vallen deze dus onder het toezicht van de home-state van de beheerder. De UCITS Richtlijn reguleert echter vanouds de beleggingsinstelling. Pas vanaf 2002 reguleert de UCITS Richtlijn ook de beheerder.¹⁰³⁸ Bij de UCITS Richtlijn is daarom een verdeling gemaakt tussen verplichtingen die rusten op de beleggingsinstelling en daarmee behoren tot de jurisdictie van de home-state van de beleggingsinstelling en verplichtingen die rusten op de beheerder en daarmee behoren tot de jurisdictie van de home-state van de beheerder.

De rapportage aan de home-state over het beleggingsbeleid is een verplichting die alleen op AIF beheerders rust en die bij UCITS beheerder niet voorkomt.¹⁰³⁹ Een andere verplichting die alleen op AIF beheerders rust is om in geval zeggenschap wordt verworven over beursgenoteerde ondernemingen transparantie over deze zeggenschap te betrachten en *asset stripping* binnen de perken te houden.¹⁰⁴⁰ Beide verplichtingen zijn vanwege het restrictieve beleggingsbeleid binnen het UCITS regime niet relevant.

De regels omtrent *asset stripping* rechtvaardigen enige nadere beschouwing. Onder *asset stripping* verstaat men de praktijk van sommige private equity fondsen om ondernemingen die zijn overgenomen te behangen met schulden en veel cash uit de onderneming te halen. Dit wordt vaak

¹⁰²⁸ AIFM Richtlijn, art. 14.
¹⁰²⁹ AIFM Richtlijn, art. 20.
¹⁰³⁰ AIFM Richtlijn, art. 13.
¹⁰³¹ AIFM Richtlijn, art. 12.
¹⁰³² AIFM Richtlijn, art. 15.
¹⁰³³ AIFM Richtlijn, art. 16.
¹⁰³⁴ AIFM Richtlijn, art. 17.
¹⁰³⁵ AIFM Richtlijn, art. 19.
¹⁰³⁶ AIFM Richtlijn, art. 21.
¹⁰³⁷ AIFM Richtlijn, art. 22 en 23.
¹⁰³⁸ UCITS Richtlijn IIIA, art. 5 e.v.
¹⁰³⁹ AIFM Richtlijn, art. 24.
¹⁰⁴⁰ AIFM Richtlijn, art. 26-30.

ongewenst geacht, omdat dit de continuïteit van en werkgelegenheid bij de overgenomen onderneming kan bedreigen. De regels over *asset stripping* beschermen de onderneming en zijn werknemers. Het vreemde is echter dat op deze regels moet worden toegezien door de home-state van de beheerder. In de praktijk kan dit dus betekenen dat bijvoorbeeld de Engelse toezichthouder erop moet toezien dat de AIF beheerder goed omgaat met de belangen van een in Duitsland gevestigde onderneming en de werknemers van deze onderneming. Wat mij betreft zou het meer voor de hand liggen dit onder het vennootschapsrecht te regelen, zodat hierop in het voorbeeld in Duitsland kan worden toegezien.¹⁰⁴¹

4.5.5.3. Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdende beheer van EU AIF beleggingsinstellingen zonder bijkantoor toezicht houden?

Zoals hiervoor in paragraaf 4.5.5.1 aangegeven, reguleert de AIFM Richtlijn niet de AIF beleggingsinstelling. Dit betekent, dat de home-state van de beleggingsinstelling -en daarmee de host-state van de beheerder- ook bij grensoverschrijdend beheer zijn eigen regels op de beleggingsinstelling mag toepassen en zelf op naleving van deze regels mag toezien.¹⁰⁴² Uiteraard mag de host-state aan de AIF geen verplichtingen opleggen die reeds door de AIFM Richtlijn worden gedekt.¹⁰⁴³

4.5.5.4. Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdend beheer van EU AIFS met bijkantoor toezicht houden?

Bij grensoverschrijdende beheer met bijkantoor moet de host-state toezicht houden op de naleving van de verplichting om in het belang van de beleggers te handelen en het beleid omtrent belangenconflicten.¹⁰⁴⁴

4.5.5.5. Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdende distributie van EU AIF beleggingsinstellingen zonder bijkantoor toezicht houden?

De bevoegdheden van de host-state zijn bij grensoverschrijdende verhandeling van EU AIF beleggingsinstellingen door EU AIF beheerders zeer beperkt. De host-state mag uitsluitend toezicht houden op de wijze waarop de AIF beleggingsinstellingen worden verhandeld.¹⁰⁴⁵ Dit toezicht van de host-state omvat mede de maatregelen die de AIF beheerder neemt om te voorkomen, dat ook niet professionele beleggers in de AIF beleggingsinstelling beleggen. Dit toezicht strekt zich niet alleen uit tot de AIF beheerder zelf, maar ook tot eventuele entiteiten die de AIF beleggingsinstelling voor de AIF beheerder verhandelen. Denk bij dit laatste aan een beleggingsonderneming die door de AIF beheerder wordt ingeschakeld om de marketing te doen.

4.5.5.6. Waarop moet de host-state bij grensoverschrijdende distributie van EU AIF beleggingsinstellingen met bijkantoor toezicht houden?

Indien de verhandeling plaatsvindt door middel van een bijkantoor, mag de host-state toezicht houden op de naleving van de verplichting om in het belang van de beleggers te handelen en op het beleid omtrent belangenconflicten binnen dit bijkantoor.¹⁰⁴⁶ Hierin lijkt de AIFM Richtlijn dus af te wijken van de UCITS Richtlijn, waar dit onder de competentie van de home-state valt. Ik zeg 'lijkt', omdat dit in de praktijk waarschijnlijk meevalt. Naar mijn oordeel zal de host-state alleen toezicht kunnen houden op de naleving van deze verplichtingen bij de distributie. Het beheer zelf vindt immers niet in

¹⁰⁴¹ Dit zou als bijkomend voordeel hebben dat ook andere entiteiten dan AIF beheerders niet meer mogen asset strippen. Het is mij niet duidelijk waarom een AIFM niet mag asset strippen, maar bijv. een sovereign wealth fund wel.

¹⁰⁴² Commissie Q&A AIFMD, vraag 1207.

¹⁰⁴³ AIFM Richtlijn, art. 33 lid 5.

¹⁰⁴⁴ AIFM Richtlijn, art. 45 lid 2 jo. art. 12 en 14.

¹⁰⁴⁵ AIFM Richtlijn, art. 32 lid 5 jo. bijlage IV sub h.

¹⁰⁴⁶ AIFM Richtlijn, art. 45 lid 2 jo. art. 12 en 14.

het bijkantoor plaats. De host-state van de UCITS beheerder zal eveneens toezicht mogen houden op de naleving van deze gedragsregels bij de distributie in het bijkantoor. Deze regels vallen bij de UCITS beleggingsinstellingen immers niet binnen het geharmoniseerde gebied. Dan geldt model 1 en onder dit model 1 mogen de gedragsregels worden gehandhaafd door de host-state van een bijkantoor.

4.5.5.7. Handhaving door de host-state bij EU AIF beheerders

Samenwerking tussen home-state en host-state en ESMA

De samenwerkingsverplichtingen in de AIFM Richtlijn volgen op hoofdlijnen die van de UCITS Richtlijn. De AIFM Richtlijn kent de algemene verplichting voor lidstaten om onderling en met ESMA en de ESRB samen te werken.¹⁰⁴⁷ Dit betekent onder meer dat indien een lidstaat overtredingen constateert van de AIFM Richtlijn, deze de home-state van de overtreder en ESMA waarschuwt.¹⁰⁴⁸ Bovendien dienen lidstaten het te faciliteren dat andere lidstaten onderzoek doen op hun grondgebied of moeten ze het onderzoek waarom verzocht is zelf doen.¹⁰⁴⁹ Geschillen over de uitwisseling van informatie en het doen van onderzoek kunnen worden afgehandeld via de Geschillenprocedure.¹⁰⁵⁰ Echter anders dan bij MiFID en UCITS is de home-state niet expliciet het recht toegekend het bijkantoor ter plekke te onderzoeken. Waarschijnlijk ging men in 2011, m.i. terecht, ervan uit dat dit onder de algemene samenwerkingsbepalingen al voldoende geregeld was.

Handhaving door de host-state van regels die onder zijn toezicht vallen

Hierboven is toegelicht op welke voorschriften uit de AIFM Richtlijn de host-state toezicht houdt en op welke voorschriften de home-state. De handhavingsmogelijkheden zijn op hoofdlijnen gelijk aan die van de host-state van een UCITS beheerder die grensoverschrijdend beheert (zie paragraaf 4.5.4.6).¹⁰⁵¹ Er zijn twee afwijkingen ten opzichte van UCITS beheerders. Ten eerste wordt geen onderscheid gemaakt tussen de activiteiten die de AIFM beheerder uitoefent (beheer of distributie). Bij de UCITS Richtlijn hangt van de activiteiten af (beheer of distributie) welke handhavingsmogelijkheden de host-state heeft. Ten tweede voorziet de AIFM Richtlijn -anders dan de UCITS Richtlijn- niet in specifieke regels voor het geval dat de host-state noodmaatregelen wil treffen voor overtredingen van regels die onder zijn competentie vallen.¹⁰⁵² Voor noodmaatregelen staat één weg open die zowel dient te worden gehanteerd voor regels die alleen onder de competentie van de home-state vallen als voor regels die vallen onder competentie van de host-state. Deze procedure bespreek ik hierna.

Handhaving door de host-state van regels die niet onder zijn toezicht vallen

Uitgangspunt is dat de host-state geen regels mag handhaven die niet binnen zijn bevoegdheid vallen. Echter als de host-state duidelijke en aantoonbare redenen heeft om aan te nemen dat een AIF beheerder deze verplichtingen schendt, kan de host-state wel maatregelen treffen.¹⁰⁵³ De procedure onder de AIFM Richtlijn is identiek aan die onder de MiFID (zie paragraaf 4.5.2.3). Zoals besproken in paragraaf 4.5.4.6, kent de UCITS Richtlijn deze noodprocedure bij grensoverschrijdend beheer niet.

¹⁰⁴⁷ AIFM Richtlijn, art. 50 lid 1.

¹⁰⁴⁸ AIFM Richtlijn, art. 50 lid 5.

¹⁰⁴⁹ AIFM Richtlijn, art. 50 lid 4.

¹⁰⁵⁰ AIFM Richtlijn, art. 55.

¹⁰⁵¹ AIFM Richtlijn, art. 45.

¹⁰⁵² In de AIFM Richtlijn, art. 45 ontbreekt de equivalent van de UCITS Richtlijn, art. 21 lid 7.

¹⁰⁵³ AIFM Richtlijn, art. 45 lid 7, 8 en 9.

De enige noodmaatregel die wordt vermeld in de AIFM Richtlijn die de host-state mag nemen, is de AIF beheerder in kwestie te beletten in de host-state nog deelnemingsrechten te verhandelen.¹⁰⁵⁴ Vreemd is dat het verbieden van beheeractiviteiten in de host-state niet als maatregel staat vermeld. Deze maatregel wordt wel expliciet genoemd bij de handhaving van regels die onder de bevoegdheid van de host-state vallen. Ik lees hierin echter geen bewuste keuze van de Europese wetgever en meen dat ook een verbod op beheeractiviteiten, indien in de concrete situatie gepast, mogelijk is.

4.5.5.8. Bevoegdheden ESMA bij EU AIFMs

Bij EU AIF beheerders is de toezichthoudende rol van ESMA beperkt. Het dagelijks toezicht berust bij de lidstaten.¹⁰⁵⁵ ESMA heeft slechts een coördinerende rol. ESMA heeft de volgende toezichthoudende bevoegdheden:

Rapportageverplichtingen ten behoeve van beheersing van systeemrisico's

AIF beheerders moeten de home-state informeren over hun beleggingen en beleggingsbeleid, althans dat van de beheerde beleggingsinstellingen.¹⁰⁵⁶ Deze informatieverplichting is erop gericht systeemrisico's voortijdig te onderkennen.¹⁰⁵⁷ De ingewonnen informatie moeten de home-states met ESMA en het ESRB delen.¹⁰⁵⁸

Lidstaten mogen -indien de effectieve bewaking van systeemrisico's dit vereist- meer informatie inwinnen van AIF beheerders.¹⁰⁵⁹ Zij moeten dit dan aan ESMA melden. Maar ook ESMA kan het initiatief nemen aanvullende rapportage-eisen te stellen. Onder uitzonderlijke omstandigheden en indien dit vereist is om de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel te waarborgen of duurzame groei op lange termijn te bevorderen, kan ESMA de home-state vragen aanvullende rapportage-eisen te stellen aan AIF beheerders.¹⁰⁶⁰ Desnoods kan ESMA deze informatie rechtstreeks bij AIF beheerders opvragen.¹⁰⁶¹

Beheersing van leverage risico's

De AIFM Richtlijn besteedt bijzondere aandacht aan leverage risico's.¹⁰⁶² Er is sprake van leverage (hefboomfinanciering) als een AIF beleggingsinstelling met geleend geld belegt. Beleggen met geleend geld kan onder bepaalde omstandigheden tot toename van het systeemrisico bijdragen of een ordelijke werking van de markt verstoren.¹⁰⁶³ Daarom moet de AIF beheerder aantonen dat de leverage limieten die deze voor elke AIF beleggingsinstelling hanteert redelijk zijn.¹⁰⁶⁴ De home-state beoordeelt deze limieten. Als de home-state van de AIF beheerder dit noodzakelijk acht om de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel te waarborgen, kan deze bovengrenzen stellen aan de mate van leverage of andere beperkingen opleggen met betrekking tot het beheer van de AIF beleggingsinstelling. Dit om de mate waarin het gebruik van leverage tot een toename van het systeemrisico in het financiële stelsel leidt of het gevaar van chaotische marktomstandigheden vergroot, te beperken.

¹⁰⁵⁴ AIFM Richtlijn, art. 45 lid 8.

¹⁰⁵⁵ E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 474.

¹⁰⁵⁶ AIFM Richtlijn, art. 24.

¹⁰⁵⁷ AIFM Richtlijn, art. 25.

¹⁰⁵⁸ AIFM Richtlijn, art. 25 lid 2.

¹⁰⁵⁹ AIFM Richtlijn, art. 24 lid 5.

¹⁰⁶⁰ AIFM Richtlijn, art. 24 lid 5 laatste alinea.

¹⁰⁶¹ ESMA Verordening, art. 35 biedt deze algemeen bevoegdheid.

¹⁰⁶² AIFM Richtlijn, art. 25.

¹⁰⁶³ AIFM Richtlijn, preambule 49.

¹⁰⁶⁴ AIFM Richtlijn, art. 25 lid 3.

ESMA speelt hierbij de volgende rol:

- (i) Voordat de home-state maatregelen neemt, moeten ESMA en de ESRB (en indien van toepassing de home-state van de desbetreffende AIF beleggingsinstelling) worden geïnformeerd.¹⁰⁶⁵
- (ii) ESMA geeft een advies aan de home-state van de AIF beheerder over de maatregelen.¹⁰⁶⁶
- (iii) Als de leverage waarmee een AIF beheerder of een groep van AIF beheerders werkt, een wezenlijk risico vormt voor de stabiliteit en de integriteit van het financiële stelsel, kan ESMA ook op eigen initiatief actie ondernemen.¹⁰⁶⁷ ESMA kan de home-state van de AIF beheerder(s) advies verstrekken over te nemen maatregelen (ter herstel van de stabiliteit en de integriteit van het financiële stelsel), met inbegrip van de limieten ter beperking van de leverage. ESMA moet hierover wel de Europese Commissie en de ESRB informeren. Het ligt het meest voor de hand dat ESMA deze bevoegdheid hanteert als het systeemrisico zich vooral buiten de home-state van de beheerder bevindt, bijvoorbeeld in geval de beheerder vooral belegt in buitenlandse beleggingen of vooral leent van buitenlandse kredietinstellingen.
- (iv) Als de home-state actie onderneemt in strijd met de adviezen van ESMA, moet deze dit aan ESMA melden en aangeven waarom hij dit doet.¹⁰⁶⁸ In dat geval mag ESMA het feit dat een lidstaat haar adviezen in de wind slaat en de reden waarom deze lidstaat dit doet, publiceren.¹⁰⁶⁹

Wymeersch wijst erop dat de rol van ESMA bij het beheersen van leverage niet heel groot is, omdat ESMA uiteindelijk haar wil niet kan doordrijven.¹⁰⁷⁰ Als een lidstaat de adviezen van ESMA niet willen opvolgen, dan staat deze dat vrij. Voornaamste sanctiemiddel dat ESMA heeft, is dit feit bekend te maken. Wymeersch geeft echter ook aan dat als lidstaten de adviezen van ESMA in de wind slaan, ESMA haar bevoegdheden onder artikel 9 en 18 van de ESMA Verordening kan gebruiken. Mijns inziens is dit niet correct. Artikel 9 en 18 zullen in de praktijk niet kunnen worden toegepast. ESMA Verordening artikel 18 biedt ESMA weliswaar de mogelijkheid in te grijpen indien het Europese recht niet goed wordt uitgevoerd, maar alleen wanneer een lidstaat duidelijk zijn beoordelingsmarge heeft overschreden. Het moet dus zonneklaar zijn dat de lidstaat de AIFM Richtlijn schendt. Dit zal niet snel het geval zijn. ESMA Verordening artikel 9 geeft ESMA de mogelijkheid in te grijpen bij gevaarlijke financiële activiteiten. De beoordelingsmarge berust dan bij ESMA. ESMA kan dan dus eerder zijn eigen oordeel in de plaats stellen van dat van een lidstaat. Probleem is echter dat ESMA alleen de bevoegdheid van artikel 9 mag gebruiken, wanneer hierin expliciet is voorzien in andere regelgeving of wanneer sprake is van de financiële noodtoestand. De AIFM Richtlijn verleent ESMA alleen deze bevoegdheid ten aanzien van non-EU AIFMs.¹⁰⁷¹ Met andere woorden: Indien een EU AIFM te veel leverage gebruikt, kan ESMA alleen hierover adviseren, maar is uiteindelijk de home-state de enige die kan ingrijpen. Overigens meen ik dat ook van een aanbeveling in combinatie met publicatie een grote dwingende werking kan uitgaan.

¹⁰⁶⁵ Behalve in uitzonderlijke omstandigheden, dient deze kennisgeving aan ESMA te geschieden minimaal 10 dagen voor inwerkingtreding. Zie AIFM Richtlijn, art. 25 lid 4.

¹⁰⁶⁶ AIFM Richtlijn, art. 25 lid 6.

¹⁰⁶⁷ AIFM Richtlijn, art. 25 lid 7.

¹⁰⁶⁸ AIFM Richtlijn, art. 25 lid 8.

¹⁰⁶⁹ AIFM Richtlijn, art. 25 lid 8.

¹⁰⁷⁰ E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 454.

¹⁰⁷¹ Zie AIFM Richtlijn, art. 47 lid 4.

4.5.5.9. Bevoegdheden ESMA bij verhandeling van non-EU AIF beleggingsinstellingen

Bij de verhandeling van non-EU AIF beleggingsinstellingen met paspoort heeft ESMA een extra rol. Bij non-EU AIF beleggingsinstellingen dient een afdoende samenwerkingsregeling te zijn gesloten met het derde land waar de AIF beleggingsinstelling is gevestigd.¹⁰⁷² De home-state van de AIF beheerder moet beoordelen of aan deze voorwaarde is voldaan. Indien een andere lidstaat meent dat de home-state ten onrechte heeft geoordeeld, dat een AIF beleggingsinstelling aan de aanvullende voorwaarden voldoet, kan deze de Geschillenprocedure starten.¹⁰⁷³ Ook indien de bewaarder van de non-EU AIF beleggingsinstelling buiten de Europese Unie is gevestigd moet een samenwerkingsregeling zijn gesloten, moet de home-state van de beheerder dit beoordelen en kan ESMA overeenkomstig de Geschillenprocedure bemiddelen.¹⁰⁷⁴

ESMA heeft een bijzondere rol bij illegale verhandeling van non-EU AIF beleggingsinstellingen door EU AIF beheerders. ESMA kan verbieden deelnemingsrechten in deze AIF beleggingsinstellingen te verhandelen.¹⁰⁷⁵ Het gaat hier om een bevoegdheid krachtens ESMA Verordening artikel 9.

4.5.5.10. Afwijkende verdeling bevoegdheden home-state en host-state bij non-EU AIF beheerders

In beginsel worden non-EU AIF beheerders gelijk behandeld als AIF beheerders met een zetel in een lidstaat. Het paspoort is dus gelijk. Op twee punten gaan de bevoegdheden van de host-state bij non-EU AIF beheerders verder dan bij EU AIF beheerders.

Toetsing aanvullende voorwaarden voor non-EU AIF beheerders

De AIFM Richtlijn stelt een aantal aanvullende voorwaarden aan non-EU AIF beheerders, die niet gelden voor EU AIF beheerders met name om daadwerkelijk toezicht door de referentielidstaat mogelijk te maken.¹⁰⁷⁶ Als de referentielidstaat meent dat aan deze aanvullende voorwaarden is voldaan, maar een andere lidstaat het hiermee oneens is kan de Geschillenprocedure worden gebruikt.

Toetsing vergunningsverlening voor non-EU AIF beheerders

De AIFM Richtlijn bevat een algemene bepaling die het andere lidstaten mogelijk maakt de verlening van een vergunning aan een non-EU AIF beheerder aan ESMA ter toetsing voor te leggen. Als de andere lidstaat het oneens is met de vergunning die verleend is door de referentielidstaat, dan kan de Geschillenprocedure worden toegepast.¹⁰⁷⁷ Het verband tussen deze bevoegdheid en de hierboven vermelde bevoegdheid van lidstaten om het aan ESMA voor te leggen als naar hun mening de aanvullende voorwaarden niet zijn vervuld, is mij niet duidelijk. Die beperktere bevoegdheid lijkt reeds omvat te worden door onderhavige ruimere bevoegdheid.

4.5.5.11. Bevoegdheden ESMA bij non-EU AIF beheerders

Bij non-EU AIF beheerders heeft ESMA significant meer bevoegdheden dan bij EU AIF beheerders. ESMA kan binnen zekere kaders toetsen of de referentielidstaat terecht tot de conclusie is gekomen dat de non-EU AIF beheerder aan de vergunningseisen voldoet. De gedachte lijkt te zijn, dat

¹⁰⁷² AIFM Richtlijn, art. 35 lid 2.

¹⁰⁷³ Zie AIFM Richtlijn, art. 35 lid 2.

¹⁰⁷⁴ AIFM Richtlijn, art. 21 lid 6 sub a, c en e en preambule 35.

¹⁰⁷⁵ AIFM Richtlijn, art. 47 lid 4.

¹⁰⁷⁶ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 7.

¹⁰⁷⁷ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 8 laatste alinea.

voorkomen moet worden dat non-EU AIF beheerders voor een bepaalde referentielidstaat kiezen, omdat deze lidstaat soepeler is dan andere lidstaten. Ook zal het politiek makkelijker zijn geweest om ESMA bevoegdheden toe te kennen met betrekking tot financiële ondernemingen uit derde landen. Deze stonden meestal nog niet onder toezicht van een specifieke lidstaat. Er hoefde dus geen nationale toezichthouder een stapje terug te doen ten faveure van ESMA. ESMA heeft hiertoe de volgende bevoegdheden, in aanvulling op de bevoegdheden die zij ook heeft bij EU AIF beheerders.

Bij notificaties moet ESMA worden geïnformeerd

De notificatieprocedures zijn bij non-EU AIF beheerders gelijk aan die bij EU AIF beheerders. Enige afwijking is dat bij de notificatie steeds ook ESMA moet worden geïnformeerd.¹⁰⁷⁸

Bevoegdheid ESMA in geval van vrijstelling van eisen van de AIFM Richtlijn

De AIFM Richtlijn biedt lidstaten de mogelijkheid non-EU AIF beheerders vrij te stellen van bepaalde verplichtingen van de richtlijn, als de vestigingsstaat van deze beheerder conflicterende regels heeft die equivalente bescherming bieden.¹⁰⁷⁹ Bij de beoordeling of aan deze voorwaarde is voldaan, dient ESMA te worden betrokken.¹⁰⁸⁰ Als de referentielidstaat meent dat de non-EU AIF beheerder moet worden vrijgesteld, moet de referentielidstaat ESMA informeren. ESMA zal dan adviseren of inderdaad aan de voorwaarden voor vrijstelling is voldaan. Dit advies is niet bindend. Als de referentielidstaat echter het advies van ESMA naast zich neerlegt, moet zij ESMA hierover onder vermelding van de reden hiervoor informeren. ESMA kan dit feit en de redenen die de referentielidstaat opgeeft dan publiceren. Bovendien kunnen andere lidstaten, als zij het oneens zijn met de beoordeling van de referentielidstaat, de Geschillenprocedure starten.

Toezicht op integriteit en goede werking van financieel stelsel

Ten aanzien van non-EU AIF beheerders heeft ESMA extra bevoegdheden om toe te zien op de integriteit en goede werking van het financiële stelsel. De kapstokbepaling van ESMA Verordening artikel 9 wordt gedeeltelijk geactiveerd.¹⁰⁸¹ Ik zeg gedeeltelijk omdat ESMA slechts de bevoegdheid krijgt te besluiten dat lidstaten moet ingrijpen. ESMA kan niet zelf voor AIF beheerders rechtstreeks werkende besluiten nemen.¹⁰⁸² ESMA kan de lidstaten verzoeken de volgende maatregelen te nemen.¹⁰⁸³

- (i) Het non-EU AIF beheerders te verbieden in de Europese Unie deelnemingsrechten van bepaalde AIF beleggingsinstellingen te verhandelen, wanneer de AIF beheerder niet over de hiervoor benodigde vergunningen, notificaties en/of goedkeuringen beschikt.
- (ii) Het opleggen van beperkingen aan non-EU AIF beheerders met betrekking tot het beheer van een AIF beleggingsinstelling. Dit kan, indien sprake is van overdreven risicoconcentratie in een specifieke markt over de grenzen heen. Wat precies wordt bedoeld met “over de grenzen heen” is niet geheel duidelijk,¹⁰⁸⁴ maar ik interpreteer dit aldus dat de risicoconcentratie niet

¹⁰⁷⁸ AIFM Richtlijn, art. 40 lid 7 2^{de} alinea en lid 10 4^{de} alinea, art. 39 lid 6 2^{de} alinea en lid 9 4^{de} alinea en art. 41 lid 4 4^{de} alinea. Opvallend is dat bij grensoverschrijdend beheer ESMA op grond van de tekst van de richtlijn niet hoeft te worden geïnformeerd wanneer er wijzigingen optreden bij de informatie die bij notificatie is verstrekt. In AIFM Richtlijn, art. 41 lid 6 4^{de} alinea is geen verwijzing naar ESMA opgenomen. Dit is in een andere gevallen wanneer ESMA bij notificatie informatie heeft ontvangen wel het geval. Vgl. AIFM Richtlijn, art. 40 lid 7 2^{de} alinea en lid 10 4^{de} alinea. Naar mijn oordeel is men dit eenvoudigweg vergeten.

¹⁰⁷⁹ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 2.

¹⁰⁸⁰ AIFM Richtlijn, art. 37 lid 9.

¹⁰⁸¹ AIFM Richtlijn, art. 47 lid 4.

¹⁰⁸² Zie in zelfde zin E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 475.

¹⁰⁸³ AIFM Richtlijn, art. 47 lid 4.

¹⁰⁸⁴ Ook de Engels vertaling “in case of excessive concentration of risk in a specific market on a cross-border basis” is weinig verhelderend.

beperkt mag zijn tot de thuismarkt van de referentielidstaat. De referentielidstaat kan dan immers zonder meer zelf optreden ter bescherming van zijn markt. Dit maakt bemoeienis van ESMA overbodig.

- (iii) Het opleggen van beperkingen aan non-EU AIF beheerders met betrekking tot het beheer van een AIF beleggingsinstelling, als de activiteiten van de AIF beleggingsinstelling mogelijk een aanzienlijke bron van tegenpartijrisico vormen voor een kredietinstelling of andere systeemrelevante instellingen.¹⁰⁸⁵

Het optreden van ESMA moet wel noodzakelijk zijn. Daartoe moet aan de volgende voorwaarden worden voldaan:¹⁰⁸⁶

- (i) Er bestaat een substantieel gevaar voor de goede werking en de integriteit van de financiële markt of voor de stabiliteit van het financiële stelsel in de Europese Unie als geheel of een deel hiervan en er zijn grensoverschrijdende gevolgen.
- (ii) De bevoegde lidstaten hebben geen of onvoldoende effectieve maatregelen genomen om het gevaar te beperken.

ESMA overlegt voor het nemen van het besluit met de home-state en host-state van de AIF beheerders en de ESRB.¹⁰⁸⁷ Als ESMA een besluit heeft genomen, stelt ESMA de betrokken lidstaten op de hoogte van het besluit.¹⁰⁸⁸

Informerend ESMA over overtreding non-EU AIFM

Als de referentielidstaat van mening is dat een non-EU AIF beheerder die over een vergunning beschikt, de AIFM Richtlijn schendt, stelt hij ESMA hiervan zo spoedig mogelijk met volledige opgave van de redenen in kennis.¹⁰⁸⁹

4.5.6. Verzekeringsondernemingen

4.5.6.1. Waarop moet de home-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting?

Uitgangspunt van het prudentiële toezicht van Solvency is toezicht door de home-state.¹⁰⁹⁰ De vergunning van de home-state geldt namelijk voor de hele Europese Unie.¹⁰⁹¹ Er wordt nadrukkelijk overwogen dat de home-state over de middelen moet beschikken om ook in de host-state adequaat toezicht te houden,¹⁰⁹² en dat de home-state verantwoordelijk is voor het toezicht op de soliditeit van de verzekeringsonderneming.¹⁰⁹³ Daarbij moet de home-state alle verzekeringsnemers en begunstigen gelijk behandelen.¹⁰⁹⁴ Ook de bevoegdheid een verzekeringsonderneming te saneren of te liquideren berust uitsluitend bij de home-state en wordt afgehandeld volgens het faillissementsrecht van de home-state.¹⁰⁹⁵

¹⁰⁸⁵ Deze bepaling kan onder meer worden gebruikt, indien een AIF door de het gebruik van te veel leverage een risico voor tegenpartijen gaat vormen. Zie in zelfde zin E. Wymeersch, *The European Alternative Investment Management Directive*, in: E. Wymeersch (red.), *Alternative Investment Fund Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2012, p. 454.

¹⁰⁸⁶ AIFM Richtlijn, art. 47 lid 5. Het optreden van ESMA moet uiteraard ook proportioneel zijn (zie AIFM Richtlijn, art. 47 lid 6).

¹⁰⁸⁷ AIFM Richtlijn, art. 47 lid 7.

¹⁰⁸⁸ AIFM Richtlijn, art. 47 lid 8.

¹⁰⁸⁹ AIFM Richtlijn, art. 46 lid 3.

¹⁰⁹⁰ Solvency II, art. 30 en preambule 11.

¹⁰⁹¹ Solvency II, art. 15.

¹⁰⁹² Solvency II, preambule 18.

¹⁰⁹³ Solvency II, preambule 24.

¹⁰⁹⁴ Solvency II, art. 160 en art. 282 lid 2 en preambule 105 en 129.

¹⁰⁹⁵ Solvency II, art. 161 en art. 267 t/m 279 preambule 120, 123 en 125.

4.5.6.2. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor

De host-state heeft bij dienstverrichting zonder bijkantoor slechts zeer beperkte toezichtsbevoegdheden.

Een bijzondere regeling is opgenomen voor het geval een verzekeringsonderneming een hele portefeuille overdraagt naar een andere verzekeringsonderneming.¹⁰⁹⁶ Als de portefeuille betrekking heeft op risico's in een andere lidstaat -die dus door grensoverschrijdende dienstverrichting al dan niet met bijkantoor tot stand zijn gekomen-, dan moet instemming worden verkregen van de host-state.

Solvency II bepaalt expliciet dat eisen van algemeen belang vallen onder het toezicht van de host-state, maar uitsluitend voor zover deze niet gewaarborgd zijn door het toezicht van de home-state.¹⁰⁹⁷ Solvency II benoemt ook expliciet dat de host-state bepaalde eisen mag stellen bij aansprakelijkheidsverzekeringen van motorvoertuigen,¹⁰⁹⁸ ziekteverzekeringen,¹⁰⁹⁹ en arbeidsongeschiktheidsverzekeringen.¹¹⁰⁰ Deze uitzonderingen betreffen echter niet het prudentiële toezicht op de soliditeit van de verzekeringsonderneming, maar lokale verplichtingen die zijn ingegeven door overwegingen van solidariteit (bijvoorbeeld de wens dat in het belang van mogelijke verkeersslachtoffers eenieder die in een auto rijdt adequaat is verzekerd). Dit zijn dus enkele eisen van algemeen belang die in Solvency II expliciet zijn benoemd.

4.5.6.3. Waarop moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?

De host-state van het bijkantoor heeft niet meer verantwoordelijkheden, dan de host-state bij dienstverrichting zonder bijkantoor.

4.5.6.4. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting?

Als de verzekeringsonderneming regels overtreedt waarop de host-state toezicht houdt bij grensoverschrijdende dienstverrichting, kan de host-state ingrijpen. Dit gaat als volgt:

- (i) De host-state constateert overtredingen van lokale regels. De host-state verzoekt de verzekeringsonderneming de overtreding te beëindigen.¹¹⁰¹
- (ii) Luistert de verzekeringsonderneming niet, dan informeert de host-state de home-state die dan de nodige maatregelen treft.¹¹⁰²
- (iii) Treedt de home-state onvoldoende op of is de verzekeringsonderneming hardleers, dan mag de host-state zelf maatregelen treffen of de Geschillenprocedure starten.¹¹⁰³

¹⁰⁹⁶ Solvency II, art. 39. In lid 3 van dit artikel staat nogmaals dat de lidstaat van het bijkantoor moet worden geraadpleegd. Deze bepaling moet naar mijn oordeel worden genegeerd. Deze bepaling is ten onrechte overgenomen uit voorgangers van Solvency II, waarin de lidstaat van het bijkantoor naast de lidstaat van hoofdvestiging een significante prudentiële rol had. Voorheen was het mogelijk dat een verzekeringsonderneming uit lidstaat A een bijkantoor had in lidstaat B welk bijkantoor dan weer diensten verleende naar lidstaat C. De dienstverlening naar lidstaat C door het bijkantoor viel dan mede onder prudentieel toezicht van lidstaat B. Inmiddels is deze dienstverrichting louter een zaak tussen lidstaat A en C.

¹⁰⁹⁷ Solvency II, preambule 77 en 78.

¹⁰⁹⁸ Solvency II, preambule 76.

¹⁰⁹⁹ Solvency II, preambule 84 en 85.

¹¹⁰⁰ Solvency II, preambule 86.

¹¹⁰¹ Solvency II, art. 155 lid 1. Zie voor herverzekeringsovernames art. 158 met een gelijke regeling.

¹¹⁰² Solvency II, art. 155 lid 2.

¹¹⁰³ Solvency II, art. 155 lid 3 jo. Omnibus II.

In geval van een noodsituatie mag de host-state altijd zelf noodmaatregelen treffen en mag de host-state bestraffende maatregelen -te onderscheiden van dwingende maatregelen- nemen.¹¹⁰⁴ Bij deze noodmaatregelen speelt EIOPA geen rol.

Opname van deze regeling in Solvency II is wat mij betreft vreemd, omdat zoals in paragraaf 4.5.6.2 en 4.5.6.3 is toegelicht de host-state juist geen toezichtsbevoegdheden heeft. Ik kan niet anders dan concluderen dat dit overblijfselen zijn uit de tijd dat de host-state -in de voorgangers van Solvency- nog wel bevoegdheden waren toegekend.

4.5.6.5. Samenwerking home-state en host-state algemeen

Solvency II gaat net als de MiFID en CRD uit van loyale samenwerking tussen de betrokken lidstaten. Lidstaten moeten bij hun toezicht de Europese dimensie in aanmerking nemen.¹¹⁰⁵ Er is een aantal bijzondere bepalingen dat nadere toelichting rechtvaardigt.

Informereren aantasting solvabiliteit

Als de host-state redenen heeft om aan te nemen dat de werkzaamheden van de verzekeringsonderneming de solvabiliteit van deze verzekeringsonderneming kunnen aantasten, dan informeert deze de home-state.¹¹⁰⁶ De host-state mag echter niet ingrijpen, aangezien het toezicht op de solvabiliteit onder de exclusieve bevoegdheid van de host-state valt.

Assisteren ontnemen vrije beschikking activa

De home-state heeft de bevoegdheid de verzekeringsonderneming de vrije beschikking over de activa te ontnemen in geval de technische voorzieningen ontoereikend zijn of indien niet aan de solvabiliteitskapitaalvereisten of minimumkapitaalvereisten wordt voldaan.¹¹⁰⁷ In dat geval moet de host-state worden geïnformeerd en moet deze de home-state bijstaan bij het bevriezen van de activa die zich op het territorium van de host-state bevinden. Naar mijn oordeel is deze bepaling verouderd. Ik licht dit toe.

Tot begin jaren 90 was het zo geregeld, dat een verzekeringsonderneming de technische voorzieningen moest berekenen conform de normen van de host-state en ook de activa om deze voorzieningen te dekken moest aanhouden in de host-state.¹¹⁰⁸ Als deze voorzieningen tekort schoten dan kon de host-state de activa bevriezen.¹¹⁰⁹ De host-state informeerde dan de home-state. De home-state hield destijds al toezicht op de nakoming van de solvabiliteitskapitaalvereisten. Voldeed de verzekeringsonderneming niet aan deze solvabiliteitskapitaalvereisten, dan kon de home-state de assets bevriezen.¹¹¹⁰ Wilde de home-state ook de assets in de host-states bevriezen -die daar werden aangehouden ter dekking van de technische voorzieningen-, dan had hij de hulp van de host-states nodig. Begin jaren 90 werd bepaald dat de technische voorzieningen vanaf dat moment zouden worden berekend conform de regels van de home-state.¹¹¹¹ Gelijk werd toen besloten dat de home-state het besluit kon nemen activa ter dekking van deze technische voorzieningen te bevriezen.¹¹¹² Om de host-

¹¹⁰⁴ Solvency II, art. 155 lid 4 en 5. Solvency II gebruikt hier de bewoording “sanctioneren” of in het Engels “penalise”. In de andere richtlijnen wordt slechts de bevoegdheid geboden om de nodige maatregelen te treffen om aan de ongewenste situatie een eind te maken.

¹¹⁰⁵ Solvency II, art. 71.

¹¹⁰⁶ Solvency II, art. 30 lid 3.

¹¹⁰⁷ Solvency II, art. 137, 138, 139 en 140. Zie ook Solvency II, art. 144 lid 2 tweede alinea.

¹¹⁰⁸ Richtlijn 73/239/EEG, art. 15.

¹¹⁰⁹ Richtlijn 73/239/EEG, art. 20 lid 1.

¹¹¹⁰ Richtlijn 73/239/EEG, art. 20 lid 3.

¹¹¹¹ Richtlijn 92/49/EEG, art. 17.

¹¹¹² Richtlijn 92/49/EEG, art. 13.

state, die tot voor kort deze bevoegdheid had, niet geheel met lege handen te laten staan, werd toen besloten dat de home-state de host-state moest informeren. Tevens handhaafde men de bepaling dat de host-state de home-state hierbij moest bijstaan. Waarschijnlijk was de achterliggende gedachte dat de activa zich nog in de host-state bevonden. We zijn nu weer 20 jaar later en verzekeringsondernemingen houden activa aan over de hele wereld.¹¹¹³ Naar mijn oordeel kunnen deze informatieverplichtingen en bijstandsverplichtingen inmiddels worden geschrapt. Mocht de bijstand van de host-state toch nodig zijn, dan valt dit overigens ook onder de algemene samenwerkingsverplichting van Solvency II.

4.5.6.6. Samenwerking home-state en host-state bij bijkantoren

Net als bij beleggingsondernemingen en kredietinstellingen moet de home-state van de verzekeringsonderneming door de host-state in staat worden gesteld ter plekke toezicht bij het kantoor in de host-state te houden.¹¹¹⁴ Bij geschillen van mening hierover bemiddelt EIOPA conform de Geschillenprocedure.

4.5.6.7. Significante bijkantoren

Net als het toezicht op kredietinstellingen kent ook het toezicht op verzekeringsondernemingen de categorie significante bijkantoren. Een bijkantoor is significant als hetzij in het bijkantoor 5% van de premie-inkomsten van de groep wordt verdiend, hetzij 5% van de premies voor levensverzekeringen of juist andere verzekeringen in de desbetreffende lidstaat worden betaald aan dit bijkantoor.¹¹¹⁵

Of een bijkantoor significant is wordt dus zowel beoordeeld ten opzichte van de totale groep, als ten opzichte van de economie van de host-state. Dit is opvallend, omdat de vraag of een bijkantoor van een bankengroep of individuele kredietinstelling significant is, alleen wordt beoordeeld ten opzichte van de economie van de host-state. Ik geef een voorbeeld om het verschil te verduidelijken. Een kredietinstelling uit lidstaat X trekt 10% van de totale deposito's bij deze kredietinstelling aan in lidstaat Y. Dit maakt echter slechts 1% uit van de totale deposito's in lidstaat Y. Het bijkantoor van de kredietinstelling is daarmee niet significant. Een verzekeringsonderneming uit lidstaat X betreft 10% van premie-inkomsten in lidstaat Y. Dit maakt echter slechts 1% uit van de totale premie-inkomsten in lidstaat Y. Het bijkantoor van de verzekeringsonderneming is daarmee wel significant. Dit verschil valt te verklaren uit de reden om de categorie van significante bijkantoren in het leven te roepen. Bij kredietinstellingen gaat het in wezen om geïnstitutionaliseerd wantrouwen waarbij de host-state moet kunnen beoordelen of er bedreigingen zijn voor de lokale economie.¹¹¹⁶ Bij verzekeringsondernemingen wordt de host-state van het significante bijkantoor ook geacht bij te kunnen dragen aan succesvol toezicht op de hele groep.¹¹¹⁷

Behalve zijn deelname in het geconsolideerde toezicht -waarover hierna meer- heeft de host-state van een significant bijkantoor geen aanvullende bevoegdheden.

¹¹¹³ D. Schoenmaker en J. Sass, Cross-border Insurance in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 5.

¹¹¹⁴ Solvency II, art. 33 jo. Omnibus II.

¹¹¹⁵ Solvency II Gedelegeerde Verordening 2015/35, art. 354.

¹¹¹⁶ Dit probleem speelt ook in Consultation Paper Draft Guidelines on supervision of significant branches, 20 december 2016, EBA/CP/2016/24, p. 16. De home-state kan een bijkantoor als significant-plus willen bestempelen vanwege het belang van het bijkantoor voor de groep als geheel. Feit is echter dat dit alleen kan als de host-state het bijkantoor eerst als significant heeft bestempeld vanwege het belang voor de lokale economie.

¹¹¹⁷ Zie nader CEIOPS' Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Cooperation and Colleges of supervisors, October 2009, CEIOPS-DOC-54/09, p. 18.

4.5.6.8. Geconsolideerd toezicht geïntroduceerd

Net als bij kredietinstellingen wordt ook bij verzekeringsondernemingen geconsolideerd toezicht op groepsniveau gehouden.¹¹¹⁸ Dit toezicht is in aanvulling op het toezicht op individuele verzekeringsondernemingen.¹¹¹⁹ Zo zal onder meer ook op groepsniveau de solvabiliteit worden berekend,¹¹²⁰ rekening worden gehouden met risicoconcentraties en intragroepstransacties¹¹²¹ en de governance worden beschouwd.¹¹²² De leiding over dit geconsolideerde toezicht berust bij de groepstoezichthouder.¹¹²³ Deze betreft echter ook de andere toezichthouders in het college erbij door informatie te delen en het college te raadplegen. Voor bepaalde besluiten is zelfs expliciet voorgeschreven dat hierover in het college overeenstemming moet worden bereikt, waarover hierna meer. Belangrijk is echter op te merken dat onder Solvency II noch het college noch de geconsolideerd toezichthouder doorzettingsmacht heeft op het niveau van de dochters.¹¹²⁴ Als er dus geen overeenstemming wordt bereikt in het college, dan nemen de toezichthouders van de dochters hun beslissing op het niveau van de dochters en de geconsolideerd toezichthouder op het niveau van de moeder. Als er handhavingsmaatregelen moeten worden genomen, dan neemt elke lidstaat die ten aanzien van de (verzekerings)ondernemingen in zijn jurisdictie.¹¹²⁵ De toezichthouders stemmen dit dan met elkaar af.

4.5.6.9. Wie houdt het geconsolideerde toezicht?

De vraag welke lidstaat het consoliderend toezicht houdt -welke dus de groepstoezichthouder is- hangt af van de precieze groepstructuur:¹¹²⁶

- (i) Als de topholding van de verzekeringsgroep zelf een verzekeringsonderneming is, wordt het geconsolideerd toezicht uitgeoefend door de home-state van deze verzekeringsonderneming.
- (ii) Als de topholding -al dan niet via tussenschakels- verscheidene verzekeringsondernemingen houdt met verschillende home-states en één van deze verzekeringsondernemingen is gevestigd in dezelfde lidstaat als de topholding, dan is de consoliderend toezichthouder die lidstaat waar de topholding is gevestigd.
- (iii) Als de topholding is gevestigd in een andere lidstaat dan de verzekeringsondernemingen, dan is de home-state van de verzekeringsonderneming met het hoogste balanstotaal de consoliderend toezichthouder.
- (iv) Als de topholding zich buiten de Europese Unie bevindt en verscheidene lidstaten zowel een verzekeringsonderneming als een tussenholding huisvesten, dan is de home-state van de verzekeringsonderneming met het hoogste balanstotaal de consoliderend toezichthouder.¹¹²⁷

In bijzondere gevallen mogen de betrokken lidstaten onderling overeenkomen af te zien van de criteria hierboven als de toepassing ervan, gelet op de instellingen en op het relatieve belang van de werkzaamheden van die instellingen in verschillende landen, ongepast zou zijn. De lidstaten mogen dan een andere consoliderend toezichthouder aanwijzen. Zij moeten dan wel EIOPA hiervan op de

¹¹¹⁸ Solvency II, art. 212 t/m 266 en preambule 95 t/m 97.

¹¹¹⁹ Solvency II, art. 213 lid 1 en preambule 97 en 104.

¹¹²⁰ Solvency II, art. 218 en preambule 97.

¹¹²¹ Solvency II, art. 244 en 245 preambule 109.

¹¹²² Solvency II, art. 246 preambule 110.

¹¹²³ Solvency II, art. 248

¹¹²⁴ Zie nader CEIOPS' Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Cooperation and Colleges of supervisors, October 2009, CEIOPS-DOC-54/09, p. 11.

¹¹²⁵ Solvency II, art. 258.

¹¹²⁶ Solvency II, art. 247 jo. Omnibus II.

¹¹²⁷ Zie over hoe het toezicht dan geregeld is Solvency II, art. 260 t/m 266 jo. Omnibus II.

hoogte brengen en EIOPA kan bemiddelen conform de Geschillenprocedure. Opvallend is dat de Europese Commissie anders dan bij kredietinstellingen niet hoeft te worden geïnformeerd. In de preambules van Solvency II wordt opgemerkt dat de criteria voor het kiezen van de groepstoezichthouder niet op arbitraire wijze mogen kunnen worden omzeild, maar dit is niet nader ingevuld.¹¹²⁸

4.5.6.10. Geconsolideerd toezicht op verscheidene niveaus

Het geconsolideerde toezicht bevindt zich in ieder geval op het ultieme holding niveau binnen de Europese Unie, maar kan ook op subholding niveau binnen een lidstaat plaatsvinden.¹¹²⁹ In beginsel wordt in de Europese Unie slechts eenmaal geconsolideerd toezicht gehouden en wel op het hoogste niveau binnen de groep.¹¹³⁰ Lidstaten kunnen echter ervoor kiezen ook nationaal op gesubconsolideerd niveau geconsolideerd toezicht te houden.¹¹³¹ In dat geval wordt er dus tweemaal geconsolideerd toezicht gehouden, eenmaal op het niveau van de hele Europese Unie en eenmaal op het niveau van een lidstaat. Deze lidstaat zal dit besluit wel moeten toelichten aan de groepstoezichthouder -die deze informatie dan weer deelt met het college- en de ultieme holding vennootschap en hiervoor een goede reden moet hebben.¹¹³² Deze lidstaat kan het toezicht op de subgroep uitbreiden naar andere lidstaten, indien deze andere lidstaten hiermee akkoord gaan.¹¹³³

4.5.6.11. Wie zitten in het college van toezichthouders ?

Alle toezichthouders van verzekeringsondernemingen binnen de groep en EIOPA moeten onderdeel uitmaken van het college.¹¹³⁴ Daarnaast zijn de toezichthouders van significante bijkantoren lid van het college. Hun rol is echter beperkt tot het uitwisselen van informatie.

4.5.6.12. De samenwerking in het college

De groepstoezichthouders moeten elkaar van informatie voorzien, in het bijzonder tijdens crisissituaties, en het rationeel van beslissingen aan elkaar inzichtelijk maken.¹¹³⁵ Bij geschillen over de wijze waarop wordt samengewerkt of de wijze waarop informatie wordt gedeeld, kan EIOPA bemiddelen en besluiten conform de Geschillenprocedure.¹¹³⁶ Voor sommige besluiten zijn expliciete samenwerkingsregelingen opgenomen.

Verlichte regimes

Solvency II schrijft voor dat als een groepstoezichthouder een bepaalde onderneming buiten het groepstoezicht wil houden vanwege het kleine belang, de andere betrokken lidstaten moet worden geraadpleegd.¹¹³⁷ Andersom als een lokale toezichthouder een verzekeringsonderneming onder een lichter rapportage regime wil brengen, dan moet rekening worden gehouden met het belang van de groep voor andere lidstaten.¹¹³⁸ In ieder geval mag de toezichthouder geen lichter rapportage regime toestaan, als de verzekeringsonderneming meer dan 20% van de premies voor lijfrente of

¹¹²⁸ Solvency II, preambule 112.

¹¹²⁹ Solvency II, preambule 100.

¹¹³⁰ Solvency II, art. 215.

¹¹³¹ Solvency II, art. 216 jo. Omnibus II.

¹¹³² Zie voor de redenen die in aanmerking komen nader Solvency II Gedelegeerde Verordening 2015/35, art. 358.

¹¹³³ Solvency II, art. 217 jo. Omnibus II.

¹¹³⁴ Solvency II, art. 248 lid 3 jo. Omnibus II en preambule 113.

¹¹³⁵ Solvency II, art. 249 lid 1 jo. Omnibus II en preambule 107 en 113.

¹¹³⁶ Solvency II, art. 248 jo. Omnibus II.

¹¹³⁷ Solvency II, art. 214.

¹¹³⁸ Solvency II, art. 35 lid 7 jo. Omnibus II en Omnibus II, preambule 25.

schadeverzekering die in een lidstaat worden geheven ontvangt. Dan vertegenwoordigt de verzekeringsonderneming een te groot deel van deze lokale markt.

Intern model voor berekening solvabiliteit

Als een groep een intern model wil gebruiken om de solvabiliteit te berekenen op zowel geconsolideerd als individueel niveau, dan wordt het verzoek hiertoe centraal ingediend bij de groepstoezichthouder.¹¹³⁹ De betrokken toezichthouders moeten dan proberen tot een gezamenlijk besluit te komen. Lukt dit niet, dan besluit of EIOPA conform de Geschillenprocedure of de groepstoezichthouder. Andere toezichthouders zijn in beginsel aan dit besluit van EIOPA of de groepstoezichthouder gebonden, maar mogen in uitzonderlijke gevallen toch toepassing van het interne model verwerpen.¹¹⁴⁰

Intern model voor berekening solvabiliteit; bevoegdheden groepstoezichthouder op subgeconsolideerd niveau

Als de ultieme groepstoezichthouder een intern model toestaat, dan is in beginsel ook de toezichthouder op subgeconsolideerd niveau hieraan gebonden. Alleen in uitzonderlijke gevallen mag de toezichthouder op subgeconsolideerd niveau hiervan afwijken.¹¹⁴¹ Dit moet dan worden toegelicht aan de verzekeringsonderneming en groepstoezichthouder die dan weer het college informeert. EIOPA speelt hierin echter geen formele rol, wat vreemd is nu EIOPA wel een rol speelt als individuele toezichthouders willen afwijken van het interne model.

Wijzigingen aandeelhoudersstructuur

Bij besluiten over wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur of bestuursstructuur of belangrijke besluiten omtrent sancties of maatregelen inzake het solvabiliteitskapitaal moet eerst het college worden geraadpleegd.¹¹⁴² Alleen in uitzonderlijke situaties mag een toezichthouder dit nalaten.

Inspecties in andere lidstaten door consoliderend toezichthouder

De groepstoezichthouder kan ook inspecties uitvoeren bij (verzekerings)ondernemingen in andere lidstaten.¹¹⁴³ Deze lidstaat moet dit faciliteren. Mochten hierover geschillen ontstaan, dan kan EIOPA bemiddelen conform de Geschillenprocedure.¹¹⁴⁴

4.5.6.13. Zeer geconsolideerd toezicht

Verzekeringsgroepen kunnen ook opteren voor een nog verdergaande vorm van geconsolideerd toezicht.¹¹⁴⁵ Dit staan alleen open indien sprake is van een zeer geïntegreerd risicomanagement waardoor de moeder de groep bestuurt als ware het één onderneming. Dit moet worden aangevraagd bij de toezichthouder van de dochter die in dit zeer geconsolideerde toezicht wil worden opgenomen. Deze toezichthouder legt dit voor aan het college. Als het college geen overeenstemming bereikt, kan dit worden voorgelegd aan EIOPA conform de Geschillenprocedure. Anders besluit de groepstoezichthouder. In ieder geval moeten alle toezichthouders zich aan de uitkomst houden.

¹¹³⁹ Solvency II, art. 231 jo. Omnibus II.

¹¹⁴⁰ D. Schoemaker en J. Sass, Cross-border Insurace in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 24.

¹¹⁴¹ Solvency II, art. 216 lid 4.

¹¹⁴² Solvency II, art. 250 jo. Omnibus II

¹¹⁴³ Solvency II, art. 254 lid 2.

¹¹⁴⁴ Solvency II, art. 255 jo. Omnibus II.

¹¹⁴⁵ Solvency II, art. 236 t/m 242 jo. Omnibus II en uitvoerig CEIOPS' Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Supervision of Group Solvency for Groups with Centralised Risk Management, 29 January 2010, CEIOPS-DOC-62/09.

Het gevolg van het feit dat voor dit zeer geconsolideerde toezicht wordt gekozen, is dat de samenwerking tussen de diverse betrokken toezichthouders nog intensiever wordt. Als de toezichthouder van een dochter wil afwijken van het interne model dat de verzekeringsgroep hanteert, dan moet deze dit aan het college van toezichthouders voorleggen. EIOPA kan dan bemiddelen conform de Geschillenprocedure.¹¹⁴⁶ Alleen als ook EIOPA er niet uit komt mag de toezichthouder zelf besluiten. Ook in geval van gebreken in de kapitaalspositie wordt hierover door het college besloten en kan EIOPA dwingend bemiddelen.¹¹⁴⁷ Alleen als ook EIOPA er niet uit komt of in geval van noodsituaties mag de toezichthouder van de dochter zelf besluiten.

4.5.6.14. Rol EIOPA bij herstelplannen

Een bijzondere bevoegdheid van EIOPA betreft de herstelplannen. Als een verzekeringsonderneming te weinig solvabiliteitskapitaal heeft, moet deze dit binnen 6 maanden oplossen. Deze periode van 6 maanden kan door de home-state eenmaal met 3 maanden worden verlengd. Echter bij uitzonderlijke ongunstige omstandigheden met gevolgen voor verzekeringsondernemingen die een significant aandeel van de markt of een bepaalde marktactiviteit vertegenwoordigen kan de home-state de hersteltermijn verlengen met een periode van maximaal 7 jaar.¹¹⁴⁸ Het is echter EIOPA die vaststelt dat van deze uitzonderlijke omstandigheden sprake is. EIOPA raadpleegt eventueel de ESRB. De gedachte hierachter is dat nationale toezichthouders niet in de verleiding moeten worden gebracht solvabiliteitsproblemen bij hun nationale verzekeringsondernemingen te laten voortduren, als er niet echt sprake is van een uitzonderlijke situatie.

4.5.6.15. Liquidatie van verzekeringsondernemingen

Het is expliciet aan de home-state om te besluiten tot sanering of liquidatie van een verzekeringsonderneming.¹¹⁴⁹ Behalve de verplichting om de host-state zo spoedig mogelijk over deze maatregelen te informeren,¹¹⁵⁰ zijn de host-state geen rechten toegekend. Ook een eventueel college van toezichthouders heeft geen rechten, anders dan het recht geïnformeerd te worden.

Zoals reeds aangegeven bepaalt Solvency II expliciet dat cliënten uit andere lidstaten ook bij liquidatie gelijk moeten worden behandeld aan cliënten uit de home-state.¹¹⁵¹

4.5.6.16. Verzekeringsgarantiestelsel

De Europese Unie kent voor verzekeringsondernemingen, anders dan voor kredietinstellingen, geen verplicht garantiestelsel. Lidstaten zelf mogen wel een garantiestelsel voor schadeverzekeringen optuigen. Zij mogen verzekeringsondernemingen uit andere lidstaten verplichten hiervan lid te worden, maar deze verzekeringsondernemingen hebben hier geen recht op.¹¹⁵²

¹¹⁴⁶ Solvency II, art. 238 jo Omnibus II.

¹¹⁴⁷ Solvency II, art. 239 jo Omnibus II.

¹¹⁴⁸ Solvency II, art. 138 lid 4 jo. Omnibus II.

¹¹⁴⁹ Solvency II, art. 269 lid 1 en 273.

¹¹⁵⁰ Solvency II, art. 270 en 273 lid 3.

¹¹⁵¹ Solvency II, art. 160 en 161.

¹¹⁵² Solvency II, art. 189

4.5.7. Verzekeringsdistributie en verzekeringstussenpersonen

4.5.7.1. Inleiding

Net als bij beleggingsondernemingen heeft de verzekeringsdistributeur een paspoort. Bij grensoverschrijdende dienstverlening -al dan niet met bijkantoor- moet worden genotificeerd.¹¹⁵³

4.5.7.2. Waarop moet de home-state toezicht houden?

Net als bij beleggingsondernemingen houdt de home-state van de verzekeringstussenpersoon toezicht op de naleving van de gedragsregels bij grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor in de host-state.¹¹⁵⁴

In geval van een bijkantoor is het toezicht gedeeld. De host-state houdt toezicht op naleving van de gedragsregels op het grondgebied van het bijkantoor. De home-state houdt toezicht op regels die het hele bedrijf betreffen (zoals regels betreffende beroepsvereisten) en op naleving van de gedragsregels buiten het grondgebied van de host-state.¹¹⁵⁵ Hier wordt dus opnieuw de vraag van paragraaf 4.4.2 en 4.4.7 bijzonder relevant, namelijk wanneer sprake is van een dienstverrichting in een andere lidstaat.

4.5.7.3. Waarop moet de host-state toezicht houden

Bij grensoverschrijdende dienstverrichting heeft de host-state -net als bij beleggingsondernemingen- geen eigen bevoegdheden onder de IDD. Wel houdt de host-state toezicht op eventuele regels van algemeen belang.¹¹⁵⁶ Deze regels vallen buiten het geharmoniseerd gebied van de IDD. De IDD benoemt expliciet enkele onderwerpen waarop deze regels van algemeen belang van toepassing kunnen zijn, onder meer de verplichting om advies te verlenen bij verkoop van bepaalde verzekeringsproducten en regels omtrent provisie.¹¹⁵⁷

4.5.7.4. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor?

Net als bij beleggingsondernemingen heeft de host-state weinig bevoegdheden om in te grijpen als de verzekeringstussenpersoon de (gedrags)regels schendt.¹¹⁵⁸ Eerst moet een escalatieladder worden doorlopen waarbij de host-state de home-state waarschuwt. Alleen als de home-state onvoldoende ingrijpt en duidelijk is dat ernstig consumentenleed te vrezen is, mag de host-state zelf optreden. EIOPA kan bemiddelen op basis van de Geschillenprocedure.

Daarnaast kan de host-state direct optreden, als onmiddellijk optreden nodig is om de consument te beschermen.¹¹⁵⁹

¹¹⁵³ IDD, art. 4 en 6.

¹¹⁵⁴ IDD, preambule 21.

¹¹⁵⁵ IDD, art. 7 lid 2 en preambule 21.

¹¹⁵⁶ IDD, art. 9 en 11.

¹¹⁵⁷ IDD, art. 22 lid 2 en 29 lid 3 en art. 30 lid 3. Opvallend is met name dat eventuele strengere regels omtrent provisie ook van toepassing zijn op verzekeringstussenpersonen die grensoverschrijdend diensten verlenen. Bij beleggingsondernemingen zijn deze strengere regels omtrent provisie alleen van toepassing op bijkantoren, maar niet op grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor.

¹¹⁵⁸ IDD, art. 5 en preambule 22.

¹¹⁵⁹ IDD, art. 5 lid 2.

4.5.7.5. Waarp moet de host-state toezicht houden bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?

Bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor, houdt de host-state toezicht op de naleving van de gedragsregels op haar grondgebied, bijvoorbeeld de regels omtrent informatie die moet worden verstrekt aan de cliënt.¹¹⁶⁰

4.5.7.6. Welke bevoegdheden heeft de host-state bij grensoverschrijdende dienstverrichting met bijkantoor?

Wordt bij grensoverschrijdende dienstverlening met bijkantoor een regel overtreden waarop de host-state zelf toezicht houdt, dan kan deze zelf ingrijpen. Valt de regel onder de competentie van de home-state, dan geldt hetzelfde als bij dienstverlening zonder bijkantoor (zie paragraaf 4.5.7.4 hierboven).¹¹⁶¹

4.5.7.7. Hoe werken home-state en host-state samen ?

Net als bij de beleggingsondernemingen en andere financiële ondernemingen moet de lidstaten met elkaar samenwerken onder meer door informatie uit te wisselen.¹¹⁶²

4.5.7.8. Bevoegdheden EIOPA

Gelijk als ESMA onder de MiFID voor financiële instrumenten (zie paragraaf 5.6.8) kan EIOPA het op de markt brengen, distribueren of verkopen van verzekeringsproducten met een beleggingselement verbieden of beperken.¹¹⁶³ Dit is een uitwerking van artikel 9 van de EIOPA Verordening. Net als ESMA kan EIOPA hiertoe alleen overgaan, als bestaand recht de gevaren onvoldoende adresseert, er sprake is van een grensoverschrijdende dimensie en de lidstaten zelf onvoldoende ingrijpen.

4.5.8. Central Counterparties (CCPs)

4.5.8.1. Inleiding

CCPs kennen een systeem waarbij een veelheid aan lidstaten en Europese instanties bij het toezicht is betrokken.¹¹⁶⁴ Deze toezichthouders werken samen in colleges van toezichthouders. Uitgangspunt van de EMIR Verordening is dat de home-state de vergunning verleent en dat deze geldt voor de hele Europese Unie.¹¹⁶⁵ Zoals hierna zal blijken kent het toezicht op CCPs geen onderscheid tussen home-state en host-states, maar slechts een home-state die het toezicht afstemt binnen een college van toezichthouders. Dit is een bijzonder model dat verklaard wordt door de bijzondere -lees zeer systeemrelevante- rol van de CCPs in het financiële systeem.

4.5.8.2. Notificatie

Bij CCPs is strikt genomen geen sprake van een notificatie. Wel is er de plicht van de CCP om indien deze zijn bedrijvigheid gaat uitbreiden, dit te melden aan de home-state.¹¹⁶⁶ In geval deze uitbreiding van de bedrijvigheid naar een andere lidstaat is, dan meldt de home-state dit aan deze andere lidstaat. De vraag wat precies onder uitbreiding van bedrijvigheid dient te worden verstaan, wordt niet expliciet beantwoord, maar naar mijn oordeel is hiervan sprake op het moment dat de CCP clearingdiensten

¹¹⁶⁰ IDD, art. 7 lid 2 en preambule 21.

¹¹⁶¹ IDD, art. 8 en preambule 22.

¹¹⁶² IDD, art. 13.

¹¹⁶³ PRIIPS Verordening, art. 16.

¹¹⁶⁴ Zie tevens H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1507-1508.

¹¹⁶⁵ EMIR, art. 14 lid 2, preambule 47.

¹¹⁶⁶ EMIR, art. 15 lid 2.

gaat verlenen aan een clearingmember uit een andere lidstaat en/of clearingdiensten gaat verlenen aan een handelsplatform uit een andere lidstaat.¹¹⁶⁷ Aan de host-state zijn echter geen bijzondere bevoegdheden toegekend anders dan deelname aan het college van toezichthouders.

4.5.8.3. Algemene verplichting tot samenwerking

Ook bij CCPs kent de Europese regelgeving een algemene verplichting tot samenwerking tussen lidstaten onderling en met ESMA en het ESCB.¹¹⁶⁸ Bovendien wordt lidstaten opgedragen bij het toezicht ook rekening te houden met de gevolgen die besluiten kunnen hebben voor de stabiliteit van het financiële stelsel in andere betrokken lidstaten en wel in het bijzonder in noodsituaties. Expliciet is opgenomen dat lidstaten elkaar, ESMA en het ESCB meteen moeten informeren over elke met een CCP verband houdende noodsituatie, waaronder ontwikkelingen op de financiële markten die een negatief effect kunnen hebben op de marktliquideit en de stabiliteit van het financiële stelsel in een lidstaat waar de CCP of een van de clearingleden ervan is gevestigd.¹¹⁶⁹

4.5.8.4. Het college van toezichthouders geïntroduceerd

Het college van toezichthouders heeft een uitzonderlijke grote rol bij het toezicht op CCPs. Deze keuze wordt expliciet gemotiveerd in de preambules en er wordt expliciet op gewezen dat de regeling voor CCPs geen precedent vormt voor andere financiële regelgeving.¹¹⁷⁰

De reden om de home-state primair verantwoordelijk te maken voor het toezicht is ten eerste omdat de home-state het beste in staat is na te gaan hoe de centrale tegenpartijen dagelijks opereren, regelmatige toetsingen uit te voeren en, indien nodig, passende maatregelen te nemen¹¹⁷¹ en tweede omdat wordt vermoed dat als een CCP insolvent dreigt te worden de budgettaire verantwoordelijkheid -om de CCP te redden- hoofdzakelijk bij de home-state zal liggen.¹¹⁷² Anderzijds wordt overwogen dat de clearingleden van een CCP in verschillende lidstaten kunnen zijn gevestigd en zij als eerste invloed zullen ondervinden van de wanbetaling van de CCP. Daarom is het noodzakelijk dat alle relevante bevoegde autoriteiten en ESMA wordt betrokken bij het vergunnings- en toezichtsproces.¹¹⁷³ Aldus, zo stellen de preambules “kunnen divergente nationale maatregelen of praktijken en belemmeringen voor de goede werking van de interne markt worden vermeden”. De gedachte is blijkbaar dat als een lidstaat niet mede toezicht kan houden op een CCP deze lidstaat nationale maatregelen neemt die de toegang van een CCP belemmert. De betrokkenheid van ESMA in elke college is om een consistente en juiste toepassing van EMIR te garanderen.¹¹⁷⁴

4.5.8.5. Wie zitten in het college?

In het college moeten de voornaamste partijen zitting nemen die toezicht houden op entiteiten waarop de activiteiten van die CCP van invloed kunnen zijn.¹¹⁷⁵ Het college dient daarom te bestaan uit niet alleen de home-state van de CCP, maar ook uit de home-states van de clearingleden, handelsplatforms, andere CCPs en centrale effectenbewaarinstellingen waarmee de CCP zaken doet. Daarnaast moeten

¹¹⁶⁷ Dit zijn namelijk tevens de vereisten wanneer een CCP uit een derde land geacht wordt in de Europese Unie actief te zijn en daarom erkenning van ESMA nodig heeft. Zie hiervoor EMIR, art. 25 lid 1.

¹¹⁶⁸ EMIR, art. 23.

¹¹⁶⁹ EMIR, art. 24.

¹¹⁷⁰ EMIR, preambule 55 en 56.

¹¹⁷¹ EMIR, preambule 51. Zie ook Commission Staff Working Document Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, Impact Assessment, 15 september 2010, SEC (2010) 1058/2, p. 75.

¹¹⁷² EMIR, preambule 52.

¹¹⁷³ EMIR, preambule 52.

¹¹⁷⁴ EMIR, preambule 52.

¹¹⁷⁵ EMIR, preambule 53.

ook de centrale banken worden betrokken in het college vanwege hun rol in de oversight van de financiële infrastructuur en hun rol als centrale bank die de valuta uitgeeft waarin de effecten genoteerd staan.

4.5.8.6. Welke besluiten neemt het college?

Vergunningsaanvraag

Reeds bij de vergunningsaanvraag wordt het belang van het college van toezichthouders duidelijk.¹¹⁷⁶ Deze vergunningsvraag moet weliswaar worden ingediend bij de home-state, maar deze mag niet beslissen zonder het college te raadplegen. Hiertoe moet de home-state alle informatie die zij van de CCP ontvangt doorgeleiden naar ESMA en het college.

Bij de vergunningsverlening houdt de home-state rekening met het advies van het college. Als de home-state een positief advies van het college naast zich neerlegt, moet de home-state dat motiveren.¹¹⁷⁷

Als de leden van het college, behalve de home-state, in onderlinge overeenstemming tot een gezamenlijk advies zijn gekomen dat aan de CCP geen vergunning wordt verleend, dan moet de home-state de vergunning weigeren. Het college moet dan motiveren waarom het van oordeel is dat de vereisten van EMIR of van andere delen van het Europese recht niet zijn vervuld. Als de home-state toch de vergunning wil verlenen, kan deze de Geschillenprocedure starten.

Als het college het oneens blijft en een tweederde meerderheid in het college een negatief advies heeft uitgebracht, dan kan binnen een maand de Geschillenprocedure worden geactiveerd door iedere betrokken lidstaat. De home-state is echter niet verplicht de vergunning te weigeren.

Andere taken

Ook bij andere taken speelt het college een voorname rol. Zo zorgt het college voor de uitwisseling van informatie, het bereiken van overeenstemming betreffende de vrijwillige toevertrouwing van taken onder haar leden, coördinatie van toezichtinspectieprogramma's op basis van een risicobeoordeling van de CCP, de bepaling van procedures en calamiteitenplannen om noodsituaties aan te pakken.¹¹⁷⁸ Verder wordt het college geraadpleegd als de home-state de vergunning wil intrekken¹¹⁷⁹ en wordt in het college gestemd over de risicomodellen die de CCP hanteert.¹¹⁸⁰

Goedkeuring interoperabiliteitsregeling

Als twee CCPs op elkaar worden aangesloten heet dit een interoperabiliteitsregeling.¹¹⁸¹ Het gevolg van een interoperabiliteitsregeling is, dat CCPs elkaars debiteuren worden en dat bij de afwikkeling van één transactie gelijktijdig twee CCPs betrokken zijn. Dit leidt tot risico's voor beide CCPs. Het aangaan van een interoperabiliteitsregeling vereist daarom toestemming van beide betrokken home-states.¹¹⁸² Hiertoe moet dezelfde procedure worden doorlopen als vergunningsverlening waarbij dus ook de andere lidstaten in het college betrokken worden.

¹¹⁷⁶ EMIR, art. 17 en preambule 57.

¹¹⁷⁷ EMIR, art. 17 lid 4 2^{de} alinea en preambule 57.

¹¹⁷⁸ EMIR, art. 18 lid 4. Zie nader de uitwerking in EMIR Gedelegeerde Verordening 876/2013, art. 4 t/m 6 en de ESMA, Guidelines and Recommendations regarding written agreements between members of CCP colleges, 4 juli 2013, 2013/661.

¹¹⁷⁹ EMIR, art. 20.

¹¹⁸⁰ EMIR, art. 49 lid 1.

¹¹⁸¹ Zie voor de exacte definitie van interoperabiliteitsregeling EMIR, art. 2 sub 12.

¹¹⁸² EMIR, art. 54.

4.5.8.7. Hoe neemt het college besluiten?

Het college moet zelf overeenstemming bereiken over de oprichting en werking.¹¹⁸³ Dit moet worden vastgelegd in een overeenkomst tussen de leden. Eén en ander is uitgewerkt in technische reguleringsnormen.¹¹⁸⁴ Omdat ESMA en de Commissie echter geen overeenstemming konden bereiken over alle aspecten van deze technische reguleringsnormen, heeft ESMA ook richtsnoeren opgesteld met daarin een model voor de samenwerkingsovereenkomst.¹¹⁸⁵

Het is mogelijk dat sommige lidstaten meer stemgewicht hebben in het college dan andere.¹¹⁸⁶ De stemverhoudingen worden vastgesteld bij oprichting van het college.¹¹⁸⁷ Echter een lidstaat kan nooit meer dan 2 stemmen hebben, indien het totaal aantal deelnemers minder dan 12 is, en niet meer dan 3 als het college meer dan 12 deelnemers heeft.¹¹⁸⁸ ESMA heeft geen stemrecht. EMIR is op dit punt niet heel expliciet, maar ik ga ervan uit dat deze stemverhoudingen niet alleen gelden als moet worden gestemd over de vergunningsverlening maar ook bij andere besluiten.

4.5.8.8. Rol ESMA bij toezicht CCPs

ESMA heeft een significante rol bij het toezicht op CCPs.

Ten eerste neemt ESMA, weliswaar zonder stemrecht, deel in het college van toezichthouders.

Ten tweede wordt ESMA opgedragen op zijn minst eens per jaar het toezicht op CCPs te evalueren en aan een peer review te onderwerpen.¹¹⁸⁹ ESMA heeft reeds gekeken naar de eisen die lidstaten stellen bij vergunningsverlening.¹¹⁹⁰ ESMA is er echter nog niet aan toegekomen het doorlopend toezicht te evalueren, terwijl ook dit het risico met zich brengt dat lidstaten dezelfde regels anders toepassen waardoor sommige CCPs voordeel hebben.

Ten derde heeft een CCP toestemming van ESMA (en zijn nationale toezichthouder) nodig als deze zijn risicobeheersingsmodellen wil wijzigen.¹¹⁹¹

Ten vierde is ESMA lead toezichthouder bij CCPs die zijn gevestigd buiten de Europese Unie.¹¹⁹² Deze CCPs vragen hun erkenning aan bij ESMA. ESMA raadpleegt dan de relevante lidstaten, maar zonder een formeel college op te tuigen.¹¹⁹³ Uiteraard kan ESMA de erkenning ook weer intrekken, mocht hier aanleiding voor zijn.¹¹⁹⁴

Ten vijfde kan ESMA evenals leden van het ESCB rechtstreeks transactiegegevens opvragen bij een CCP.¹¹⁹⁵

¹¹⁸³ EMIR, art. 18 lid 5.

¹¹⁸⁴ EMIR, art. 18 lid 6 en EMIR Gedelegeerde Verordening 876/2013.

¹¹⁸⁵ ESMA, Guidelines and Recommendations regarding written agreements between members of CCP colleges, 4 juli 2013, 2013/661.

¹¹⁸⁶ EMIR, art. 19 lid 3.

¹¹⁸⁷ EMIR, art. 18 lid 5 en preambule 54.

¹¹⁸⁸ Zie nader ESMA Opinion on the composition of CCP colleges under EMIR, 7 mei 2015, ESMA/2015/838.

¹¹⁸⁹ EMIR, art. 21 lid 6.

¹¹⁹⁰ ESMA, Annual Report 2015, 15 juni 2016, ESMA/2016/960, p. 15.

¹¹⁹¹ EMIR, art. 49. Zie ook ESMA, Annual Report 2015, 15 juni 2016, ESMA/2016/960, p. 15.

¹¹⁹² EMIR, art. 25.

¹¹⁹³ Dit gaat om dezelfde lidstaten als die in het college zouden zetten als de CCP in de EU was gevestigd.

¹¹⁹⁴ EMIR, art. 25 lid 5.

¹¹⁹⁵ EMIR, art. 29 lid 3.

4.6. Onderlinge afstemming bij gekwalificeerde deelnemingen of vergunningverlening aan groepsmaatschappijen

Als een financiële onderneming (indirect) een gekwalificeerde deelnemingen -kort gezegd: alles waardoor hij meer dan 20% stemrecht krijgt- neemt in een andere financiële deelneming en deze deelneming toestemming van een lidstaat behoeft, dan moeten de lidstaten elkaar raadplegen. Ook moet een lidstaat andere lidstaten raadplegen in geval van vergunningsverlening aan een groepsmaatschappij van een entiteit die in deze andere lidstaat reeds onder toezicht staat. De verplichtingen zijn echter niet geheel consequent uitgewerkt. De basis komt uit de zogeheten Antonveneta Richtlijn¹¹⁹⁶ en Financiële Conglomeraten Richtlijn.

Antonveneta Richtlijn

De cross-sectorale Antonveneta Richtlijn regelt de beoordeling van gekwalificeerde deelnemingen in beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen.¹¹⁹⁷ Omdat in de UCITS Richtlijn wordt verwezen naar de MiFID, is de Antonveneta Richtlijn automatisch ook van toepassing op beheerders van UCITS beleggingsinstellingen.¹¹⁹⁸ De relevante lidstaten moeten ingevolge de Antonveneta Richtlijn samenwerken bij de volgende relaties:¹¹⁹⁹

- (i) De verwerver van de gekwalificeerde deelneming is een (i) kredietinstelling, (ii) verzekeringsonderneming, (iii) herverzekeringsonderneming, (iv) beleggingsonderneming of (v) UCITS beheerder, waaraan vergunning is verleend in een andere lidstaat.
- (ii) De verwerver is de moederonderneming van een zo'n vergunninghoudende entiteit.
- (iii) De verwerver is een natuurlijke persoon die zeggenschap heeft over zo'n vergunninghoudende entiteit.

Financiële Conglomeraten Richtlijn

De cross-sectorale Financiële Conglomeraten Richtlijn regelt de samenwerking bij vergunningsverlening. Bij vergunningsverlening hoeft echter alleen samengewerkt te worden tussen de toezichthouders van beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen. CRD IV en Solvency II volgen nog steeds deze richtlijn.¹²⁰⁰ Is de aandeelhouder echter niet een beleggingsonderneming, kredietinstelling of verzekeringsonderneming, maar bijvoorbeeld een UCITS beheerder dan hoeft bij vergunningsverlening strikt genomen niet te worden samengewerkt met de toezichthouder van deze UCITS beheerder, maar wel bij de beoordeling van latere gekwalificeerde deelnemingen.

De verdere ontwikkeling van de Antonveneta Richtlijn en Financiële Conglomeraten Richtlijn

De bepalingen van de Antonveneta Richtlijn en Financiële Conglomeraten Richtlijn komen ook voor in de nieuwe financiële richtlijnen. Deze richtlijnen zijn soms wel aangepast aan de nieuwe situatie dat er meer typen financiële onderneming zijn.

¹¹⁹⁶ De Antonveneta richtlijn komt aan zijn bijzondere naam, doordat deze richtlijn is aangenomen naar aanleiding van de pogingen van de president van de Italiaanse Centrale Bank om de overname van de Antonveneta bank door ABN AMRO te voorkomen.

¹¹⁹⁷ Antonveneta Richtlijn.

¹¹⁹⁸ UCITS IV, art. 11.

¹¹⁹⁹ MiFID II, art. 11 lid 2 en Solvency II, art. 60.

¹²⁰⁰ CRD IV, art. 16 en Solvency II, art. 26 lid 2.

Zo komen deze bepalingen ook voor in MiFID II, waarbij ook moet worden samengewerkt met de vergunningsverlenende lidstaat van een marktexploitant.¹²⁰¹

In de AIFM Richtlijn is eveneens de verplichting opgenomen om bij vergunningsverlening te overleggen met andere lidstaten.¹²⁰² De AIFM Richtlijn volgt hier de Antonveneta Richtlijn. Enige toevoeging is dat ook moet worden overlegd in geval de aandeelhouder indirect een AIF beheerder is. Het vreemde is nu dus dat bij een gekwalificeerde deelneming in een AIF beheerder moet worden overlegd met bijv. de lidstaat waar de gerelateerde beleggingsonderneming, kredietinstelling, UCITS beheerder of verzekeringsonderneming is gevestigd, maar andersom niet.

Bij CCP is de lijst van financiële ondernemingen nog langer.¹²⁰³ Zo moet ook worden overlegd met de vergunningverlenende lidstaten van de volgende entiteiten: (i) een CCP, (ii) een marktexploitant, (iii) een exploitant van een effectenafwikkelingssysteem, (iv) een UCITS beheerder, en (v) een AIF beheerder.

Conclusie

De opsomming hierboven illustreert de nadelen van de sectorale organisatie van de Europese richtlijnen. Deze sectorale organisatie heeft namelijk tot gevolg, dat indien in een nieuwe richtlijn nieuwe regels worden opgenomen deze niet automatisch worden opgenomen in andere sectorale richtlijnen, ofschoon dit voor de hand ligt.

Naar mijn oordeel volgt echter uit de algemene samenwerkingsverplichting in alle richtlijnen dat altijd moet worden samengewerkt indien er (kruisverbanden van) gekwalificeerde deelnemingen tussen ingevolge Europese richtlijnen gereguleerde financiële ondernemingen bestaan.

¹²⁰¹ MiFID II, art. 84. Dit wordt weer nader uitgewerkt in technische uitvoeringsnormen.

¹²⁰² AIFM Richtlijn, art. 8 lid 2.

¹²⁰³ EMIR, art. 32 lid 6.

5. Toezicht op de financiële markten door lidstaten met tweedelijns toezicht door de ESAs

5.1. Inleiding

In dit hoofdstuk behandel ik het toezicht op de financiële markten. Het toezicht op de financiële markten kent anders dan het toezicht op financiële ondernemingen geen beperkte groep makkelijk te lokaliseren entiteiten en relaties waarop toezicht kan worden gehouden. Zoals we hierna zullen zien, leidt dit tot een betrekkelijk ongestructureerde verdeling van toezichtsbevoegdheden met wisselende aanknopingspunten. Aanknoping bij de vestigingsplaats van de financiële onderneming of de plaats waar deze zijn cliënten bedient, werkt namelijk vaak niet.

Hiervoor zijn vier redenen:

Ten eerste, nemen veel meer partijen aan de financiële markten deel, dan dat er partijen zijn die financiële diensten verlenen. Eenieder die financiële instrumenten koopt of verkoopt, neemt deel aan de financiële markten. Al deze partijen kunnen schade aanrichten op de financiële markten en dienen daardoor op één of ander wijze aan toezicht onderhevig te zijn. Terwijl bijvoorbeeld in de verhouding tussen een beleggingsonderneming en zijn klant duidelijk is, dat de klant beschermd moet worden tegen mogelijke schade veroorzaakt door de beleggingsonderneming, kan die zelfde klant op de financiële markten schade aanrichten (bijvoorbeeld door te handelen met voorkennis). Daar wordt dus opeens ook de klant een partij die gereguleerd moet worden, althans voor de toezichthouder relevant om in de gaten te houden.

Ten tweede, zijn activiteiten op de financiële markten moeilijker te lokaliseren in een jurisdictie dan financiële diensten. Financiële diensten spelen zich in beginsel alleen af tussen de klant en de financiële onderneming. Bij de dienst zijn dan maximaal twee lidstaten betrokken (de vestigingsplaats van de klant en de vestigingsplaats van de financiële onderneming) en in het geval de klant grensoverschrijdend vanuit een bijkantoor wordt bediend drie lidstaten. Een activiteit op de financiële markten kent raakvlakken met veel lidstaten. Wat bijvoorbeeld te denken van een belegger in lidstaat A die door tussenkomst van een beleggingsonderneming in lidstaat B via een handelsplatform in lidstaat C belegt in een bedrijf dat zijn vestigingsplaats heeft in lidstaat D en waarvan de financiële instrumenten (ook) genoteerd zijn in lidstaat E. Voor de goede orde: dit is geen gezocht voorbeeld. Dit is een zeer normale en vaak voorkomende situatie.

Ten derde, kan het doel van het toezicht op de financiële markten vaak alleen gerealiseerd worden als de toezichthouder de hele markt overziet. Zo zal het voor het toezicht op Credit Default Swaps (CDS) niet heel relevant zijn te weten dat twee partijen onderling een CDS met betrekking tot een derde partij hebben gesloten. Deze informatie wordt wel relevant, als een wereldwijd of op zijn minst Europees beeld ontstaat waaruit blijkt dat veel partijen geprobeerd hebben het kredietrisico op deze derde partij te verzekeren.¹²⁰⁴ Dan wordt immers duidelijk, dat problemen bij deze derde partij tot grote problemen in het financiële stelsel kunnen leiden.

Ten vierde, is de wijze waarop een activiteit op de financiële markten tot schade kan leiden complexer en moeilijker te voorspellen. Bij een relatie tussen een klant en een financiële onderneming is duidelijk dat de klant schade kan lijden door gedrag van de financiële onderneming. Bij activiteiten op de financiële markten zijn de verbanden minder direct. Alle deelnemers op de financiële markten kunnen lijden onder het gedrag van hun mededeelnemers.

¹²⁰⁴ Zie in dezelfde zin J. C. Kress, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access To Central Bank Liquidity, *Harvard Journal on Legislation* 2011, p. 59.

Ik behandel hierna de toezichtsbevoegdheden in de volgorde waarin deze normaliter aan bod komen indien een onderneming voor het eerst de financiële markten betreedt. Dit betekent dat ik aanvang bij het toezicht op prospectussen (de primaire markt) en op de transparantie door uitgevende instellingen en daarna de regelgeving behandel die ziet op de andere deelnemers die actief zijn op de financiële markten (de secundaire markt). Vervolgens behandel ik de regulering van de handelsplatformen en de regulering van de handel in derivaten.

5.2. Prospectussen

5.2.1. Inleiding

Het prospectustoezicht is geregeld in de Prospectusrichtlijn.¹²⁰⁵ Uitgangspunt is dat in de Europese Unie alleen effecten kunnen worden aangeboden aan het publiek (door een uitgevende instelling) of kunnen worden toegelaten tot een gereguleerde markt als een prospectus beschikbaar is gesteld dat is goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder.¹²⁰⁶ Een belangrijke uitzondering hierop is de aanbidding van effecten aan professionele beleggers.¹²⁰⁷

Het prospectustoezicht heeft, zoals blijkt uit de preambules, twee doelen, namelijk beleggersbescherming en de bescherming van de efficiëntie van de markt.¹²⁰⁸

De prospectusrichtlijn voorziet net als de richtlijnen inzake financiële ondernemingen in een Europees paspoort. Dit betekent dat één lidstaat -de home-state- het prospectus goedkeurt en de effecten dan op basis van dit ene prospectus in de hele Europese Unie mogen worden aangeboden.¹²⁰⁹ Zoals hierna in paragraaf 5.2.3 zal blijken, wordt voor het bepalen van de home-state niet automatisch aangesloten bij de statutaire zetel van de uitgevende instelling.

5.2.2. Wanneer worden effecten aangeboden in de Europese Unie of een lidstaat?

Er moet alleen aan de prospectusplicht worden voldaan, als de effecten worden aangeboden in of toegelaten tot een gereguleerde markt in een lidstaat. Dit doet de vraag rijzen: Wanneer worden effecten aangeboden in een lidstaat?

Net als bij financiële diensten gaat het erom, dat de uitgevende instelling actief zijn effecten aanbiedt in een lidstaat.¹²¹⁰ Aan ESMA is namelijk de vraag voorgelegd of inwoners van een lidstaat waar de aanbidding van effecten niet plaatsvond (de host-state), niettemin toch konden inschrijven op de aanbidding, hetzij direct hetzij via een beleggingsonderneming.¹²¹¹ ESMA antwoordde hierop, dat dit mogelijk is zonder dat de uitgevende instelling een prospectus in de host-state publiceert of notificeert. Volgens ESMA hoeft er immers geen sprake te zijn van een aanbidding in de host-state. Het is slechts vereist, dat een prospectus wordt gepubliceerd in de lidstaat waar de aanbidding plaatsvindt. ESMA wees in een voetnoot erop dat er diverse wijzen zijn waarop een belegger van een aanbidding op de hoogte kan raken; bijvoorbeeld door eigen kennis, maar ook door zijn beleggingsonderneming die de

¹²⁰⁵ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG

¹²⁰⁶ Zie nader N.R. van de Vijver, Aanbidding van Effecten, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 541e.v.

¹²⁰⁷ Zie Prospectusrichtlijn, art. 3 en 4 voor uitzonderingen en vrijstellingen voor aanbiedingen van effecten die uitsluitend aan professionele beleggers zijn gericht, die alleen in grote pakketten (> € 100.000) worden aangeboden of die worden uitgegeven door overheden.

¹²⁰⁸ Prospectusrichtlijn, preambule 10.

¹²⁰⁹ Prospectusrichtlijn, art. 17.

¹²¹⁰ Vgl. de initiative test die ik heb behandeld in hoofdstuk 4.4.2.

¹²¹¹ ESMA Q&A Prospectussen, vraag 43.

belegger wijst op de aanbieding. Dit weerhoudt de inwoners van de host-state echter niet ervan zich in te schrijven voor de aanbieding. De impliciete gedachte is, dat een aanbieder van effecten in het kader van de Prospectusrichtlijn pas in een lidstaat aanbiedt, wanneer deze actief de markt benadert. Als de aanbieder de markt niet actief benadert, maar slechts gevonden wordt, dan valt dit niet onder de prospectusplicht.

Voor de volledigheid merk ik op, dat als een uitgevende instelling een beleggingsonderneming inhuurt om effecten te promoten of hiervoor toestemming geeft, dit geldt als een aanbieding van de uitgevende instelling zelf.¹²¹² Geeft de uitgevende instelling deze toestemming niet en heeft de beleggingsonderneming de effecten op eigen boek genomen alvorens deze door te verkopen, dan geldt de aanbieding als van de beleggingsonderneming. Benadert de beleggingsonderneming op eigen initiatief de uitgevende instelling zonder de effecten eerst op eigen boek te hebben genomen, dan geldt dit als een initiatief van de belegger door de beleggingsonderneming die namens hem optreedt en wordt de prospectusplicht evenmin geactiveerd.

5.2.3.Home-state

De vraag wie de home-state is -en derhalve het prospectus mag beoordelen- hangt af van de aard van effecten die worden aangeboden. Er zijn vier categorieën:¹²¹³

(i) Effecten met een aandelenkarakter

Effecten met een aandelenkarakter zijn aandelen en andere met aandelen gelijk te stellen verhandelbare effecten, alsmede andere categorieën verhandelbare effecten die recht geven tot het verkrijgen van om het even welke van de eerstgenoemde effecten door middel van conversie of door uitoefening van de daaraan verbonden rechten, mits laatstgenoemde categorie effecten is uitgegeven door de uitgevende instelling die de onderliggende aandelen heeft uitgegeven, of door een entiteit die tot de groep van die uitgevende instelling behoort.¹²¹⁴

Bij deze categorie is de home-state altijd de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft.

(ii) Effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde van kleiner dan € 1.000

De tweede categorie bestaat uit effecten die weliswaar geen aandelenkarakter hebben, maar waarvan de nominale waarde kleiner is dan € 1.000.

Bij deze categorie is de home-state altijd de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft.

(iii) Wholesale effecten

Deze derde categorie bestaat uit effecten die bedoeld zijn voor de professionele markten. Het gaat om (i) effecten die geen aandelenkarakter hebben en waarvan de nominale waarde groter is dan € 1.000 (ii) om afgeleide producten, zoals opties en reverse

¹²¹² Prospectusrichtlijn 2010, art. 1 sub 3 a bepaalt immers dat de uitgevende instelling toestemming moet geven voor het gebruik van zijn prospectus door derden.

¹²¹³ Prospectusrichtlijn, art. 2 lid 1 sub m. Zie tevens R.J. Botter, Effectenrecht in internationale situaties - revisited, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 583 en F.J. Foppes, Enkele aspecten van Multi-jurisdictionele noteringen onder de Wft, *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2011, p. 160 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 108.

¹²¹⁴ Prospectusrichtlijn, art. 2 lid 1 sub b.

exchangeables -dit zijn financiële instrumenten waarbij de uitgevende instelling ervoor kan kiezen deze om te ruilen voor aandelen-, tenzij uitgegeven door de uitgevende instelling van de onderliggende waarde en (iii) effecten die recht geven op betaling van een geldbedrag (derivaten dus).¹²¹⁵

De uitgevende instelling mag zelf zijn home-state kiezen uit de volgende drie opties: (i) de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft; (ii) de lidstaat van de gereglementeerde markt waar de effecten worden toegelaten en (iii) de lidstaat waar de effecten aan het publiek worden aangeboden door de uitgevende instelling. De prospectusrichtlijn staat het toe om per aanbieding opnieuw de home-state te kiezen. Omdat niet is voorgeschreven dat het moet gaan om de plaats waar naar verwachting de meeste effecten worden geplaatst, of waar de meeste secundaire handel plaatsvindt, is in de praktijk weinig inspanning vereist om voldoende connectie met een jurisdictie te krijgen om deze te kunnen selecteren. Anders dan bij bijvoorbeeld de keuze van de home-state voor AIF beheerders van buiten de Europese Unie (zie hoofdstuk 4.3.5.6) wordt niet nader gekeken hoe actief de uitgevende instelling ook zijn effecten gaat promoten in de gekozen home-state.

(iv) Effecten van uitgevende instellingen van buiten de Europese Unie

Ook uitgevende instellingen van buiten de Europese Unie kunnen in Europa hun prospectus laten goedkeuren en hierdoor een Europees paspoort krijgen.¹²¹⁶ Bij wholesale effecten gelden dezelfde bevoegdheidsregels als bij uitgevende instellingen binnen de Europese Unie. Voor niet wholesale effecten is de home-state die lidstaat waar de effecten het eerst worden aangeboden of genoteerd.¹²¹⁷ De facto kan deze uitgevende instelling dus zijn eigen home-state kiezen, aangezien de uitgevende instelling zelf kan kiezen waar hij de effecten het eerst aanbiedt. Mocht het aanknopingspunt eruit bestaan, dat een effect is genoteerd op een gereglementeerdemarkt en valt dit weg, dan dient de uitgevende instelling opnieuw een home-state te kiezen volgens de dan geldende aanknopingspunten.¹²¹⁸

Deze bevoegdheidsverdeling hinkt op twee gedachten.

Enerzijds gaat de Europese wetgever ervan uit dat de lidstaat waar de uitgevende instelling zich bevindt in de beste positie verkeert om het prospectus goed te keuren, omdat deze over de beste positie beschikt om toezicht te houden.¹²¹⁹ Waaruit deze betere positie dan zou bestaan, wordt in de Prospectusrichtlijn zelf niet toegelicht. Moloney ziet hierin een tweetrapsraket die bestaat uit de volgende stappen: (i) de uitgevende instelling zal de effecten vooral verkopen aan lokale retailbeleggers en (ii) de lokale toezichthouder zal er het meeste toe gunnen zijn lokale retailbeleggers te beschermen.¹²²⁰ Ook de European Securities Markets Expert Group ging ervan uit dat deze regels als doel hadden lokale retailbeleggers te beschermen.^{1221 1222} Naar mijn oordeel is dit niet

¹²¹⁵ R.H. Maatman en E.A. van Walsum, Rol van de toezichthouder bij een beursgang, in: B. Bierens, C.M. Grundmann-van de Krol, D.J.R. Lemstra en T.M. Stevens (red.), *Handboek Beursgang* (Serie Onderneming en Recht Deel 68), Kluwer, Deventer 2011, p. 214.

¹²¹⁶ Zie L. Enriques en T.H. Tröger, Issuer Choice in Europe, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 530 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 122.

¹²¹⁷ Prospectusrichtlijn, art. 2 sub m (ii).

¹²¹⁸ Ik wijs in dit verband op de Transparantierichtlijn 2014, art. 2. Hier wordt de Prospectusrichtlijn zo aangepast dat een uitgevende instelling zijn home-state opnieuw moet kiezen, als de aanknopingspunten waarop de keuze van de home-state was gebaseerd inmiddels niet meer gelden.

¹²¹⁹ Prospectusrichtlijn, preambule 14.

¹²²⁰ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 109.

¹²²¹ European Securities Markets Expert Group Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, 5 September 2007, p. 13.

gerechtvaardigd. Zo zijn er veel ondernemingen die juist op een beurs buiten de lidstaat van vestiging een primaire notering aanvragen om zo juist buitenlandse beleggers aan te trekken.¹²²³

Anderzijds is de uitzondering voor wholesale effecten ingegeven door de wens om voor deze effecten gespecialiseerde toezichthouders te hebben.¹²²⁴ Deze bijzondere verdeling is resultaat van een politiek compromis.¹²²⁵ Het kwam erop neer, dat de Europese Commissie de exclusieve competentie om het prospectus goed te keuren wilde toedelen aan de lidstaat waar de uitgevende instelling was gevestigd. Het Verenigd Koninkrijk en Luxemburg echter hadden een ontwikkelde markt voor de plaatsing van wholesale debt. Hiervoor werden de prospectussen goedgekeurd door de Luxemburgse en Engelse toezichthouder. Luxemburg en Engeland wilden deze positie behouden en werden hierbij ondersteund door de uitgevende instellingen van deze effecten die gewend waren en tevreden waren met de goedlopende goedkeuringsprocessen in Engeland en Luxemburg.

5.2.4. Geen substance eisen voor home-state

De bevoegdheidsallocatie onder de prospectusrichtlijn kent de facto geen substance eisen. De reden hiervoor is dat een uitgevende instelling altijd ervoor kan kiezen een topholding te vestigen in de lidstaat waar deze het prospectus wil laten goedkeuren of zijn zetel kan verplaatsen.¹²²⁶ Ook kan de uitgevende instelling van effecten met aandelenkarakter zijn aandelen certificeren, hetgeen betekent dat het juridische eigendom op een effect wordt gescheiden van het economische eigendom dat nog steeds bij de belegger berust. In dat geval verliezen de effecten het aandelenkarakter en kunnen zij in de categorie wholesale effecten komen, ofschoon materieel precies hetzelfde risico wordt gelopen.¹²²⁷

5.2.5. De markt waarop de effecten worden aangeboden is niet relevant bij het bepalen van de home-state

Het prospectustoezicht waarborgt evenmin, dat het prospectus wordt goedgekeurd door de lidstaat waar de effecten worden aangeboden of genoteerd. Een bedrijf met zetel in Nederland dat zijn aandelen wil laten noteren op de Londense beurs, moet het prospectus laten goedkeuren door Nederland. Een Nederlands bedrijf dat zijn wholesale effecten wil laten noteren op de Londense beurs, mag het prospectus laten goedkeuren door Engeland, maar kan ook kiezen voor Nederland. Het is niet verplicht dat de aandelen of Wholesale effecten ook in Nederland worden aangeboden of in Nederland worden genoteerd.¹²²⁸

In geval van aanbiedingsprogramma's zijn de exacte markten waarop de effecten worden aangeboden nog niet bekend. ESMA heeft echter verduidelijkt dat de uitgevende instelling in geval van aanbiedingsprogramma's niet voor een home-state mag kiezen als deze geen redelijke verwachting heeft ook in deze home-state een aanbieding of notering te doen.¹²²⁹ Volgens Maatman en Van

¹²²² Overigens sluit deze verklaring in de preambule niet aan op de politieke reden. In 'een goede positie verkeren om toezicht te houden' is immers iets anders dan 'de grootste belangen hebben om toezicht te houden'. Waarschijnlijk is in deze preambule 13 een politiek correcte verklaring gezocht, omdat men moeilijk kon opschrijven dat lidstaten elkaar onvoldoende vertrouwden.

¹²²³ Zie nader A.A. Bootsma, J.B.S. Hijink en L. in 't Veld, Multiple corporate citizenship; Over de meervoudige 'nationaliteit' van beursvennootschappen en wat dat betekent voor wet- en regelgevers, *Ondernemingsrecht* 2015, p. 611-624.

¹²²⁴ N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^{de} druk, OUP, Oxford 2008, p. 137 en 138.

¹²²⁵ Zie uitvoerig p. Schammo, *EU Prospectus Law, New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets*, Cambridge University Press, Cambridge 2011, p. 75 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 108-111.

¹²²⁶ I.-H.Y. Chiu, *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2008, p. 132.

¹²²⁷ Prospectusrichtlijn, preambule 12. R.H. Maatman en E.A. van Walsum, Rol van de toezichthouder bij een beursgang, B. Bierens, in C.M. Grundmann-van de Krol, D.J.R. Lemstra en T.M. Stevens (red.), *Handboek Beursgang* (Serie Onderneming en Recht Deel 68), Kluwer, Deventer 2011, p. 217 en L. Enriques en T.H. Tröger, Issuer Choice in Europe, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 530.

¹²²⁸ Prospectusrichtlijn, art. 7.

¹²²⁹ ESMA Q&A Prospectussen, vraag 46. L. Enriques en T.H. Tröger, Issuer Choice in Europe, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 530.

Walsum beoogt ESMA hiermee te bewerkstelligen dat een prospectus alleen wordt goedgekeurd door een lidstaat waar hetzij de aanbieding wordt gedaan, hetzij de uitgevende instelling is gevestigd.¹²³⁰

5.2.6. Delegatie van goedkeuringsbevoegdheid

Als de toezichthouder van de lidstaat waarvoor via bovengenoemde regels wordt gekozen dat wil, kan hij de bevoegdheid om het prospectus goed te keuren aan een andere lidstaat delegeren.¹²³¹ Deze toezichthouder is hiertoe echter niet verplicht en kan hiertoe zeker niet worden gedwongen. Let op: deze delegatie ziet alleen op het goedkeuren van het prospectus. Niet op doorlopend toezicht en handhaving onder de transparantierichtlijn.¹²³² Bovendien blijft de home-state onverkort aansprakelijk jegens bijvoorbeeld gedupeerde beleggers.¹²³³ Erg verleidelijk om van deze mogelijkheid tot delegeren gebruik te maken, is het dus niet.

5.2.7. Notificatie

Net als bij financiële ondernemingen dient het prospectus eerst genotificeerd te worden, alvorens dit kan worden gebruikt in andere lidstaten dan de home-state. Notificatie geschiedt door de home-state namens de uitgevende instelling.¹²³⁴

5.2.8. Bevoegdheden host-state

Als de host-state meent dat de uitgevende instelling of de financiële instellingen die met de procedures voor de openbare aanbieding zijn belast, onregelmatigheden hebben begaan, stelt zij de home-state en ESMA van deze bevindingen in kennis.¹²³⁵ De home-state krijgt dan eerst de kans zelf op te treden tegen de geconstateerde overtredingen. Alleen als de overtreding van de prospectusregels voortduurt, bijv. omdat de maatregelen van de home-state ontoereikend zijn, mag de host-state zelf passende maatregelen ter bescherming van de beleggers treffen. De host-state moet dan wel de home-state, ESMA en de Europese Commissie informeren over de maatregelen.

5.2.9. Rol ESMA en samenwerking lidstaten.

ESMA heeft een beperkt aantal bevoegdheden bij het prospectustoezicht. Deze blijven beperkt tot coördineren en informeel begeleiden. Enige verplichtingen jegens ESMA zijn (i) ESMA te informeren op het moment waarop een prospectus is goedgekeurd, (ii) ESMA te informeren als de bevoegdheid een prospectus goed te keuren wordt gedelegeerd aan een andere lidstaat en (iii) ESMA te informeren als de host-state ingrijpt.¹²³⁶

¹²³⁰ R.H. Maatman en E.A. van Walsum, Rol van de toezichthouder bij een beursgang, B. Bierens, C.M. Grundmann-van de Krol, D.J.R. Lemstra en T.M. Stevens (red.), *Handboek Beursgang* (Serie Onderneming en Recht Deel 68), Kluwer, Deventer 2011, p. 216.

¹²³¹ Prospectusrichtlijn, art. 13 lid 5. Zie R.H. Maatman en E.A. van Walsum, Rol van de toezichthouder bij een beursgang, B. Bierens, C.M. Grundmann-van de Krol, D.J.R. Lemstra en T.M. Stevens (red.), *Handboek Beursgang* (Serie Onderneming en Recht Deel 68), Kluwer, Deventer 2011, p. 219 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 114.

¹²³² I.-H.Y. Chiu, *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation*, Kluwer, Alphen a/d Rijn 2008, p. 137.

¹²³³ Prospectusrichtlijn, art. 13 lid 6.

¹²³⁴ Prospectusrichtlijn, art. 17 en 18. Zie nader N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 112.

¹²³⁵ Prospectusrichtlijn, art. 23 jo. Omnibus I, art. 5. Zie nader N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 114.

¹²³⁶ Omnibus I, art. 5

Daarnaast gelden de in het Europese financiële toezichtsrecht gebruikelijke bepalingen die inhouden dat lidstaten elkaar moeten helpen bij onderzoek, zo veel mogelijk moeten samenwerken bij de afdwinging van verplichtingen en elkaar van informatie moeten voorzien.¹²³⁷

5.3. Doorlopende transparantie

5.3.1. Inleiding

Zodra een uitgevende instelling is genoteerd op een gereguleerde markt, dienen zowel de uitgevende instelling zelf als aandeelhouders die grote stembelangen (>5%¹²³⁸) bezitten aan aanvullende regels te voldoen ingevolge de Transparantierichtlijn.¹²³⁹

Het gaat dan minimaal¹²⁴⁰ om de volgende verplichtingen:

- (i) De verplichting voor de uitgevende instelling om een jaarverslag en een halfjaarverslag te maken en tussentijdse bestuursverklaringen uit te geven.¹²⁴¹
- (ii) De verplichting die rust op aandeelhouders om in geval van een verwerving van een aandelenbelang groter dan 5% en het doorbreken -naar boven of naar onder- van enkele andere grenzen, dit te melden aan de uitgevende instelling.¹²⁴²
- (iii) De verplichting om aandeel- of obligatiehouders gelijk te behandelen en te faciliteren dat zij van hun aandeelhouders- of obligatiehoudersrechten gebruik maken.¹²⁴³

Doel van de transparantierichtlijn is net als bij de prospectusrichtlijn zowel beleggersbescherming als marktefficiëntie.¹²⁴⁴ De gedachte is, dat de openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen een duurzaam vertrouwen bij beleggers wekt en het deze mogelijk maakt zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen.

De Transparantierichtlijn gaat uit van het beginsel van home-state control. Zo moet de uitgevende instelling alle informatie die hij ingevolge de Transparantierichtlijn openbaart maakt ook toesturen aan de home-state en moeten aandeelhouders stembelangen melden bij de home-state.¹²⁴⁵

5.3.2. Home-state

De doorlopende transparantieverplichtingen voor genoteerde ondernemingen volgen welbewust de jurisdictieregels van de prospectusrichtlijn.¹²⁴⁶ Er zijn echter enkele afwijkingen.

¹²³⁷ Prospectusrichtlijn, art. 22 lid 2 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 118.

¹²³⁸ Dit percentage kan per lidstaat verschillen. De Transparantierichtlijn schrijft in ieder geval een melding bij 5% voor. Zie Transparantierichtlijn, art. 9 lid 1.

¹²³⁹ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

¹²⁴⁰ Transparantierichtlijn, art. 3 biedt de home-state de mogelijkheid zwaardere verplichtingen op te leggen.

¹²⁴¹ Transparantierichtlijn, art. 4, 5 en 6.

¹²⁴² Transparantierichtlijn, art. 9, t/m 16.

¹²⁴³ Transparantierichtlijn, art. 9, t/m 16.

¹²⁴⁴ Transparantierichtlijn, preambule 1.

¹²⁴⁵ Transparantierichtlijn, art. 19.

¹²⁴⁶ Zie Transparantierichtlijn, art. 2 (i) en preambule 7 en Transparantierichtlijn 2014, preambule 22. L. Enriques en T.H. Tröger, *Issuer Choice in Europe*, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 530 en R.J. Botter, *Effectenrecht in internationale situaties - revisited*, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 584. F.J. Foppes, *Enkele aspecten van Multi-jurisdictionele noteringen onder de Wft*, *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2011, p. 162-163 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 133.

Aanbieding zonder notering is niet relevant

Omdat de transparantierichtlijn alleen van toepassing is op effecten die op een gereguleerde markt zijn of worden genoteerd, zijn alleen deze aanbiedingen voor het transparantietoezicht van belang. Concreet betekent dit dat als bijvoorbeeld een uitgevende instelling uit Nederland wholesale effecten noteert aan de Londense beurs en daarnaast niet genoteerde wholesale effecten aanbiedt in Duitsland, deze uitgevende instelling voor het transparantietoezicht alleen kan kiezen tussen Nederland en Engeland.

Certificaten

Waar gecertificeerde aandelen voor de prospectusverplichting als wholesale debt gelden, wordt voor de transparantierichtlijn aangesloten bij de vestigingsplaats van de onderliggende onderneming.¹²⁴⁷

Wisselen home-state

Bij wholesale effecten geldt net als onder de Prospectusrichtlijn, dat de uitgevende instelling zijn home-state mag kiezen. De uitgevende instelling mag slechts eens per drie jaar wisselen.¹²⁴⁸ Dit heeft echter het risico in zich dat als een uitgevende instelling eerder een home-state heeft gekozen vanwege het feit dat deze hier genoteerd was, dit aanknopingspunt gedurende de periode van drie jaar wegvalt in geval deze notering weer wordt opgeheven (er gedelist is). De Europese wetgever heeft onderkend, dat er dan geen aanknopingspunt meer is met de jurisdictie van de home-state.¹²⁴⁹ Ditzelfde geldt voor uitgevende instellingen uit een derde land die inmiddels in één of meerdere markten gedelist zijn.¹²⁵⁰ De Transparantierichtlijn 2014 bepaalt daarom dat de oorspronkelijke keuze door zo'n omstandigheid vervalt.¹²⁵¹ De uitgevende instelling moet dan een nieuwe home-state kiezen op basis van de dan geldende situatie.¹²⁵²

In de revisie van de Transparantierichtlijn is opgehelderd dat voor zover een uitgevende instelling een keuze heeft voor een home-state, hij deze keuze ook daadwerkelijk moeten maken.¹²⁵³ Als de uitgevende instelling geen keuze maakt, hebben alle lidstaten waaruit de uitgevende instelling kan kiezen de bevoegdheden van de home-state. Dan staat een uitgevende instelling dus onder het toezicht van meer dan één lidstaat, een situatie die een uitgevende instelling zal willen vermijden.

Tevens is opgehelderd dat als een uitgevende instelling eerst alleen wholesale effecten uitgeeft, maar later ook niet-wholesale effecten, de uitgevende instelling dan onmiddellijk onder de jurisdictieregels voor niet-wholesale effecten valt.¹²⁵⁴

5.3.3. Geen notificatieregeling

Vreemd genoeg kent de Transparantierichtlijn, anders dan de Prospectusrichtlijn, geen notificatieregeling. Uitgevende instellingen die een andere lidstaat als home-state hebben -dus in geval van een notering op meer dan één beurs, of in geval de uitgevende instelling is gevestigd in een andere lidstaat dan waar hij genoteerd is-, moeten dit zelf melden in de host-state.¹²⁵⁵ Dit wijkt dus af van het

¹²⁴⁷ Transparantierichtlijn, art. 2 (1) (d). L. Enriques en T.H. Tröger, Issuer Choice in Europe, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 530.

¹²⁴⁸ Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub a (ii).

¹²⁴⁹ Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub a (ii) en preambule 21.

¹²⁵⁰ Transparantierichtlijn 2014, preambule 21.

¹²⁵¹ Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub 1 a (ii).

¹²⁵² Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub 1 a (ii).

¹²⁵³ Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub 1 a (iv) preambule 20.

¹²⁵⁴ Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub 1 a (ii).

¹²⁵⁵ Transparantierichtlijn 2014, art. 1 sub 1 a (iv).

algemene beginsel dat de (financiële) onderneming alleen contact heeft met zijn home-state die op zijn beurt weer het contact onderhoudt met diverse host-states.

5.3.4. Bevoegdheden host-state en samenwerking tussen home-state en host-state

Voor de bevoegdheden van de host-state en de samenwerking tussen home-state en host-state wordt verwezen naar wat hierover is opgemerkt hierboven in paragraaf 5.2.8 over het prospectustoezicht.¹²⁵⁶ Ook hier volgt de Transparantierichtlijn de Prospectusrichtlijn.

5.3.5. Bevoegdheden ESMA

Net als bij het prospectustoezicht heeft ESMA een zeer beperkte rol. Wel dient ESMA geïnformeerd te worden indien de home-state een uitgevende instelling van buiten de Europese Unie ontheft van bepaalde verplichtingen, omdat deze al worden gedekt door zijn lokale toezicht.¹²⁵⁷

5.4. Marktmisbruik

5.4.1. Inleiding

De regels tegen marktmisbruik beogen eerlijke financiële markten te bewerkstelligen. Ik citeer uit de preambules van de Verordening Marktmisbruik:

*“Marktmisbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten. Marktmisbruik is het begrip dat onwettige gedragingen op de financiële markten omvat. In het kader van deze verordening moet het worden geïnterpreteerd als handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie.”*¹²⁵⁸

*“Dergelijke gedragingen zijn een belemmering voor volledige en reële markttransparantie, die voor alle marktdeelnemers op geïntegreerde financiële markten een eerste vereiste is om handelstransacties te kunnen verrichten.”*¹²⁵⁹

Het gaat bij de Verordening Marktmisbruik dus om markttoezicht. De Verordening Marktmisbruik heeft geen betrekking op alle financiële instrumenten, maar alleen op die financiële instrumenten die verhandeld worden op een handelsplatform en die financiële instrumenten waarvan de prijs samenhangt met deze financiële instrumenten (zoals derivaten).¹²⁶⁰

De bevoegdheidstoedeling in de Verordening Marktmisbruik is complex. De reden hiervoor is dat de Verordening Marktmisbruik verschillende verplichtingen bevat, die zich richten tot verschillende (rechts)personen. Daarnaast is in Verordening Marktmisbruik bewust voor een bevoegdheidstoedeling gekozen waarbij verscheidene lidstaten bevoegd zijn op te treden ten aanzien van dezelfde feiten, waarover meer in paragraaf 5.4.2 hierna.¹²⁶¹ Er is dus sprake van overlappende jurisdicties.

¹²⁵⁶ Zie nader Transparantierichtlijn art. 25 en 26 zoals gewijzigd bij Omnibus I, art. 7.

¹²⁵⁷ Zie nader Transparantierichtlijn art. 23 zoals gewijzigd bij Omnibus I, art. 7.

¹²⁵⁸ Verordening 596/2014/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, preambule 2.

¹²⁵⁹ Verordening Marktmisbruik, preambule 7.

¹²⁶⁰ Verordening Marktmisbruik, art. 2.

¹²⁶¹ In Richtlijn Marktmisbruik 2003, art. 16 lid 3 wordt de verschillende lidstaten die tot optreden bevoegd zijn opgedragen elkaar te raadplegen over de followup die zij overwegen aan hun optreden te geven. Dit doet echter volgens deze zelfde richtlijn niet af aan het feit dat in beginsel verscheidene lidstaten toezicht houden. Zie tevens R.J. Botter en S.A.J. van Rossum, Internationale aspecten, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann, M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik*, (Serie Onderneming en Recht Deel 34), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2008, p. 431. In de Verordening Marktmisbruik, art. 25 lid 6 staat eveneens dat lidstaten met elkaar

Ik zal deze verplichtingen hierna introduceren.

Het transactieverbod en tipverbod

De Verordening Marktmissbruik verbiedt het om (a) te handelen met voorwetenschap of trachten te handelen met voorwetenschap; (b) iemand anders aan te raden om te handelen met voorwetenschap of iemand anders ertoe aan te zetten om te handelen met voorwetenschap, of (c) voorwetenschap wederrechtelijk mee te delen.¹²⁶² Dit verbod richt zich tot eenieder.

Het verbod op marktmanipulatie

Het is eenieder verboden de markt te manipuleren.¹²⁶³ Bij marktmanipulatie is sprake van het op een oneigenlijke wijze beïnvloeden van de vrije prijsvorming op de financiële markten.¹²⁶⁴ De wijzen waarop men de markt kan manipuleren zijn (niet uitputtend) opgesomd in de Verordening Marktmissbruik. De Verordening Marktmissbruik noemt onder meer het plaatsen van transacties die misleidende signalen afgeven en het verspreiden van onjuiste informatie.¹²⁶⁵

Medewerking van financiële ondernemingen aan preventie en opsporing van marktmissbruik

Van bepaalde partijen in de private sector worden vanwege het feit dat zij gereguleerd zijn bijzondere inspanningen verwacht om marktmissbruik te voorkomen.

Ten eerste, moeten handelsplatformen, doeltreffende regelingssystemen en procedures instellen en handhaven gericht op de preventie en opsporing van handel met voorwetenschap, marktmanipulatie en van pogingen om te handelen met voorwetenschap en marktmanipulatie.¹²⁶⁶

Ten tweede, moet iedere persoon die beroepshalve transacties met betrekking tot financiële instrumenten tot stand brengt of uitvoert, doeltreffende regelingen, systemen en procedures hebben voor de opsporing en melding van verdachte orders en transacties.¹²⁶⁷ In de praktijk zal deze verplichting met name op beleggingsondernemingen (en op kredietinstellingen die op grond van hun bankvergunning ook MiFID diensten mogen verlenen) rusten, aangezien met name beleggingsondernemingen beroepshalve transacties mogen uitvoeren.¹²⁶⁸

Voor beide partijen geldt dat zij het moeten melden aan de toezichthouder, als zij marktmissbruik vermoeden.¹²⁶⁹

moeten samenwerken om dubbele maatregelen te voorkomen. Niettemin ben ik van oordeel dat zolang niet een andere lidstaat een maatregel heeft getroffen beide lidstaten onderzoek kunnen doen.

¹²⁶² Verordening Marktmissbruik, art. 14. Zie nader G.T.J. Hoff, Marktmissbruik, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 720.

¹²⁶³ Verordening Marktmissbruik, art. 15.

¹²⁶⁴ G.T.J. Hoff, Marktmissbruik, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 732.

¹²⁶⁵ Verordening Marktmissbruik, art. 12. Zie nader G.T.J. Hoff, Marktmissbruik, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 732 e.v.

¹²⁶⁶ Verordening Marktmissbruik, art. 16 lid 1. De Verordening Marktmissbruik herhaalt (en verwijst) hierbij de gelijklopende verplichting onder MiFID II, art. 31 en 54.

¹²⁶⁷ Verordening Marktmissbruik, art. 16 lid 2.

¹²⁶⁸ Echter ook andere partijen die beroepshalve transacties uitvoeren zoals UCITS beheerders en AIF beheerders moeten aan deze verplichting voldoen. Zie nader de ESMA Q&A Market Abuse.

¹²⁶⁹ Zie over deze klikplicht nader G.T.J. Hoff, Marktmissbruik, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 743 e.v.

Openbaarmaking van voorwetenschap door uitgevende instellingen en insiderreglement

Op uitgevende instellingen rust de plicht voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken.¹²⁷⁰ Zij moeten dus kennis over zichzelf die voor het belegend publiek interessant kan zijn, zo snel mogelijk naar buiten brengen, behoudens uitzonderingen.

Uitgevende instellingen dienen bovendien een insiderreglement en insiderlijst op te stellen. Deze verplichting heeft als doel te voorkomen, dat de medewerkers van deze uitgevende instellingen handelen met gebruik van voorwetenschap.¹²⁷¹

Tot slot moeten uitgevende instellingen transacties door hun leidinggevendens bekend maken op hun website.¹²⁷²

Meldingsverplichting van leidinggevendens

Leidinggevendens van uitgevende instellingen moeten hun transacties melden bij de uitgevende instellingen en de bevoegde toezichthouder.¹²⁷³

5.4.2. De bevoegde lidstaten

Vanwege de vele partijen die verplichtingen opgelegd krijgen in de Verordening Marktmissbruik ontstaan er snel grensoverschrijdende situaties. Ik geef een voorbeeld: een in Polen gevestigde onderneming heeft aandelen laten noteren op de Amsterdamse AEX. Eén van de topmannen woont in Duitsland en doet via zijn Luxemburgse kredietinstelling een transactie in de onderneming. Welke lidstaat bevoegd is, hangt af van de (geschonden) verplichtingen. Voor de meeste hierboven vermelde verplichtingen geldt het volgende.

De verplichtingen worden gehandhaafd door zowel de lidstaat op wiens grondgebied de overtreding wordt begaan als door de lidstaat op wiens grondgebied het handelsplatform actief is waarop het financiële instrument is toegelaten of wordt verhandeld.¹²⁷⁴ Omdat het handelsplatform elders kan zijn gevestigd dan waar de overtreding van de marktmissbruik regels plaatsvindt, kunnen er dus verscheidene lidstaten bevoegd zijn om op te treden.¹²⁷⁵ Bovendien kan hetzelfde instrument op verscheidene handelsplatformen genoteerd zijn.

¹²⁷⁰ Verordening Marktmissbruik, art. 17.

¹²⁷¹ Verordening Marktmissbruik, art. 18. Zie nader G.T.J. Hoff, Marktmissbruik, in: D. Busch, D.R. Doorenbos, C.M. Grundmann-van de Krol, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht Deel 57), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2010, p. 750 e.v.

¹²⁷² Verordening Marktmissbruik, art. 19 lid 3.

¹²⁷³ Verordening Marktmissbruik, art. 19.

¹²⁷⁴ Verordening Marktmissbruik, art. 22. L. Enriques en T.H. Tröger, Issuer Choice in Europe, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 533. F.J. Foppes, Enkele aspecten van Multi-jurisdictionele noteringen onder de Wft, *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2011, p. 165.

¹²⁷⁵ Zie tevens R.J. Botter en S.A.J. van Rossum, Internationale aspecten, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann, M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, (Serie Onderneming en Recht Deel 34), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2008, p. 430. Verordening Marktmissbruik, art. 22, R.J. Botter, Effectenrecht in internationale situaties - revisited, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 587 en L. Enriques en T.H. Tröger, Issuer Choice in Europe, *The Cambridge Law Journal* 2008, p. 534.

Deze bevoegdheidsverdeling vindt zijn oorsprong in de Richtlijn Marktmissbruik 2003¹²⁷⁶ en is het resultaat van ‘overleg’ tussen de verschillende Europese wetgevende instanties.¹²⁷⁷ In het ontwerp van de Europese Commissie stond:¹²⁷⁸

“De lidstaten passen de verbodsbepalingen en vereisten van deze richtlijn tenminste toe op de activiteiten die op hun grondgebied worden verricht, wanneer de betrokken financiële instrumenten tot de handel in een lidstaat zijn toegelaten of zullen worden toegelaten.”

Volgens de Europese Commissie in haar toelichting stelde dit lidstaten in staat ook gedrag strafbaar te stellen dat zich slechts gedeeltelijk op het grondgebied van deze lidstaat afspeelde.¹²⁷⁹ De Europese Commissie gaf het voorbeeld van marktmissbruik door buitenlandse leden van een gereglemeerdemarkt of voorkennis die wordt verspreid in het buitenland, maar die invloed heeft financiële instrumenten op de lokale gereglemeerde markt.

Dit voorstel leidde tot kritiek van het Economisch en Sociaal Comité.¹²⁸⁰ Het Comité overwoog dat marktdeelnemers van te voren moesten kunnen weten aan welk regime zij moesten voldoen en welke lidstaat eventueel handhavend kon optreden. Het voorstel van de Commissie stelde de lidstaat waar het financiële instrument genoteerd was echter in staat zijn regels toe te passen onafhankelijk van waar de marktdeelnemer zich bevond. Alternatief was volgens het Comité om hetzij de lidstaat waar de marktdeelnemer (dader) zich bevond exclusief bevoegd te maken, hetzij -in geval de regeling als primaire doelstelling heeft om de integriteit van financiële markten te beschermen- de lidstaat waar het financiële instrument voor het eerst genoteerd is.

Het Europese Parlement heeft vervolgens de competentiebepaling zo geformuleerd dat een lidstaat kan optreden tegen (i) handelingen waar ook uitgevoerd ter wereld die betrekking hebben op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglemeerde markt die gelegen is of werkzaam is op zijn grondgebied en (ii) op zijn grondgebied verrichte handelingen betreffende financiële instrumenten die genoteerd zijn op een gereglemeerde markt in een willekeurige lidstaat.¹²⁸¹

Deze regels kunnen in concrete situaties tot de conclusie leiden dat verschillende lidstaten bevoegd zijn. De Europese regelgeving kent en kent geen methode om te bepalen welke lidstaat dan voorrang heeft.

Wel is er een zaak waarin de Nederlandse hoogste bestuursrechter de facto oordeelt dat een andere lidstaat voorrang heeft.¹²⁸² Fortis had eind 2007 naar het oordeel van de AFM verzuimd bepaalde koersgevoelige informatie publiek te maken. Fortis had hierover echter contact gehad met de

¹²⁷⁶ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. In de wetgevende geschiedenis van de Verordening Marktmissbruik is er geen enkele aanleiding om aan te nemen dat de bevoegdheidsverdeling uit de Richtlijn Marktmissbruik 2003 zou zijn gewijzigd.

¹²⁷⁷ Zie nader R.J. Botter en S.A.J. van Rossum, Internationale aspecten, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann, M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, (Serie Onderneming en Recht Deel 34), 2^{de} druk, Kluwer, Deventer 2008, p. 431.

¹²⁷⁸ Voorstel van de Commissie voor de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmissbruik), 1 juni 2001, COM (2001) 281 definitief, 2001/0118 (COD).

¹²⁷⁹ Vgl. art. 5 van de Richtlijn 89/592/EEG van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden. Dit is een voorganger van de Verordening Marktmissbruik. Hierin wordt lidstaten verplicht de regels omtrent insidertransacties toe te passen op handelingen die op zijn grondgebied plaatsvinden, indien de financiële instrumenten op een gereglemeerde markt van om het even welke lidstaat zijn toegelaten. Dit artikel verduidelijkt dat een transactie in elk geval wordt uitgevoerd op het grondgebied van een lidstaat, als de transactie wordt uitgevoerd op een gereglemeerde markt die op het grondgebied van deze lidstaat gelegen of werkzaam is.

¹²⁸⁰ Opinion of the Economic and Social Committee on ‘Insider dealing and market manipulation (market abuse)’ 2002/C 80/14, punt 4.7.

¹²⁸¹ Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on insider dealing and market manipulation (market abuse), 27 februari 2002, A5-0069/2002, amendement 50. Richtlijn Marktmissbruik 2003, art. 10.

¹²⁸² CBb 14 februari 2014, JOR 2014/104 (*Fortis*), m.nt. Arons.

Belgische toezichthouder en de Belgische toezichthouder had het handelen van Fortis (impliciet) goedgekeurd. Omdat Fortis op zowel de Belgische beurs genoteerd was als de Nederlandse, was zowel België als Nederland bevoegd toe te zien op naleving van de marktmisbruik regelgeving. De rechtbank had de AFM in het gelijk gesteld. Het CBb oordeelde echter in hoger beroep dat de desbetreffende informatie niet koersgevoelig was. Het CBb baseerde zich hierbij in grote mate op de opstelling van de Belgische toezichthouder. Ik citeer:¹²⁸³

“Dat deze inschatting (EvP: dat de informatie niet koersgevoelig was) niet onredelijk was blijkt ook uit het feit dat de Belgische toezichthouder, de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), de Trading Update van [bedrijfsnaam 2] heeft beoordeeld en als onderdeel van het prospectus heeft goedgekeurd. CBFA heeft aangedrongen op enkele wijzigingen in de redactie van de Trading Update. [bedrijfsnaam 2] heeft die wijzigingen ook aangebracht. Uit de door [bedrijfsnaam 2] bij brief van 6 september 2013 overgelegde e-mails van [bedrijfsnaam 2] aan CBFA van september 2007 maakt het College op dat CBFA destijds op de hoogte was van de inhoud van de subprime portefeuille van [bedrijfsnaam 2]. Eerder al, op 16 augustus 2007, had [bedrijfsnaam 2] een presentatie aan CBFA gegeven, waarin zij inzicht bood in haar subprime blootstelling. Dit is door AFM niet weersproken. Daar komt bij dat uit de verklaring van de heer [naam], voorzitter van CBFA, afgelegd in het kader van het onderzoek naar [bedrijfsnaam 5] bevolen door de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam, opgemaakt kan worden dat er in september 2007 geen problemen waren en de prijzen van de Residential Mortgage Back Obligations Subprime van de beste kwaliteit (AAA en AA) in september 2007 juist weer gingen stijgen. Pas medio oktober 2007 kan volgens [naam] een gestage terugval van die prijzen worden opgetekend. AFM heeft dit niet weersproken. Het College neemt voorts in aanmerking dat destijds het toezicht op [bedrijfsnaam 2] door CBFA werd uitgeoefend terwijl AFM als toezichthouder op afstand stond. Ter zitting van het College is naar voren gekomen dat AFM zich niet met CBFA heeft verstaan over het opleggen van de boetes. Niet is gebleken dat CBFA voor de hier in geding zijnde feiten een boete aan [bedrijfsnaam 2] heeft opgelegd.”

In feite komt het CBb tot het oordeel dat de connectie van de Belgische toezichthouder tot Fortis sterker was dan die van de AFM en dat de AFM daarom zonder nadere afstemming met de Belgische toezichthouder niet eigenhandig mocht optreden tegen Fortis.

Uitstel van publicatie voor niet-financiële en financiële ondernemingen

Onder bijzondere omstandigheden is het aan uitgevende instellingen toegestaan publicatie van koersgevoelige informatie uit te stellen.¹²⁸⁴ Bij alle ondernemingen is uitstel van publicatie toegestaan als (i) onmiddellijke openbaarmaking waarschijnlijk schade toebrengt aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling, (ii) het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid en (iii) de uitgevende instelling in staat is om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.¹²⁸⁵ Dit uitstel van publicatie moet dan wel worden gemeld aan (de toezichthouder van) de bevoegde lidstaat.¹²⁸⁶

¹²⁸³ CBb 14 februari 2014, JOR 2014/104 (*Fortis*), m.nt. Arons, rov. 5.4.

¹²⁸⁴ Zie nader J.T. de Jong, Een Verordening Marktmisbruik: wat gaat er straks veranderen?, in: C.A. Wielenga, p. A.M. Diekman, R.J. Hoff, R.A.F. Houben, W.H.J.M. Nuijts, mr. p. C. Verloop, B.O. Ouwkerk, E.D. Karssing en mr. N. Boonstra (red.), *Jaarboek Compliance 2014*, p. 38-40.

¹²⁸⁵ Verordening Marktmisbruik, art. 17 lid 4.

¹²⁸⁶ Verordening Marktmisbruik, art. 17 lid 4 laatste alinea.

Kredietinstellingen en andere financiële instellingen kunnen in het belang van de stabiliteit van het financiële systeem openbaarmaking van voorwetenschap uitstellen.¹²⁸⁷ Dan moet aan de volgende voorwaarden zijn voldaan (i) openbaarmaking van de voorwetenschap leidt mogelijkerwijs tot ondermijning van de financiële stabiliteit van de uitgevende instelling en van het financieel systeem, (ii) het uitstel van de openbaarmaking is in het algemeen belang en (iii) de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie kan worden gewaarborgd. De toezichthouder van de bevoegde lidstaat moet hebben ingestemd met dit uitstel van publicatie.¹²⁸⁸ Deze toezichthouder dient de macroprudentiële toezichthouder, nationale centrale bank of anders de microprudentiële toezichthouder van de uitgevende instelling te raadplegen. Als bijvoorbeeld de Nederlandse ING Bank publicatie van voorwetenschap zou willen uitstellen, dient de markttoezichthouder -in casu naar alle waarschijnlijkheid de AFM-, dus de bevoegde macroprudentiële toezichthouder -in casu de DNB- te raadplegen.

Omdat, zoals hiervoor aangegeven, bij de Verordening Marktmissbruik verscheidene lidstaten gelijktijdig toezicht kunnen houden, dient te worden voorzien in bijzondere bevoegdheidsregels. Het zou immers vreemd zijn als uitstel van publicatie bij verscheidene lidstaten moet worden gemeld, of dat bij verschillende lidstaten toestemming moest worden gevraagd, of dat een andere lidstaat dan de lidstaat aan wie het uitstel is gemeld of die hiervoor toestemming heeft gegeven, vanwege ditzelfde uitstel een boete oplegt.¹²⁸⁹ Daarom is bepaald, dat de Commissie gedelegeerde regels moet opstellen om de bevoegde lidstaat aan te wijzen.¹²⁹⁰ Deze regels werken als volgt:¹²⁹¹

- i. Als de uitgevende instelling in de lidstaat waar hij zijn statutaire zetel heeft ook aandelen aan een handelsplatform heeft genoteerd, dan is deze lidstaat bevoegd.
- ii. Als de uitgevende instelling nergens aandelen heeft genoteerd, maar wel andere financiële instrumenten heeft genoteerd aan een handelsplatform in de lidstaat waar hij zijn statutaire zetel heeft, dan is deze lidstaat bevoegd.
- iii. Als de uitgevende instelling aandelen heeft genoteerd aan een handelsplatform in een andere lidstaat dan waar zijn statutaire zetel is gevestigd, dan is deze andere lidstaat bevoegd. In geval de uitgevende instelling in verschillende lidstaten aandelen heeft genoteerd, dan is die lidstaat bevoegd waar de aandelen het eerst zijn genoteerd.
- iv. Als de uitgevende instelling nergens aandelen heeft genoteerd, maar wel andere financiële instrumenten heeft genoteerd in andere lidstaat dan waar zijn statutaire zetel is gevestigd, dan is deze andere lidstaat bevoegd. In geval de uitgevende instelling in verschillende lidstaten andere financiële instrumenten heeft genoteerd, dan is die lidstaat bevoegd waar deze andere financiële instrumenten het eerst zijn genoteerd.

Als de noteringen in geval iii of iv gelijktijdig hebben plaatsgevonden, dan wordt gekozen voor de markt die het meest relevant is qua liquiditeit (zie nader paragraaf 5.6.6).

¹²⁸⁷ Verordening Marktmissbruik, art. 17 lid 5. Zie nader J.T. de Jong, Een Verordening Marktmissbruik: wat gaat er straks veranderen?, in: C.A. Wielenga, p. A.M. Diekman, R.J. Hoff, R.A.F. Houben, W.H.J.M. Nuijts, mr. p. C. Verloop, B.O. Ouwerkerk, E.D. Karssing en mr. N. Boonstra (red.), *Jaarboek Compliance 2014*, p. 38-41.

¹²⁸⁸ Verordening Marktmissbruik, art. 17 lid 5 d.

¹²⁸⁹ Overigens was dit wel de situatie onder de Richtlijn Marktmissbruik 2003, art. 6 lid 2. Pas gedurende de behandeling van de Verordening Marktmissbruik is deze onduidelijkheid opgelost. Zie de dialoog tabel van 25 juni 2013, 2011/0295 (COD), 11384/13, p. 160.

¹²⁹⁰ Verordening Marktmissbruik, art. 17 lid 3.

¹²⁹¹ Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 van de Commissie van 17 december 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot een vrijstelling voor bepaalde publieke organen en centrale banken in derde landen, de indicatoren van marktmanipulatie, de openbaarmakingsdrempels, de bevoegde autoriteit voor kennisgevingen van uitstel, de toestemming voor handel tijdens afgesloten perioden en typen aan te melden transacties van leidinggevend, art. 6.

De Commissie heeft zijn keuze als volgt gemotiveerd:

“The delegated act intends to ensure that in all instances the single competent authority receiving the notification would be the one with the most interests in market supervision and to avoid the exercise of discretion by the issuer.”¹²⁹²

Buy back programma's en stabilisatie programma's

Ingeval van terugkoopprogramma's van aandelen geldt het verbod op marktmanipulatie en handel met voorkennis niet. Een van de voorwaarden is wel, dat de bevoegde autoriteit van het handelsplatform wordt geïnformeerd over alle transacties in het kader van het terugkoopprogramma.¹²⁹³ Omdat een aandeel gelijktijdig op verschillende handelsplatformen kan worden verhandeld, is er een grote kans dat verscheidene lidstaten gelijktijdig geïnformeerd moet worden. ESMA achtte dit in eerste instantie ongewenst en heeft daarom gesuggereerd dat één lidstaat zou moeten worden aangewezen.¹²⁹⁴ Inmiddels echter is ESMA van mening veranderd en tot de conclusie gekomen dat indien een aandeel op verschillende handelsplatformen is genoteerd de lidstaat van elk handelsplatform moet worden geïnformeerd.¹²⁹⁵

Een zelfde problematiek speelt bij de stabilisatieprogramma's, dat wil zeggen aankopen door de kredietinstellingen die een beursgang hebben begeleid. Ook transacties verricht uit hoofde van deze programma's moeten bij de toezichthouder worden gemeld.¹²⁹⁶ Ook hierbij heeft ESMA eerst gesuggereerd dat één lidstaat zou moeten worden aangewezen,¹²⁹⁷ maar later voorgesteld dat de lidstaten van alle handelsplatformen waarop het instrument is genoteerd of waarop stabilisatietransacties worden uitgevoerd, moeten worden geïnformeerd.¹²⁹⁸ De Commissie heeft dit latere voorstel overgenomen.¹²⁹⁹

Geaccepteerde marktpraktijken

Bij geaccepteerde marktpraktijken is het verbod op marktmanipulatie niet van toepassing, althans is geen sprake van marktmanipulatie omdat de praktijk die in beginsel voldoet aan de verbodsbepaling in desbetreffende markt een legitiem doel dient.¹³⁰⁰ Een marktpraktijk is pas een geaccepteerde marktpraktijk als hiertoe door (de bevoegde autoriteit van) een lidstaat is besloten.¹³⁰¹ Deze marktpraktijk geldt dan voor alle handelsplatformen in de desbetreffende lidstaat. De lidstaat moet bij dit besluit afwegen of de marktpraktijk in kwestie geen risico's meebrengt voor de integriteit van

¹²⁹² Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 17.12.2015 supplementing Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council as regards an exemption for certain third countries public bodies and central banks, the indicators of market manipulation, the disclosure thresholds, the competent authority for notifications of delays, the permission for trading during closed periods and types of notifiable managers' transactions, C (2015) 8943 final, p. 8 en Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522, preamble 17. Zie ook het voorwerk van ESMA in ESMA, Policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation, 14 November 2013, ESMA 2013/1649, p. 57. ESMA, Draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 11 July 2014, 2014/808 p. 30 en ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 3 februari 2015, ESMA/2015/224, p. 35 e.v.

¹²⁹³ Verordening Marktmissbruik, art. 5 lid 3. Richtlijn Marktmissbruik 2003, art. 8 jo. Uitvoeringsverordening Marktmissbruik 2273/2003, art. 4 lid 3.

¹²⁹⁴ ESMA, Policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation, 14 November 2013, ESMA 2013/1649, p. 10.

¹²⁹⁵ ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 september 2015, ESMA/2015/1455, p. 15.

¹²⁹⁶ Verordening Marktmissbruik, art. 5 lid 5. Richtlijn Marktmissbruik 2003, art. 8 jo. Uitvoeringsverordening Marktmissbruik 2273/2003, art. 9 lid 2.

¹²⁹⁷ ESMA, Policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation, 14 November 2013, ESMA 2013/1649, p. 15-16.

¹²⁹⁸ ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 september 2015, ESMA/2015/1455, p. 19.

¹²⁹⁹ Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052, art. 2 lid 2.

¹³⁰⁰ Verordening Marktmissbruik, art. 5 lid 3. Richtlijn Marktmissbruik 2003, art. 8 jo. Uitvoeringsverordening Marktmissbruik 2273/2003, art. 13 lid 1.

¹³⁰¹ Verordening Marktmissbruik, art. 5 lid 3. Richtlijn Marktmissbruik 2003, art. 8 jo. Uitvoeringsverordening Marktmissbruik 2273/2003, art. 13 lid 2.

direct of indirect betrokken, al dan niet gereglementeerde, markten voor het financiële instrument in kwestie binnen de hele Europese Unie.¹³⁰² De lidstaat moet ook het advies van ESMA vragen.¹³⁰³ Zijn andere lidstaten het oneens met de bestempeling van een handeling tot een geaccepteerde marktpraktijk, dan kunnen zij de Geschillenprocedure starten.¹³⁰⁴

Medewerking van private sector aan preventie en opsporing van marktmisbruik

Zoals hierboven toelicht moet de private sector bijdragen aan de preventie en opsporing van marktmisbruik.¹³⁰⁵

Voor handelsplatformen is niet expliciet erin voorzien aan wie zij eventuele verdachte transacties moeten melden.¹³⁰⁶ Aangezien echter verwezen wordt naar gelijkkluidende verplichting in MiFID II, mag worden aangenomen dat de bevoegdheidsregels MiFID II volgen.¹³⁰⁷ Eventuele verdachte transacties dient een handelsplatform dan ook alleen te melden aan zijn home-state. De home-state meldt dit dan weer aan de andere lidstaten en ESMA. Er staat niet expliciet welke lidstaten dit zijn, maar ik neem aan dat het beperkt wordt tot die lidstaten die een belang bij deze informatie kunnen hebben.

Voor beleggingsondernemingen geldt dat deze zijn onderworpen aan de meldingsvoorschriften van hun home-state conform MiFID, of, ingeval het een bijkantoor betreft, de lidstaat waar het bijkantoor zich bevindt.¹³⁰⁸ De melding wordt gericht aan die lidstaat.

Dit neemt echter niet weg dat andere lidstaten ook bevoegd zijn eventuele verdachte transacties die aldus gemeld zijn te bestraffen. Het is slechts de meldingsverplichting waarop afwijkende regels van toepassing zijn. De lidstaten die een melding van verdachte orders en transacties ontvangen, moeten deze informatie onmiddellijk doorgeven aan de bevoegde autoriteiten van de betrokken handelsplatforms.¹³⁰⁹

Meldingsverplichting van leidinggevend en insiderlijsten

Bij de meldingsverplichting van leidinggevenden wordt aangesloten bij de vestigingsplaats van de uitgevende instelling of in geval van een uitgevende instelling van buiten de Europese Unie bij de home-state in het kader van de transparantierichtlijn.¹³¹⁰ Dit is wat mij betreft vreemd, omdat deze uitgevende instelling niet noodzakelijkerwijs genoteerd is op een handelsplatform in deze lidstaat en daarom dus ook niet noodzakelijk verder in regulatoire sfeer van deze lidstaat valt.

Bij de verplichting een insiderlijst bij te houden is niet gespecificeerd welke lidstaat bevoegd is op naleving toe te zien. Wel heeft CESR overwogen, dat het onwenselijk is als een uitgevende instelling waarvan de financiële instrumenten verhandeld worden op verscheidene handelsplatforms volgens

¹³⁰² Verordening Marktmisbruik, art. 5 lid 3. Richtlijn Marktmisbruik 2003, art. 8 jo. Uitvoeringsverordening Marktmisbruik 2273/2003, art. 13 lid 2 sub e.

¹³⁰³ Verordening Marktmisbruik, art. 13 lid 4 en Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/908 van de Commissie van 26 februari 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende de criteria, de procedure en de vereisten voor de vaststelling van een geaccepteerde marktpraktijk en de voorwaarden voor het handhaven, stopzetten of wijzigen van de acceptatievoorwaarden daarvan, art. 11.

¹³⁰⁴ Verordening Marktmisbruik, art. 13 lid 6.

¹³⁰⁵ Verordening Marktmisbruik, art. 16.

¹³⁰⁶ Verordening Marktmisbruik, art. 16 lid 1.

¹³⁰⁷ MiFID II, art. 31 lid 2 en 54 lid 2.

¹³⁰⁸ Verordening Marktmisbruik, art. 16 lid 3. Zie tevens Uitvoeringsrichtlijn Marktmisbruik 2004/72, art. 7. Pas gedurende de behandeling van de Verordening Marktmisbruik is deze regel toegevoegd. Zie de dialoog tabel van 25 juni 2013, 2011/0295 (COD), 11384/13, p. 154. In zelfde zin E.M.M. Uitermark en A.L. Wilmink, Market Abuse Regulation: de opsporings- en meldingsplicht, *FR* 2016, p. 503.

¹³⁰⁹ Verordening Marktmisbruik, art. 16 lid 4.

¹³¹⁰ Verordening Marktmisbruik, art. 19 lid 2. Uitvoeringsrichtlijn Marktmisbruik 2004/72, art. 6 lid 1. F.J. Foppes, Enkele aspecten van Multi-jurisdictionele noteringen onder de Wft, *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2011, p. 163.

verschillende regels de insiderlijst moeten bijhouden. CESR adviseert lidstaten dan genoeg te nemen met insider lijsten die zijn opgesteld conform de regels van de vestigingsplaats van de uitgevende instelling.¹³¹¹ In het feedback statement lichtte CESR toe dat zij niet verder kon gaan dan de regelgeving. CESR kan daarom niet wederzijdse erkenning van insider lijsten opdragen.¹³¹² Inmiddels zijn de eisen voor de insider lijst geharmoniseerd.¹³¹³ Dit neemt niet weg dat verschillende lidstaten nog steeds kunnen toezien op naleving van deze verplichting. Opnieuw is vreemd dat voor het markttoezicht wordt aangesloten bij de vestigingsplaats van de uitgevende instelling, terwijl de effecten van deze uitgevende instelling niet noodzakelijk op een handelsplatform in de lidstaat waar deze gevestigd is worden verhandeld.

5.4.3. Strafrechtelijke handhaving

De Marktmissbruik Verordening wordt ook strafrechtelijk gehandhaafd.¹³¹⁴ Het gaat dan om ernstige overtredingen van de bepalingen van de Marktmissbruik Verordening. Frappant is dat deze strafrechtelijke handhaving een eigen van de administratiefrechtelijke Marktmissbruik Verordening afwijkende rechtsmachtbepaling kent. Een lidstaat moet zijn rechtsmacht uitstrekken tot.¹³¹⁵

- (i) Feiten die geheel of gedeeltelijk op het eigen grondgebied zijn gepleegd; en
- (ii) Feiten door een van de eigen onderdanen gepleegd, in elk geval voor zover het feit waar het gepleegd is, een strafbaar feit uitmaakt. Het feit moet dus zowel strafbaar zijn in de lidstaat waar de onderdaan vandaan komt als op de plek waar hij dit feit pleegt.

Een lidstaat mag echter zijn rechtsmacht tevens vestigen ten aanzien van strafbare feiten die buiten zijn grondgebied zijn gepleegd, indien:

- (i) de dader zijn vaste woon- of verblijfplaats op zijn grondgebied heeft, of
- (ii) het strafbare feit is gepleegd in het voordeel van een op zijn grondgebied gevestigde rechtspersoon.

Opvallend hieraan is dat deze strafrechtelijke rechtsmacht zich verder kan uitstrekken dan de rechtsmacht van de toezichthouder. Het is immers mogelijk een financieel instrument dat op een handelsplatform is genoteerd te manipuleren zonder een handeling in deze lidstaat te verrichten. Denk aan een Nederlands onderdaan die op zijn vakantie in Frankrijk handelt met voorkennis over aandelen die zijn genoteerd in Duitsland. De AFM heeft dan geen bestuursrechtelijke rechtsmacht, want de Nederlander handelde niet op een Nederlands platform en niet in Nederland. De Nederlandse strafrechter heeft echter wel rechtsmacht, aangezien het een Nederlands onderdaan betreft.

Anderzijds strekt de strafrechtelijke rechtsmacht weer minder ver dan de toezichtrechtelijke rechtsmacht. Denk aan het geval dat een financieel instrument genoteerd is op een handelsplatform in Frankrijk en in Nederland. Iemand kan vanuit Duitsland handelen op het Franse platform. Er is geen handeling binnen Nederland of Nederlandse persoon bij betrokken. Niettemin zou dit leiden tot bestuursrechtelijke jurisdictie, nu het instrument ook genoteerd is in Nederland. Er is echter weer geen strafrechtelijke jurisdictie.

¹³¹¹ CESR, Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, 06-562b, p. 14.

¹³¹² CESR, Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback Statement, July 2007, 07-402, p. 11.

¹³¹³ Uitvoeringsverordening 2016/347.

¹³¹⁴ Richtlijn Marktmissbruik 2014.

¹³¹⁵ Richtlijn Marktmissbruik 2014, art. 10.

5.4.4. samenwerkingen tussen home-state, host-state en ESMA

Uitgangspunt is dat alle lidstaten met elkaar en met ESMA samenwerken.¹³¹⁶ Onder meer moeten lidstaten elkaar assisteren bij onderzoek over grenzen. Als een lidstaat onvoldoende medewerking krijgt, kan de Geschillenprocedure worden gebruikt.¹³¹⁷

In geval een niet bevoegde lidstaat een overtreding constateert of vermoedt, waarschuwt deze een home-state.¹³¹⁸ Hiermee wordt dan bedoeld een lidstaat die wel bevoegd is om in te grijpen conform de regels hierboven.

5.5. Short selling

5.5.1. Inleiding

De Short Selling Verordening reguleert het aangaan van shorttransacties en kredietverzuimswaps.¹³¹⁹ De precieze definitie van shorttransacties en kredietverzuimswaps gaat het bestek van dit onderzoek te buiten, maar belangrijk is te begrijpen dat het gaat om transacties met betrekking tot financiële instrumenten waarbij de transactie (voor één partij) tot een positief resultaat leidt, als het financiële instrument na aangaan van de transactie in waarde daalt. Bij een shorttransactie kan het gaan om de verkoop van een aandeel dat de verkoper niet heeft waarbij de levering pas later plaatsvindt.¹³²⁰ De verkoper maakt dan winst als het aandeel in koers daalt tussen de datum van verkoop en de leveringsdatum. Hij kan het aandeel dan tussentijd goedkoper aankopen. Een kredietverzuimswap is (gesimplificeerd) een contract tussen twee partijen waarbij één partij overeenkomt de andere partij een vooraf bepaald bedrag te betalen, indien een derde partij failliet gaat.¹³²¹ Een reden om kredietverzuimswap aan te gaan is omdat een partij wel geld wil uitlenen, maar zich wel verzekeren tegen het risico dat de partij die geld niet kan terug betalen.

De voornaamste reden short selling (en kredietverzuimswaps) te reguleren, is dat deze transacties tot systeemrisico's kunnen leiden. Short selling ten tijde van grote financiële instabiliteit zou een neerwaartse spiraal van aandelenkoersen, en met name van aandelen van financiële instellingen, dermate kunnen versterken dat uiteindelijk de levensvatbaarheid van deze instellingen in het gedrang zou kunnen komen en systeemrisico's zouden kunnen ontstaan.¹³²² Daarbij kan short selling ook een manier zijn om markten te misbruiken of leiden tot verstoorde niet ordentelijke markten en zijn andere beleggers gebaat bij informatie over short posities die zijn ingenomen.¹³²³ De short selling regelgeving ziet dus zowel op het systeemtoezicht als -weliswaar in tweede instantie- op het markttoezicht.

¹³¹⁶ Verordening Marktmissbruik, art. 25 lid 1 en 6.

¹³¹⁷ Verordening Marktmissbruik, art. 25 lid 7.

¹³¹⁸ Verordening Marktmissbruik, art. 25 lid 5.

¹³¹⁹ Verordening 236/2012/EU van het Europees Parlement en de Raad van 14 maart 2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps.

¹³²⁰ Zie nader O. Juurikkala, Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis, *ECFR* 2012, p. 309 en J. Payne, The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe, *European Business Organization Law Review* 2012, p. 414 en over CDS J. C. Kress, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparties Must Have Access To Central Bank Liquidity, *Harvard Journal on Legislation* 2011, p. 52.

¹³²¹ Zie nader O. Juurikkala, Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis, *ECFR* 2012, p. 310.

¹³²² Short Selling Verordening, preambule 1. J. Payne, The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe, *European Business Organization Law Review* 2012, p. 416.

¹³²³ Short Selling Verordening, preambule 7. J. Payne, The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe, *European Business Organization Law Review* 2012, p. 415 en 417.

De Short Selling Verordening probeert deze risico's te ondervangen door (i) transparantie af te dwingen, (ii) bepaalde type transacties permanent te verbieden, (iii) in de mogelijkheid te voorzien transacties tijdelijk te verbieden en (iv) regels voor te schrijven die de ordentelijke settlement van short transacties moeten bevorderen.¹³²⁴

5.5.2.Diverse verplichtingen

Regels voor short selling in ondernemingen

Eenieder is verplicht het te melden aan de toezichthouder, als hij een netto shortpositie boven een bepaald percentage heeft in een onderneming waarvan de aandelen tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten.¹³²⁵ Onder handelsplatform wordt in deze bepaling verstaan een gereguleerde markt of een MTF.¹³²⁶

Short posities moeten niet alleen bekend worden gemaakt aan toezichthouders, maar bij hogere percentages ook aan het wijde publiek.¹³²⁷

Het is verboden een shorttransactie aan te gaan als niet reeds is voorzien in een wijze waarop de aandelen te zijner tijd geleverd zullen worden.¹³²⁸ Dit wordt ook wel het verbod op ongedekte of naakte shorttransacties genoemd.

Regels voor short selling in overheidsschuld

Een short positie in overheidsschuld dient te worden gemeld aan de toezichthouder.¹³²⁹

Het is verboden ongedekte shorttransacties aan te gaan in overheidsschuld, maar het is mogelijk dat de toezichthouder dit verbod tijdelijk opheft, indien de liquiditeit van de overheidsschuld onvoldoende is.¹³³⁰

Het is verboden een ongedekte kredietverzuimswap aan te gaan met betrekking tot overheidsschuld en ook dit verbod kan tijdelijk worden opgeheven als de markt door dit verbod niet goed functioneert.¹³³¹

Als ongedekte kredietverzuimswaps op overheidsschuld zijn toegestaan, is het nog steeds verplicht dergelijke ongedekte kredietverzuimswap in overheidsschuld te melden aan de toezichthouder.¹³³²

Settlement

Ook CCPs worden in de Short Selling Verordening gereguleerd. CCPs worden verplicht in specifieke maatregelen te voorzien voor het geval de verkoper van aandelen deze niet op tijd levert.¹³³³

¹³²⁴ J. Payne, The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe, *European Business Organization Law Review* 2012, p. 415 en 429 e.v.

¹³²⁵ Short Selling Verordening, art. 5.

¹³²⁶ Short Selling Verordening, art. 2 lid 1 sub 1. Voor de goede orde wijs ik erop dat aandelen niet kunnen worden toegelaten tot het andere handelsplatform, de OTF, vanwege de trading obligation uit MiFIR, art. 23. Er is dus geen sprake van een beleidsmatige keuze om short selling op OTFs anders te behandelen. Aandelen worden eenvoudigweg niet op OTFs verhandeld.

¹³²⁷ Short Selling Verordening, art. 6.

¹³²⁸ Short Selling Verordening, art. 12.

¹³²⁹ Short Selling Verordening, art. 7.

¹³³⁰ Short Selling Verordening, art. 13.

¹³³¹ Short Selling Verordening, art. 14.

¹³³² Short Selling Verordening, art. 8.

¹³³³ Short Selling Verordening, art. 15.

Uitzonderingen

Er zijn uitzonderingen op bovenstaande regels opgenomen voor market makers,¹³³⁴ primary dealers voor overheidsschuld (dit zijn kredietinstellingen en beleggingsondernemingen die schuldinstrumenten van overheden plaatsen bij beleggers en de markt in deze schuldinstrumenten onderhouden),¹³³⁵ en transacties aangegaan in het kader van een stabilisatie conform de toepasselijke marktmisbruik regelgeving.¹³³⁶ De uitzonderingen voor market makers en primary dealers vereisen melding aan en instemming van de toezichthouder.¹³³⁷

5.5.3. De bevoegde lidstaten

Vanwege de diverse verplichtingen en doelen kent de Short Selling Verordening een complexe toedeling van toezichtsbevoegdheden.

Home-state

Voor sommige financiële ondernemingen die al worden gereguleerd onder andere Europese regelgeving wordt voor de home-state aangeknoopt bij deze regelgeving. Zo wordt voor beleggingsondernemingen, handelsplatformen en gereglementeerde markten aangeknoopt bij de MiFID en voor kredietinstellingen bij CRD.¹³³⁸

Voor andere rechtspersonen wordt primair aangeknoopt bij de plaats van de statutaire zetel en subsidiair bij de plaats van het hoofdkantoor.¹³³⁹ Voor natuurlijke personen bij het hoofdkantoor of de woonplaats.¹³⁴⁰

Relevante lidstaat/autoriteiten

De home-state van een rechtspersoon is echter niet automatisch diegene die de bevoegdheden op grond van de Short Selling verordening jegens deze rechtspersoon uitoefent. Bepaalde besluiten zijn voorbehouden aan de "relevante bevoegde autoriteit". Deze relevante bevoegde lidstaat/autoriteit is ook gedefinieerd in de Short Selling Verordening.¹³⁴¹

Voor overheidsschuld is -niet verrassend- de lidstaat relevant die de overheidsschuld heeft uitgegeven. Dit geldt zowel voor schuld die is uitgegeven door de overheid zelf, als door lagere overheden binnen deze lidstaat.

Voor schuld die is uitgegeven door de Europese Unie is de lidstaat relevant van het rechtsgebied waar de dienst die de schuld uitgeeft, zich bevindt.

In geval lidstaten samen schuld uitgeven door middel van een special purpose vehicle is de lidstaat relevant waar het special purpose vehicle is gevestigd.

In geval van internationale financiële instellingen is de lidstaat relevant waar de internationale financiële instelling is gevestigd.

¹³³⁴ Short Selling Verordening, art. 17 lid 1.

¹³³⁵ Short Selling Verordening, art. 17 lid 3. Zie nader voor Nederland de website van het Agentschap van de Generale Thesaurie op <https://www.dsta.nl/onderwerpen/primary-dealers>, geraadpleegd op 16 januari 2016.

¹³³⁶ Short Selling Verordening, art. 17 lid 4.

¹³³⁷ Short Selling Verordening, art. 17 lid 5-7.

¹³³⁸ Short Selling Verordening, art. 2 lid 1 sub i.

¹³³⁹ Short Selling Verordening, art. 2 lid 1 sub i.

¹³⁴⁰ Short Selling Verordening, art. 2 lid 1 sub i.

¹³⁴¹ Short Selling Verordening, art. 2 lid 1 sub j.

Voor financiële instrumenten die niet door een overheid zijn uitgegeven of niet relateren aan een overheid wordt verwezen naar de bevoegdheidsregels van de MiFID I Uitvoeringsverordening. Zie hierover nader paragraaf 5.6.7.

Daarnaast is er een restregel voor alle financiële instrumenten die niet onder de eerder genoemde regels vallen. Dan is de lidstaat relevant waar het financiële instrument voor het eerst tot de handel op een handelsplatform is toegelaten. Het is mij niet duidelijk welke type financieel instrument in deze restcategorie zou kunnen vallen.

Toezichtsbevoegdheden van de relevante lidstaat

De eerdere genoemde meldingen moeten worden gedaan aan de relevante lidstaat.¹³⁴² Dit betekent dus dat als bijv. een Duitse kredietinstelling een short positie aanhoudt in Griekse overheidsschuld, dit aan de Griekse toezichthouder wordt gemeld. Als deze zelfde Duitse kredietinstelling een short positie aanhoudt in een onderneming waarvan de aandelen alleen genoteerd staan in Engeland, dan wordt dit gemeld aan de Engels toezichthouder. De bevoegde lidstaten moeten op kwartaalbasis of vaker, indien ESMA hierom verzoekt, deze informatie op aggregereerde basis aan ESMA rapporteren.¹³⁴³

De relevante lidstaat kan het verbod op het aangaan van ongedekte short transacties op overheidsschuld of het aangaan van ongedekte kredietverzuimswaps met betrekking tot overheidsschuld tijdelijk buiten werking stellen. Dit vereist wel dat ESMA en de andere lidstaten worden geïnformeerd. ESMA geeft dan binnen 24 uur een advies over de voorgestelde maatregel.¹³⁴⁴

Gebruikmaking van de vrijstelling voor primary dealers in overheidsschuld moet worden gemeld bij de relevante lidstaat waarop de activiteit betrekking heeft.¹³⁴⁵ Het is belangrijk op te merken dat de vrijstelling dan geldt voor alle markten waarop door de primary dealer in dit financiële instrument wordt gehandeld.¹³⁴⁶

Toezichtsbevoegdheden van de home-state

Gebruikmaking van de vrijstelling van market makers moet worden gemeld aan de home-state van de market maker.¹³⁴⁷ Dit is dus doorgaans de lidstaat waar de market maker zijn MiFID of CRD vergunning houdt.¹³⁴⁸ Gaat het echter om een market maker uit een land van buiten de Europese Unie, dan moet de melding worden gedaan aan de toezichthouder van de voornaamste handelsplaats waar de market maker actief is.¹³⁴⁹ Deze market maker heeft dan dus één contactpunt in de hele Europese Unie.¹³⁵⁰ Omdat echter een market maker ook actief kan zijn op een handelsplatform waarop een

¹³⁴² Short Selling Verordening, art. 5 en 7.

¹³⁴³ Short Selling Verordening, art. 11.

¹³⁴⁴ Short Selling Verordening, art. 13 lid en 14 lid 2.

¹³⁴⁵ Short Selling Verordening, art. 17 lid 6.

¹³⁴⁶ ESMA, Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, 1 februari 2013, ESMA 2013/158, p. 13.

¹³⁴⁷ Short Selling Verordening, art. 17 lid 5.

¹³⁴⁸ Het zijn van market maker is immers vergunningsplichtig onder MiFID. Zie MiFID II, art. 2 lid 1.

¹³⁴⁹ Short Selling Verordening, art. 17 lid 8. ESMA, Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, 1 februari 2013, ESMA 2013/158, p. 9 en 16.

¹³⁵⁰ ESMA, Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, 1 februari 2013, ESMA 2013/158, p. 16.

andere lidstaat toezicht houdt, kan deze andere lidstaat ook relevante informatie hebben. In dat geval deelt deze host-state deze informatie met de home-state van de market maker.¹³⁵¹

In geval op een handelsplatform de koers van een financieel instrument aanmerkelijk daalt, moet de home-state van het handelsplatform overwegen een verbod of een beperking op te leggen met betrekking tot het aangaan van short selling transacties in het financieel instrument op dat handelsplatform, of anderszins grenzen te stellen aan transacties in dat financieel instrument op dat handelsplatform.¹³⁵² Dit om te voorkomen dat de koers van het financiële instrument op wanordelijke wijze daalt. Deze lidstaat kan dan wat aandelen of schuldinstrumenten betreft, aan natuurlijke of rechtspersonen een verbod of beperking opleggen met betrekking tot het aangaan van een shorttransactie op dat handelsplatform, of wat andere soorten financiële instrumenten betreft, grenzen stellen aan transacties in dat financieel instrument op dat handelsplatform.¹³⁵³ Het besluit al dan niet maatregelen te treffen, moet worden medegedeeld aan ESMA.¹³⁵⁴ ESMA deelt deze informatie dan weer met lidstaten van de handelsplatformen waar het desbetreffende financiële instrument nog meer wordt verhandeld. Mochten deze lidstaten het niet eens zijn met het besluit, dan kunnen zij de Geschillenprocedure volgen. Vanwege de urgentie, gelden extreem korte termijnen waarbij ESMA nog voor opening van de volgende beursdag zelf een besluit kan nemen.

Noodbevoegdheden van alle lidstaten

Alle bevoegde lidstaten kunnen in geval van nood ingrijpen, ook indien deze lidstaat geen relevante lidstaat of home-state is.¹³⁵⁵ Er moet dan sprake zijn van ongunstige gebeurtenissen of ontwikkelingen die een ernstige bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit of het marktvertrouwen in de betrokken lidstaat of in één of meer andere lidstaten en de getroffen maatregel moet dan noodzakelijk zijn om de bedreiging te ondervangen en geen nadelig effect hebben op de efficiëntie van de financiële markten dat in een onevenredige verhouding staat tot de voordelen ervan. Deze maatregelen moeten vooraf worden medegedeeld aan ESMA en de andere lidstaten.¹³⁵⁶ Deze andere lidstaten kunnen dan op hun grondgebied maatregelen nemen om de kennisgevende bevoegde autoriteit bij te staan en ESMA kan advies uitbrengen, waarover hieronder meer.

Als deze ingrepen echter worden gedaan door een andere lidstaat dan de relevante lidstaat, dan kan dat alleen met toestemming van de relevante lidstaat.¹³⁵⁷

Onder deze noodbevoegdheden vallen onder meer de bevoegdheid om extra informatie van marktdeelnemers te eisen of om short sales te verbieden zonder dat de koers van een financieel instrument op een handelsplatform aanzienlijk is gedaald.

Regulier (nalevings)toezicht

Hierboven behandelde ik de vraag welke lidstaat bijzondere beslissingen mag nemen en bij welke lidstaat meldingen moeten worden gedaan. Bij deze bijzondere beslissingen en meldingsverplichtingen is expliciet duidelijk gemaakt welke lidstaat de bijzondere beslissing neemt en jegens welke lidstaat de meldingsverplichting geldt. Het ligt naar mijn oordeel voor de hand dat bij schending van een

¹³⁵¹ ESMA, Guidelines on the exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, 1 februari 2013, ESMA 2013/158, p. 24.

¹³⁵² Short Selling Verordening, art. 23.

¹³⁵³ Short Selling Verordening, art. 23.

¹³⁵⁴ Short Selling Verordening, art. 23 lid 4.

¹³⁵⁵ Short Selling Verordening, art. 18 t/m 21.

¹³⁵⁶ Short Selling Verordening, art. 26.

¹³⁵⁷ Short Selling Verordening, art. 22.

dergelijke meldingsverplichting alleen de lidstaat kan handhaven aan wie had moeten worden gemeld. Dit is ook wat in de praktijk gebeurt. Evenzeer lijkt mij het logisch dat alleen de lidstaat die een bijzondere beslissing neemt, deze kan handhaven. Het is immers niet goed voorstelbaar dat lidstaten administratieve beslissingen van andere lidstaten gaan afdwingen.

Het beeld wordt echter diffuus bij verplichtingen die niet jegens een bijzondere lidstaat gelden. Zo is het verbod op naakte short selling een algemeen verbod. Het is mogelijk analoog aan de Verordening Marktmissbruik te redeneren dat dit verbod kan worden gehandhaafd door de lidsta(a)t(en) waar het instrument genoteerd staat en door de lidstaat waar de handeling wordt verricht. Je kan ook redeneren dat alleen de relevante lidstaat het verbod kan handhaven. Mijn afweging is dat zowel de relevante lidstaat kan handhaven, als de home-state. Doorslaggevend is wat mij betreft dat ondernemingen jegens beiden reeds met dit verbod op naakte short selling verband houdende verplichtingen hebben. Zo kan de home-state een vrijstelling van dit verbod geven voor specifieke partijen die opereren als market makers. De relevante lidstaat kan in geval van overheidsschuld een algemene vrijstelling creëren op dit verbod.

Bij CCPs is evenmin duidelijk gemaakt wie de regels omtrent settlement handhaven, maar naar mijn oordeel ligt het voor de hand qua jurisdictie hier aan te sluiten bij EMIR.

5.5.4.Eigen bevoegdheden ESMA

ESMA is in de Short Selling Verordening vergaande bevoegdheden toegekend. De vraag was zelfs of het is onder de Meroni-doctrine is toegestaan dergelijke vergaande bevoegdheden toe te kennen aan een agentschap zoals ESMA. Volgens het Hof was dit echter toegestaan (zie nader paragraaf 2.6.8). Ten eerste adviseert ESMA over elke uitoefening van de noodbevoegdheden.¹³⁵⁸ ESMA reageert binnen 24 uur nadat het voornemen voor een noodmaatregel aan ESMA is medegedeeld. ESMA laat zich dan uit over zowel noodzaak als proportionaliteit van de voorgestelde noodmaatregel en geeft ook aan of andere lidstaten maatregelen moeten nemen om de lidstaat die noodmaatregelen treft bij te staan. Een lidstaat die het advies van ESMA om een andere lidstaat bij te staan, niet opvolgt publiceert dit binnen 24 uur onder vermelding van redenen.¹³⁵⁹ Het negeren van een advies van ESMA kan een opmaat vormen voor ingrijpen door ESMA zelf.

ESMA kan de bevoegdheden van artikel 9 lid 5 ESMA Verordening uitoefenen. Deze kapstokbevoegdheid is namelijk geactiveerd in de Short Selling Verordening.¹³⁶⁰ ESMA kan dan net als de lidstaten de transparantie- en openbaarmakingverplichtingen uitbreiden of het aangaan van shorttransacties verbieden of hieraan restricties verbinden. ESMA kan dit besluit echter alleen nemen indien: (i) de maatregelen een bedreiging ondervangen voor het ordelijk functioneren en de integriteit van de financiële markten of voor de stabiliteit van het gehele financiële systeem van de Europese Unie of een deel ervan en er grensoverschrijdende gevolgen zijn, en (ii) geen lidstaat maatregelen heeft genomen om de bedreiging te ondervangen of indien de maatregelen die lidstaten hebben genomen de bedreiging niet adequaat ondervangen. Verder moet ESMA overleggen met de betrokken lidstaten en het ESRB.

¹³⁵⁸ Short Selling Verordening, art. 27. Zie ESMA, Annual Report 2015, 15 juni 2016, ESMA/2016/960, p. 19 waaruit blijkt dat ESMA dit in 2015 11 maal heeft gedaan en het steeds met de lidstaat eens was. In 2016 echter was ESMA het niet met een Griekse maatregel eens. Griekenland heeft deze maatregel niettemin doorgezet, zo blijkt uit een announcement van 12 januari 2016 op de website van de Griekse toezichthouder (de Hellenic Capital Market Commission).

¹³⁵⁹ Short Selling Verordening, art. 27 lid 3.

¹³⁶⁰ Short Selling Verordening, art. 28 lid 1.

Deze bevoegdheid ziet echter niet op schuldinstrumenten uitgegeven door een lidstaat of hiervan afgeleide producten en kredietverzuimswaps. In geval van een noodsituatie met betrekking tot overheidsschuld of kredietverzuimswaps op overheidsschuld is artikel 18 van de ESMA Verordening van toepassing.¹³⁶¹ ESMA heeft dan dus geen bevoegdheden om in te grijpen, tenzij de Raad de financiële noodtoestand uitroept.

Deze rol van ESMA wordt gemotiveerd in de preambules. Men heeft afgewogen dat hoewel lidstaten zelf in een betere positie verkeren om marktontwikkelingen te volgen en deze beter kennen, de totale impact van de problemen die met shortposities en kredietverzuimswaps verband houden, alleen in de context van de Europese Unie ten volle worden ingeschat, en om die reden beter op Unieniveau kunnen worden verwezenlijkt.¹³⁶² Tevens is overwogen, dat als een ongunstige gebeurtenis of ontwikkeling verder reikt dan één enkele lidstaat of andere grensoverschrijdende gevolgen heeft, bijvoorbeeld indien een financieel instrument tot de handel is toegelaten op verschillende handelsplatforms in meer dan één lidstaat, het van essentieel belang is, dat er nauw overleg en nauwe samenwerking tussen de lidstaten plaatsvindt.¹³⁶³ Volgens de preambules moet ESMA in dergelijke situaties een sleutelrol vervullen als coördinator en trachten de consistentie tussen de lidstaten te verzekeren. De samenstelling van ESMA, waarvan vertegenwoordigers van de bevoegde autoriteiten deel uitmaken, zal volgens de preambule ESMA helpen in de uitvoering van een dergelijke rol.

5.6. De handel op handelsplatformen

5.6.1. Inleiding

In hoofdstuk 4 is de MiFID reeds aan bod gekomen. Ik ben hier met name ingegaan op de jurisdictieregels die de relatie tussen de cliënt en de beleggingsonderneming betreffen. MiFID (sinds 2014 opgesplitst in MiFID II en MiFIR) betreft echter ook de regulering van de ordelijke werking en efficiëntie van de financiële markten en handelsplatformen.¹³⁶⁴ Handelsplatformen zijn (informele) beurzen waar vraag en aanbod in financiële instrumenten elkaar ontmoeten waardoor een prijs tot stand komt. Er zijn drie soorten handelsplatformen: (i) gereguleerde markten, (ii) MTFs (*Multilateral Trading Facility*) en (iii) OTFs (*Organised Trading Facility*). De voornaamste verschillen betreffende wijze waarop de prijsvorming tot stand komt, het type instrumenten dat op zo'n handelsplatform mag worden genoteerd, en de eisen die worden gesteld aan uitgevende instellingen voor notering. De regulering van de handel op deze handelsplatformen en de jurisdictievragen die hierbij spelen vormen het onderwerp van deze paragraaf.¹³⁶⁵ Voor de handelsplatformen zelf gelden jurisdictieregels die op hoofdlijnen gelijk zijn aan die voor beleggingsondernemingen (zie paragrafen 4.3.2 en 4.5.2.). De reden hiervoor is dat een handelsplatform wordt uitgebaat door een beleggingsonderneming (of door een market operator; dat is een partij die ook een gereguleerde markt uitbaat). De MiFID maakt voor de jurisdictie regels geen onderscheid tussen een beleggingsonderneming die diensten verleent aan een cliënt en een beleggingsonderneming die een beleggingsactiviteit verricht, zoals het uitbaten van dit handelsplatform. Zo zal bijvoorbeeld de vraag of de bestuurder van een handelsplatform -althans van de beleggingsonderneming of market operator die dit handelsplatform uitbaat- geschikt en betrouwbaar is net als bij beleggingsondernemingen worden beoordeeld door de lidstaat waar het handelsplatform is gevestigd. Hetzelfde geldt voor het regulatorisch kapitaal, naleving van de regels

¹³⁶¹ Short Selling Verordening, art. 29.

¹³⁶² Short Selling Verordening, preambule 33 en 45.

¹³⁶³ Short Selling Verordening, preambule 31.

¹³⁶⁴ MiFID II, preambule 4 en 13 en MiFIR, preambule 1.

¹³⁶⁵ Zie over de regulering van handelsplatformen uitvoerig N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 425 e.v.

omtrent belangenconflicten etc. en de relatie tussen het handelsplatform en zijn cliënten. Uiteraard speelt ook hier de vraag of het handelsplatform, als deze buitenlandse partijen faciliteert, grensoverschrijdend actief is en dus moet notificeren (zie nader 5.6.2).

Gaat het echter om de regels die de handel op een handelsplatform betreffen, dan wordt het beeld complex. De reden hiervoor is dat een transactie die uitsluitend wordt verricht door spelers op het grondgebied van lidstaat A, niettemin gevolgen kan hebben in lidstaat B.

Ik geef een voorbeeld. Het aandeel Philips wordt verhandeld op de Nederlandse gereglementeerde markt Euronext. Om de koersvorming van dit aandeel te faciliteren is in MiFIR bepaald, dat orders die worden ingelegd en transacties die worden gesloten, bekend moeten worden gemaakt aan de markt.¹³⁶⁶ De gedachte is, dat als partijen die actief zijn op de markt van elkaar weten wat deze doen, dit de prijsvorming ten goede komt. De AFM als toezichthouder op de Nederlandse activiteiten van Euronext zal deze transparantie willen nastreven en erop willen toezien dat Euronext deze informatie conform de regels bekend maakt. Feit is echter, dat het ook mogelijk is aandelen Philips zonder tussenkomst van Euronext en zelfs in het geheel buiten Nederland te verhandelen, bijvoorbeeld via een MTF of gereglementeerde markt in een andere lidstaat of -in bijzondere omstandigheden- zonder tussenkomst van enig handelsplatform (Over the Counter of OTC). Het zal duidelijk zijn dat als aandelen Philips in grote getallen buiten Euronext worden verhandeld en deze informatie niet bekend wordt gemaakt, dit ook ten koste gaat van de prijsvorming op Euronext. Met andere woorden: de AFM kan haar regulatoire doel om informatie over de handel van aandelen Philips bekend te laten maken alleen realiseren, als hij ook grip heeft op activiteiten buiten Nederland of als de buitenlandse toezichthouders de AFM helpen.

Ik zal in paragraaf 5.6.3 de diverse regels voor de handel op de platformen kort bespreken en daarbij meteen de jurisdictieregels toelichten. Eerst bespreek ik de jurisdictieregels voor het toezicht op het handelsplatform zelf.

5.6.2. Toezicht op het handelsplatform bij grensoverschrijdende dienstverlening

Zoals hierboven aangestipt volgt het toezicht op de handelsplatformen zelf de MiFID regels. De lidstaat waar het handelsplatform zijn hoofdkantoor heeft, is dus in beginsel de home-state. Dit is duidelijk. Daarnaast geldt naar de tekst van de preambule van de MiFID dat een beleggingsonderneming zich niet in een lidstaat mag vestigen om zich te onttrekken aan de strengere normen van een andere lidstaat.¹³⁶⁷ Ik hecht hier echter geen waarde aan voor wat betreft handelsplatformen om drie redenen: (i) het is maar een preambule,¹³⁶⁸ (ii) toen deze preambule voor het eerst in de ISD (de voorganger van de MiFID die is aangenomen in 1993) werd opgenomen, was het beleggingsondernemingen nog niet eens toegestaan een handelsplatform uit te baten (met andere woorden: de tekst van deze preambule is nooit bedoeld voor handelsplatformen)¹³⁶⁹ en (iii) ook in de literatuur of andere documenten is deze preambule nooit met handelsplatformen in verband gebracht (het is daarom niet duidelijk wat de natuurlijke home-state zou zijn van het handelsplatform aan wiens rechtsmacht het handelsplatform zich zou pogen te onttrekken).

¹³⁶⁶ MiFIR, art. 3 en uitvoerig N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 430.

¹³⁶⁷ MiFID II, preambule 22

¹³⁶⁸ Cf. HvJEU 19 november 1998, C-162/97 (*Nilson*), rov. 54 heeft een preambule van een gemeenschapshandeling geen bindende rechtskracht en kan deze niet worden aangevoerd om van de bepalingen zelf van die handeling af te wijken.

¹³⁶⁹ Zie Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, Annex sectie A.

Een relevante vraag is wel: in hoeverre kan een handelsplatform buiten de home-state actief zijn en hoe worden de toezichtsbevoegdheden dan verdeeld? Beantwoording van deze vraag vereist enig rechtshistorisch onderzoek. Ik licht dit toe.

5.6.2.1. ISD

Onder de ISD (aangenomen in 1993) waren uitsluitend de beleggingsdiensten, zoals vermogensbeheer, het uitvoeren van orders en het handelen voor eigen rekening geharmoniseerd.¹³⁷⁰ De activiteiten van de gereglementeerde markten waren niet gereguleerd. Alternatieve handelsplatformen, zoals OTFs en MTFs werden in de ISD zelfs niet genoemd, omdat dergelijke alternatieve handelsplatformen destijds nauwelijks bestonden.

Gereglementeerde markten werden alleen indirect benoemd, namelijk door te bepalen dat een beleggingsonderneming uit een andere lidstaat toegang moest kunnen krijgen tot deze gereglementeerde markten.¹³⁷¹ Aldus wilde men voorkomen, dat alleen de nationale financiële sector kon handelen in nationale financiële instrumenten. De buitenlandse beleggingsonderneming werd hiermee dan grensoverschrijdend actief.¹³⁷² Een Nederlandse beleggingsonderneming bijvoorbeeld die zonder tussenkomst van een Engelse (beleggings)onderneming voor zijn Nederlandse cliënten aandelen kocht op de Londense beurs was dus grensoverschrijdend actief in Engeland. Uitgangspunt was destijds- waarschijnlijk door de gebrekkige ICT mogelijkheden- dat deze Nederlandse beleggingsonderneming dan een fysieke vestiging in Londen zou hebben.¹³⁷³ Destijds vond de beurshandel vaak nog echt op de beursvloer plaats. Echter als de Engelse beurs geen eisen stelde aan de fysieke aanwezigheid van Engelse firma's, dan mocht de Engelse beurs deze eisen ook niet stellen aan Nederlandse firma's.¹³⁷⁴ Nederland op zijn beurt moest dulden, dat de Engelse beurs ICT faciliteiten in Nederland zou opzetten om de beurshandel in Londen te faciliteren.

Dit alles deed echter niet af aan de bevoegdheid van lidstaten om het ontstaan van nieuwe markten op hun grondgebied te verbieden.¹³⁷⁵ Ik begrijp dit laatste aldus dat het een lidstaat was toegestaan de werkzaamheid van de gereglementeerde markt voor te behouden aan nationaal geregleunde entiteiten, maar dat het beleggingsondernemingen moest worden toegestaan over de grens werkzaamheden te verrichten, inclusief het uitvoeren van orders via buitenlandse gereglementeerde markten. Gereglementeerde markten mochten dit faciliteren door het plaatsen van schermen (met daarop de beurskoersen), maar verder mochten zij niet gaan. Dit paste in tijdsgeest waarbij veel landen één gereglementeerde markt hadden en het verboden was financiële instrumenten te verhandelen buiten deze gereglementeerde markt.¹³⁷⁶ Anders gezegd, beleggingsondernemingen mochten grensoverschrijdend concurreren en daarvoor toegang krijgen tot markten, maar markten hoefden niet met elkaar te concurreren.¹³⁷⁷

Een beleggingsonderneming die op de beurs van een ander land orders uitvoerde was daarmee grensoverschrijdend actief, maar niet de markt.¹³⁷⁸ Belangrijk is om te realiseren dat zelfs de

¹³⁷⁰ Zie ISD, Annex sectie A.

¹³⁷¹ Zie ISD, art. 15. Enig uitzonderingen zijn ISD, art. 16 en 21. Art. 16 verplicht de home-states van gereglementeerde markten deze door te geven aan Europese Commissie. Art. 21 verplicht de home-state van de gereglementeerde markt ervoor te zorgen dat over de op deze gereglementeerde markt genoteerde instrumenten voldoende informatie naar buiten komt.

¹³⁷² Zie in zelfde zin M. van Luyn, 'What's next: Euronext' of 'Euronext: what's next?', *FR* 2000, p. 156.

¹³⁷³ ISD, art. 15 lid 3.

¹³⁷⁴ ISD, art. 15 lid 4.

¹³⁷⁵ ISD, art. 15 lid 5.

¹³⁷⁶ Zie ook ISD, art. 14 lid 3.

¹³⁷⁷ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad, Actualisering Van De Richtlijn Beleggingsdiensten (93/22/EEG), Brussel, 15 november 2000 COM (2000) 729 definitief, p. 15 en 16.

¹³⁷⁸ ISD, art. 15 en A.M. Corcoran en T.L. Hart, *The Regulation of Cross-Border Financial Services in the EU Internal Market*, *Colombia Journal of European Law* 2002, p. 240.

beleggingsonderneming die uitsluitend via een IT verbinding handelde met een buitenlandse beurs -en dus zijn home-state fysiek niet uitkwam- juridisch grensoverschrijdend diensten verrichtte en moest notificeren.

5.6.2.2. MiFID I

MiFID I (en MiFID II) gaan uit van een totaal andere logica dan ISD. MiFID I had namelijk expliciet als doel om de concurrentie tussen handelsplatformen wél te bevorderen.¹³⁷⁹ Dit betekende dat niet alleen de beleggingsondernemingen grensoverschrijdend actief moesten kunnen zijn, maar ook de handelsplatformen. Een handelsplatform kreeg dus het recht actief deelnemers te zoeken in andere lidstaten. Nu echter het handelsplatform geacht werd grensoverschrijdend actief te zijn, had dit ook gevolgen voor de beleggingsondernemingen die op het buitenlandse handelsplatform actief was. Deze beleggingsonderneming was anders dan onder ISD zelf niet meer grensoverschrijdend actief, louter door het feit dat deze op een buitenlands handelsplatform was aangesloten. Ik licht deze constatering toe.

De positie van het handelsplatform

MiFID I voorziet in de mogelijkheid dat handelsplatformen grensoverschrijdend actief zijn. Hiervoor heeft MiFID I drie regels geïntroduceerd.

Ten eerste definieert MiFID I het uitbaten van een MTF als beleggingsactiviteit die door beleggingsondernemingen of uitbaters van gereglementeerde markten (market operators) kan worden verricht. Hiermee werd deze beleggingsactiviteit onder de werking van het paspoort voor beleggingsondernemingen gebracht. Een beleggingsonderneming of market operator mag deze beleggingsactiviteit grensoverschrijdend zonder bijkantoor verrichten en dit vereist de gebruikelijke notificatie.¹³⁸⁰

Ten tweede voorziet MiFID I in de mogelijkheid dat beleggingsondernemingen in een bijkantoor een MTF uitbaten in een andere lidstaat. Het uitbaten van een MTF is immers gedefinieerd als een beleggingsactiviteit en beleggingsondernemingen kunnen alle beleggingsactiviteiten en diensten in een bijkantoor verrichten. MiFID I voorziet niet in de mogelijkheid dat een market operator in een bijkantoor een MTF uitbaat. De bepaling die betrekking heeft op bijkantoren noemt namelijk alleen beleggingsondernemingen.¹³⁸¹ Anders dan bij grensoverschrijdende dienstverrichting zonder bijkantoor, waar beleggingsondernemingen en market operators van MTFs gelijk worden behandeld, wordt bij een MTF die wordt uitgebaat in een bijkantoor wel onderscheid gemaakt tussen beleggingsondernemingen en market operators.¹³⁸²

Ten derde geeft MiFID I ook gereglementeerde markten, althans hun market operators, het recht grensoverschrijdend actief te zijn zonder bijkantoor. Net als voor beleggingsondernemingen moet genotificeerd worden.¹³⁸³

¹³⁷⁹ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad, Actualisering Van De Richtlijn Beleggingsdiensten (93/22/EEG), Brussel, 15 november 2000 COM (2000) 729 definitief, p. 3 en 27 en Voorstel van de Commissie voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad, 19 november 2002, COM (2002) 625 final, 2002/0269 (COD), p. 4.

¹³⁸⁰ MiFID I, art. 31 lid 5 en 6 en MiFID II, art. 34 lid 6 en lid 7.

¹³⁸¹ In zelfde zin CESR, The passport under MiFID, Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC and the Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID, October 2007, CESR/07-337b, p. 11.

¹³⁸² Ik heb geen verklaring voor dit verschil kunnen vinden.

¹³⁸³ MiFID I, art. 42 lid 6 en MiFID II, art. 53 lid 6.

Aangezien MTFs grensoverschrijdend actief kunnen zijn, wordt net als bij andere dienstverrichting de vraag relevant bij welke mate van activiteit hiervan sprake is. Deze vraag is door de AFM en CESR beantwoord. De Nederlandse AFM heeft nadrukkelijk ervoor gekozen de initiatieve test toe te passen bij de activiteiten van MTFs.¹³⁸⁴ Als bij een MTF die directe toegang biedt aan Nederlandse partijen (zonder dat Nederlandse partijen toegang krijgen door tussenkomst van broker die in dezelfde lidstaat als de MTF is gevestigd), niet kan worden aangetoond dat is voldaan aan de initiatieve test, hanteert de AFM echter de volgende aanvullende criteria:

- Het (relatieve) aantal Nederlandse professionele partijen dat actief is op de in het buitenland gevestigde MTF;
- Het marktaandeel van Nederlandse professionele partijen op de betreffende MTF; of
- De invloed van de MTF op de Nederlandse kapitaalmarkt.

Deze aanvullende test doet wat mij betreft echter geen afbreuk aan de gedachte van de initiatieve test. Het gaat immers erom onderscheid te maken tussen financiële ondernemingen die incidenteel contact hebben met de jurisdictie van een lidstaat en financiële ondernemingen die welbewust actief zijn in deze lidstaat. Van de eerste categorie kan niet in alle redelijkheid vereist worden dat deze aan enige regels van de host-state voldoet, bij de tweede wel. Als een MTF een substantieel deel van zijn omzet/cliënten uit een bepaalde lidstaat betreft, dan is het alleszins redelijk dat deze MTF zich op de hoogte stelt van de aanvullende regels van deze lidstaat en hieraan voldoet.

CESR staat een iets strakkere test voor dan de AFM.¹³⁸⁵ CESR gaat er al vanuit dat een MTF in een lidstaat actief is, als deze directe toegang biedt aan een gebruiker uit deze lidstaat. Als sprake is van indirecte toegang dan is de MTF alleen actief in een lidstaat, als deze het gebruik faciliteert door de noodzakelijke materialen en informatie te leveren om te kunnen handelen volgens de regels van de MTF.

Voor de goede orde: de reden dat zowel CESR en de AFM alleen refereren aan de MTF, is dat de OTF destijds nog niet bestond. Naar mijn oordeel dient dezelfde logica te gelden voor de OTF. CESR en de AFM behandelen niet de vraag wanneer de gereguleerde markt grensoverschrijdend actief is, maar naar mijn oordeel ligt het voor de hand dat dezelfde logica ook wordt toegepast op gereguleerde markten.

Niettegenstaande de notificatie heeft de host-state van de MTF of gereguleerde markt nauwelijks toezichtsbevoegdheden ten opzichte van de MTF.¹³⁸⁶ Enige recht is dat de home-state van de MTF of gereguleerde markt desgewenst aan de host-state van de MTF of gereguleerde markt de namen van de gebruikers van deze MTF of gereguleerde markt moet verstrekken.¹³⁸⁷ Hierdoor weet de host-state dus welke lokale beleggingsondernemingen op buitenlandse MTFs of gereguleerde markten actief zijn.

Ten vierde echter bepaalt MiFID I, dat als de werkzaamheden van een gereguleerde markt die in een host-state voorzieningen heeft geïnstalleerd, van aanzienlijk belang zijn geworden voor het

¹³⁸⁴ AFM informatiedocument Markets in Financial Instruments Directive, In 82 vragen door de MiFID, p. 21 en 69. R.J. Botter, *Effectenrecht in internationale situaties - revisited*, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 586.

¹³⁸⁵ CESR, *The passport under MiFID, Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC and the Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID*, October 2007, CESR/07-337b, p. 12.

¹³⁸⁶ Voor de goede orde. Ook als de MTF wordt uitgebaat in een bijkantoor, zijn de bevoegdheden van de host-state zeer beperkt. De reden hiervoor is dat die bepalingen die conform de MiFID onder het host-state toezicht op het bijkantoor vallen, niet op een MTF van toepassing zijn. De host-state ziet namelijk toe op bepalingen die de cliënten beschermen. De deelnemers op een MTF zijn echter geen cliënt in de zin van de MiFID, maar professionele partijen die op een markt actief zijn. Zie met name MiFID II, art. 19 lid 4 waarin dit is vastgelegd. Op de OTF zijn in beginsel de gedragsregels wel van toepassing en zal de host-state van het bijkantoor meer rechten krijgen. Het is echter niet mijn verwachting dat veel OTFs uit een bijkantoor gaan opereren.

¹³⁸⁷ MiFID I, art. 31 lid 6 2de alinea voor de MTF en MiFID I, art. 42 lid 6.

functioneren van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers in die host-state, de home-state en de host-state evenredige samenwerkingsregelingen moeten treffen.¹³⁸⁸ Deze bepaling stond niet in het Commissie voorstel voor MiFID I, maar is op verzoek van de lidstaten toegevoegd.¹³⁸⁹ Onder MiFID I (en MiFID II) wordt een gereglementeerde markt alleen van aanzienlijk belang geacht voor een andere lidstaat, als deze voorheen onder exclusief toezicht stond van deze host-state, maar door overname, fusie e.d. in buitenlandse handen is overgegaan of indien deze voorheen in de host-state was gevestigd.¹³⁹⁰ CESR is om advies gevraagd over deze bepaling. CESR kwam tot een genuanceerdere benadering waarbij aan de hand van diverse gezichtspunten werd beoordeeld hoe belangrijk een gereglementeerde markt was voor de economie van de host-state.¹³⁹¹ De Europese Commissie echter gaf aan dat de werkingssfeer van deze bepaling beperkt zou moeten blijven tot uitzonderlijke situaties.¹³⁹² De Europese Commissie wilde voorkomen, dat de effectiviteit van het paspoort voor gereglementeerde markten ondergraven zou worden doordat een gereglementeerde markt te snel met twee toezichthouders geconfronteerd zou worden. Vandaar dat de Europese Commissie ervoor koos met duidelijke juridische criteria te komen om te bepalen of een samenwerkingsregeling nodig was. Het gaat hierbij om die situaties waarin zowel de home-state als de host-state al een eigen regulatoire bevoegdheid ten opzichte van de gereglementeerde markt had, bijvoorbeeld in geval van een fusie met een gereglementeerde markt die reeds onder toezicht stond. Een gereglementeerde markt die echter door organische groei een aanzienlijk belang in een host-state verwerft, valt volledig onder zijn home-state en geeft geen aanleiding tot het sluiten van een samenwerkingsregeling.

De positie van de beleggingsonderneming

MiFID I herhaalt de regel uit de ISD, dat beleggingsondernemingen ook aansluiting moeten kunnen vinden bij gereglementeerde markten in andere lidstaten.¹³⁹³ Beleggingsondernemingen kunnen dit doen door middel van een bijkantoor. In dat geval is deze beleggingsonderneming uiteraard grensoverschrijdend actief.

Beleggingsondernemingen kunnen echter ook op een buitenlandse beurs actief zijn zonder bijkantoor. Anders dan onder ISD kwalificeert dit niet als grensoverschrijdende dienstverrichting door de beleggingsonderneming. Ik vind hiervoor steun in de tekst van de MiFID I,¹³⁹⁴ indien vergeleken met de voorganger in ISD.¹³⁹⁵ Terwijl in de ISD de lidstaat van het handelsplatform consistent werd aangeduid als host-state (gezien vanuit het perspectief van de beleggingsonderneming), wordt deze lidstaat nu aangeduid als home-state van de gereglementeerde markt. Elke verwijzing die erop duidt dat deze lidstaat als host-state van de beleggingsonderneming geldt, is achterwege gelaten. Ook CESR is tot het oordeel gekomen dat een beleggingsonderneming lid kan zijn van een buitenlandse gereglementeerde markt of MTF zonder te hoeven notificeren.¹³⁹⁶

¹³⁸⁸ MiFID, art. 56 lid 2 en MiFID II, art. 79 lid 2.

¹³⁸⁹ Council of the European Union, Note from: the Presidency to: Working Party on Financial Services (ISD), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial instrument markets, Brussels, 8 augustus 2003, 2002/0269 (COD), 11150/2/03 REV 2, art. 52.

¹³⁹⁰ MiFID I Uitvoeringsverordening, art. 16

¹³⁹¹ CESR, Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, januari 2005, CESR/05-024c, p. 92-95.

¹³⁹² Europese Commissie, Background note bij MiFID I uitvoeringsverordening, 6 februari 2006, p. 6.

¹³⁹³ MiFID I, art. 33.

¹³⁹⁴ MiFID I, art. 33.

¹³⁹⁵ ISD, art. 16 lid 4.

¹³⁹⁶ CESR, Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members in the area of the Secondary Markets Standing Committee, 6 mei 2010, CESR/10-591, p. 4.

Wel is er mijns inziens nog een overblijfsel uit ISD, waarbij de home-state van de gereglementeerde markt als host-state gold voor de buitenlandse beleggingsondernemingen die op de gereglementeerde markt actief waren. De home-state van de gereglementeerde markt mag namelijk buitenlandse beleggingsondernemingen die actief zijn op de gereglementeerde markt ook rechtstreeks benaderen zonder tussenkomst van de home-state van de beleggingsonderneming.¹³⁹⁷ Deze lidstaat stelt dan slechts de home-state van het lid of de deelnemer op afstand daarvan in kennis, maar hoeft het informatie verzoek niet via deze home-state leiden. In het oorspronkelijke voorstel van de Commissie voor MiFID I was deze bepaling niet opgenomen.¹³⁹⁸ Deze bepaling is later op verzoek van de lidstaten toegevoegd.¹³⁹⁹

5.6.2.3. MiFID II

MiFID II is met betrekking tot de jurisdictieregels voor handelsplatformen nagenoeg gelijklopend aan MiFID I.

De enige toevoeging is dat niet alleen bij gereglementeerde markten, maar nu ook bij MTFs en OTFs een samenwerkingsregeling moet worden getroffen, als de werkzaamheden van dit handelsplatform van aanzienlijk belang zijn geworden voor het functioneren van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers in die host-state.¹⁴⁰⁰ Net als bij de gereglementeerde markt moet het gaan om een handelsplatform dat eerst onder toezicht stond van de host-state, maar van toezichthouder wisselt.

Bij MTFs en OTFs wordt als aanvullende voorwaarden gesteld, dat deze hetzij een 10% marktaandeel moesten hebben in een asset class of dat het moest gaan om een zogenaamde SME (Small en Medium Sized Enterprises) growth markt.¹⁴⁰¹ De achterliggende reden van het 10% criterium is, dat alleen dan sprake is van een aanzienlijk belang voor de host-state. De reden om ook de SME growth markt als van aanzienlijk belang voor de host-state te kwalificeren, is dat op een SME growth markt hoofdzakelijk lokale MKB partijen een notering zullen hebben en dat toegang van deze lokale MKB partijen tot de financiële markten belangrijk is voor veel lidstaten. De regelgever wilde voorkomen dat elke overname van een MTF of OTF de host-state het recht zou geven om een samenwerkingsregeling te verzoeken, hoe gering het belang voor de host-state ook kon zijn.

5.6.2.4. Tussenconclusie

Samengevat gelden voor het toezicht op de handelsplatformen dus de volgende regels:

- (i) Een handelsplatform mag grensoverschrijdend actief zijn en kan hiervoor een paspoort krijgen.
- (ii) De host-state van het handelsplatform heeft in beginsel geen bevoegdheden ten aanzien van het handelsplatform. Dit is alleen anders als het handelsplatform voorheen onder het toezicht van de host-state stond, maar dit door een fusie, overname of verhuizing is veranderd.

¹³⁹⁷ MiFID I, art. 57 lid 1. Zie nader CESR, Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members in the area of the Secondary Markets Standing Committee, 6 mei 2010, CESR/10-591, p. 5.

¹³⁹⁸ Voorstel van de Commissie voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad, 19 november 2002, COM (2002) 625 final, 2002/0269 (COD), art. 52.

¹³⁹⁹ Zie Council of the European Union, Note from: the Presidency to: Working Party on Financial Services (ISD), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial instrument markets, Brussels, 6 June 2003, 2002/0269 (COD), 8668/2/03 REV 2, art. 53.

¹⁴⁰⁰ MiFID II, art. 79 lid 2. Deze regel bestond ook onder MiFID I (art. 56 lid 2), maar dan alleen voor gereguleerde markten

¹⁴⁰¹ ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (Final Report), 19 december 2014, ESMA/2014/1569, p. 377 en MiFID II Gedelegeerde Verordening 2017/565, art. 90.

- (iii) De beleggingsonderneming die actief is op een buitenlands handelsplatform is niet grensoverschrijdend actief, tenzij deze beleggingsonderneming hiervoor gebruik maakt van een bijkantoor.

5.6.3. Transparantieverplichtingen onder MiFIR

MiFIR schrijft regels voor inzake pre- en post-trade transparantie voor financiële instrumenten die op een handelsplatform genoteerd staan. Concreet betekent dit, dat orders en transacties aan de hele markt -niet alleen de toezichthouders- bekend worden gemaakt. De gedachte hierachter is dat de handel zo veel mogelijk openbaar moet plaatsvinden, omdat dit de prijsvorming en efficiëntie van de markten bevordert. Bij grotere transacties echter kan meer transparantie juist leiden tot slechtere functionering van de markten, omdat de markt voor grotere transacties onvoldoende liquide is.¹⁴⁰² Daarom voorziet MiFIR ook in een aantal uitzonderingen op de algemene regel, dat handel zo veel mogelijk openbaar moet plaatsvinden, waarover meer in paragraaf 5.6.3.1.

Aan deze transparantieverplichtingen moet in beginsel worden voldaan door de handelsplatformen waarop de financiële instrumenten worden verhandeld.¹⁴⁰³ Zoals hiervoor toegelicht in 5.6.2, staan deze handelsplatformen onder toezicht van de lidstaat waar ze gevestigd zijn.

Financiële instrumenten kunnen echter ook worden verhandeld zonder dat een handelsplatform hierbij betrokken is, namelijk OTC (tussen partijen onderling) of binnen het SI regime (dit is ook OTC, maar dan door een beleggingsonderneming die dit systematisch doet). Voor financiële instrumenten die op een handelsplatform genoteerd zijn moet aan post-trade transparantieverplichtingen worden voldaan, ook als de desbetreffende transactie in deze financiële instrumenten niet op een handelsplatform plaatsvond. Deze verplichting rust dan op de betrokken beleggingsonderneming(en).¹⁴⁰⁴ Omdat deze beleggingsonderneming alleen onder toezicht staat van zijn home-state, wordt op naleving van deze verplichting toegezien door de home-state. Dit kan dus een andere lidstaat zijn dan van het handelsplatform waarop het financiële instrument wordt verhandeld.

Een SI moet ook aan enkele andere regels voldoen die waarborgen dat de financiële instrumenten voor een eerlijke marktprijs verhandeld worden.¹⁴⁰⁵ Ook hiervoor staat de SI onder het toezicht van zijn home-state, wat wederom niet noodzakelijk de lidstaat is waar het instrument op een handelsplatform genoteerd staat.

Als wij dit plaatje overzien, dan valt het volgende op:

- (i) Het feit dat een financieel instrument ergens in de Europese Unie op een handelsplatform genoteerd staat, maakt dat in de hele Europese Unie aan aanvullende verplichtingen moet worden voldaan en dat hierop moet worden toegezien door alle lidstaten. Concreet betekent dit dus, dat als een financieel instrument van een Nederlands bedrijf genoteerd wordt op een Nederlands handelsplatform, partijen elders in de Europese Unie moeten voldoen aan regels met betrekking tot de handel in dit financieel instrument en dat de lokale toezichthouder op naleving van deze verplichtingen moet toezien. Zo zal bijvoorbeeld de Duitse toezichthouder erop moeten toezien dat een OTC transactie in aandelen Philips tussen twee Duitse beleggingsondernemingen bekend wordt gemaakt.

¹⁴⁰² Zie uitvoerig N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3^{de} druk, OUP, Oxford 2014, p. 431.

¹⁴⁰³ MiFIR, art. 3 t/m 11.

¹⁴⁰⁴ MiFIR, art. 20 en 21.

¹⁴⁰⁵ MiFIR, art. 14 t/m 19.

- (ii) Als een financieel instrument op meer dan één handelsplatform genoteerd staat, dan hebben (de toezichthouders van) beide handelsplatformen de taak ervoor te zorgen dat de koers op eerlijke wijze tot stand komt. Ieder handelsplatform staat echter onder lokaal toezicht.

Vanwege deze spanningen is voorzien in diverse samenwerkingsmechanismen. Deze bespreek ik in de volgende paragrafen.

5.6.3.1. Samenwerking bij ontheffing van transparantie-eisen

Zoals hiervoor in 5.6.3 aangekondigd, bestaan diverse uitzonderingen op de transparantieplichtingen. Om van deze uitzonderingen gebruik te kunnen maken, moet het handelsplatform of de beleggingsonderneming ontheffing vragen bij zijn home-state.

Een handelsplatform dat een beroep wil doen op een uitzondering voor pre-trade transparantie, moet een ontheffing vragen van zijn home-state.¹⁴⁰⁶ De home-state op zijn beurt raadpleegt ESMA en informeert de andere lidstaten. ESMA geeft hierop een niet bindend advies.¹⁴⁰⁷ Mocht een andere lidstaat het echter oneens zijn met de uiteindelijke beslissing van de home-state van het desbetreffende handelsplatform, dan kan deze de Geschillenprocedure starten.¹⁴⁰⁸

Uitzonderingen op de post-trade transparantie regels vereisen toestemming van de home-state van het handelsplatform.¹⁴⁰⁹ De rol van ESMA is beperkter dan bij pre-trade transparantie. ESMA houdt slechts een lijst bij van alle door lidstaten verstrekte uitzonderingen, maar wordt niet vooraf geraadpleegd. Andere lidstaten kunnen bij eigen vermogensinstrumenten (*equities*) weer wel de Geschillenprocedure starten. Bij niet eigen vermogensinstrumenten (*non-equities*) echter staat de Geschillenprocedure niet open.

Bij non-equities kunnen ook beleggingsondernemingen een uitzondering vragen op de post-trade transparantie.¹⁴¹⁰ Deze uitzondering wordt verleend door de home-state van de desbetreffende beleggingsonderneming.¹⁴¹¹ Dit hoeft dan ook niet gemeld te worden aan ESMA of andere toezichthouders. Met andere woorden: de home-state van het handelsplatform waar het non-equity instrument genoteerd staat, welke notering de reden was dat de transparantieplichtingen überhaupt van toepassing werden, heeft er geen zicht op als een andere toezichthouder in zijn eigen jurisdictie gevestigde beleggingsondernemingen uitzondert van bepaalde post-trade transparantieplichtingen. Uitsluitend achteraf nadat de transacties gerapporteerd zijn door de beleggingsonderneming aan zijn home-state en de home-state deze informatie heeft doorgestuurd (waarover meer in paragraaf 5.6.5) aan de home-state van het handelsplatform, wordt deze laatste bekend met het bestaan van de transactie.

¹⁴⁰⁶ MiFIR, art. 4 lid 1 en 9 lid 1.

¹⁴⁰⁷ Dit is een voortzetting van de huidige praktijk onder MiFID I waarbij lidstaten ESMA raadpleegden en ESMA een niet bindende opinie gaf. Zie nader ESMA, Waivers from Pre-trade Transparency CESR positions and ESMA opinions, 21 augustus 2015, ESMA/2011/241g, p. 4.

¹⁴⁰⁸ MiFIR, art. 4 lid 4 en 9 lid 2.

¹⁴⁰⁹ MiFIR, art. 7 lid 1 en 11 lid 1, 20 lid 1.

¹⁴¹⁰ Ingevoerd per Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories - Presidency compromise, Brussel 5 november 2012, 15274/1/12, p. 62.

¹⁴¹¹ MiFIR, art. 21 lid 1.

Bij non-equities kan de home-state van een handelsplatform ook besluiten de pre-trade of post-trade transparantie tijdelijk te schorsen.¹⁴¹² Dan moet ESMA wel worden geraadpleegd, maar ook dan kan ESMA niet bemiddelen conform de Geschillenprocedure.

5.6.4. Trading obligation aandelen

In het belang van de efficiënte koersvorming introduceert MiFIR een trading obligation voor aandelen.¹⁴¹³ Deze trading obligation houdt in, dat als een aandeel genoteerd staat op een handelsplatform (gereguleerde markt of MTF)¹⁴¹⁴ ergens in de Europese Unie, beleggingsondernemingen dit aandeel behoudens uitzonderingen dan ook alleen via een gereguleerde markt, MTF of SI mogen verhandelen. De beleggingsonderneming staat hiervoor onder toezicht van zijn home-state.

Dit betekent dus opnieuw dat het feit dat een financieel instrument (in dit specifieke geval een aandeel) ergens in de Europese Unie genoteerd is, ertoe leidt dat beleggingsondernemingen extra verplichtingen hebben en hun lokale toezichthouders hierop moeten toezien.

5.6.5. Rapporteren transacties

Daarnaast moeten beleggingsondernemingen transacties rapporteren aan hun toezichthouder.¹⁴¹⁵ Dit gaat alleen om die transacties in financiële instrumenten die genoteerd zijn op een handelsplatform of die gerelateerd zijn aan een genoteerd financieel instrument, zoals derivaten en certificaten waarvan de waarde afhankelijk is van deze genoteerde instrumenten. Dit betekent dus opnieuw, dat het feit dat een financieel instrument ergens in de Europese Unie genoteerd is, ertoe leidt dat beleggingsondernemingen extra verplichtingen hebben en hun home-state hierop moeten toezien.

5.6.6. Bijkantoren van beleggingsondernemingen

Belangrijk is op te merken dat voor zover een SI wordt uitgebaat vanuit een bijkantoor van een beleggingsonderneming op naleving van de in paragraaf 5.6.3 besproken regels wordt toegezien door de host-state.¹⁴¹⁶ Hetzelfde geldt voor de trading obligation voor aandelen (besproken in paragraaf 5.6.4) waarop eveneens wordt toegezien door de host-state van het bijkantoor. Opvallend is dat de trading obligation voor derivaten (waarover meer in paragraaf 5.7) echter weer onder toezicht van de home-state valt. Voor de transactierapportage (hierboven besproken in paragraaf 5.6.5) zijn praktische afspraken gemaakt (zie nader paragraaf 4.5.2.6).¹⁴¹⁷

5.6.7. Lead toezichthouder; in termen van liquiditeit meest relevante markt

Voor financiële instrumenten die op meer dan één handelsplatformen verhandeld worden, is het nodig om een lead toezichthouder aan te wijzen. Zo zou het vreemd zijn indien één lidstaat een financieel instrument als liquide bestempelt -met gevolg dat bepaalde transparantie-eisen van toepassing zijn- en een andere lidstaat oordeelt dat dit dezelfde instrument niet liquide is. Daarom wordt er een lead toezichthouder benoemd met extra bevoegdheden. Dit is de home-state van de in termen van liquiditeit meest relevante markt. Ik zal eerst in de volgende paragraaf bespreken welke extra bevoegdheden deze lidstaat heeft. Daarna bespreek ik in de opvolgende paragrafen hoe wordt bepaald wat de in termen van liquiditeit meest relevante markt is. Dit laatste vereist enig rechtshistorisch onderzoek.

¹⁴¹² MiFIR, art. 9 lid 4 en 11 lid 2.

¹⁴¹³ MiFIR, art. 23.

¹⁴¹⁴ OTFs mogen geen equities verhandelen.

¹⁴¹⁵ Zie uitvoerig paragraaf 4.5.2.4 en 4.5.2.6.

¹⁴¹⁶ MiFID II, art. 35 lid 8.

¹⁴¹⁷ MiFIR, art. 26 lid 8.

5.6.7.1. Extra bevoegdheden lidstaat van in termen van liquiditeit meest relevante markt

De home-state van de termen in van liquiditeit meest relevante markt heeft onder MiFID II de volgende aanvullende rechten.

- (i) Zoals toegelicht in 5.6.5, moeten beleggingsondernemingen alle orders rapporteren aan hun home-state. De home-state moet deze informatie doorsturen aan de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt.¹⁴¹⁸ Deze lidstaat ontvangt dus alle transacties die in heel de Europese Unie zijn verricht in het relevante financiële instrument. Deze lidstaat is daarmee de enige lidstaat die het totaaloverzicht heeft van alle transacties en is als enige in staat op basis van dit totaal overzicht actie te ondernemen.
- (ii) Zoals toegelicht in paragraaf 5.5.3, heeft de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt extra bevoegdheden onder de Short Selling verordening.
- (iii) Voor bepaalde transparantiereggeving is van belang of een equity liquide is. Dit moet berekend worden. Ofschoon de rekenregels helder zijn, is het van belang dat elke betrokken lidstaat tot dezelfde conclusie komt of een equity al dan niet liquide is. Deze berekening wordt voor de hele Europese Unie gemaakt door de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt.¹⁴¹⁹
- (iv) De SI moet bindende quotes geven voor equities. De minimum quote is afhankelijk van de gemiddelde transactie grootte in het desbetreffende instrument. Deze berekening wordt voor de hele Europese Unie gemaakt door de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt.¹⁴²⁰
- (v) Ook diverse andere berekeningen met betrekking tot bijvoorbeeld gemiddelde ordergrote of liquiditeit worden gemaakt door de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt.¹⁴²¹

5.6.7.2. ISD

Onder ISD bestond het concept van de termen in van liquiditeit meest relevante markt niet. Dit concept was niet nodig. Dit kwam door twee omstandigheden.

Ten eerste kon de home-state van een gereguleerde markt eisen, dat alle beleggingsondernemingen transacties aan hem rapporteerden. Onder de ISD moest een beleggingsonderneming de transacties rapporteren aan zijn home-state.¹⁴²² Echter als een beleggingsonderneming grensoverschrijdend actief was, bijvoorbeeld door ook aangesloten te zijn op een buitenlandse gereguleerde markt, dan kon de host-state eisen dat de beleggingsonderneming de relevante transacties ook aan de host-state rapporteerde. Daardoor kon de host-state in de gaten

¹⁴¹⁸ MiFIR, art. 26 lid 1 2^{de} alinea en MiFID I, art. 25 lid 3 2^{de} alinea.

¹⁴¹⁹ Zie MiFIR Gedelegeerde Verordening 2017/567, art. 5.

¹⁴²⁰ MiFIR, art. 14 lid 5.

¹⁴²¹ Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 14.7.2016 supplementing Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments with regard to regulatory technical standards on transparency requirements for trading venues and investment firms in respect of shares, depositary receipts, exchange-traded funds, certificates and other similar financial instruments and on transaction execution obligations in respect of certain shares on a trading venue or by a systematic internaliser, art. 18. Zie tevens ESMA, Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR, 28 september 2015, ESMA/2015/1464, de Annex hierbij, p. 23.

¹⁴²² ISD, art. 20.

houden wat er op zijn gereglementeerde markt gebeurde.¹⁴²³ De home-state van de beleggingsonderneming kon dan besluiten ervan af te zien deze transactierapportages ook te ontvangen, maar hoefde dit niet.

Ten tweede vond destijds de handel in een financieel instrument nagenoeg volledig op de nationale gereglementeerde markt plaats. MTFs en OTFs speelden nauwelijks een rol. De lidstaat die dus op de hoogte was van alle transacties die door lokale en buitenlandse beleggingsondernemingen op de nationale gereglementeerde markt werden uitgevoerd, had daarmee een goed beeld van de markt.

De conclusie is dus dat onder ISD de home-state van de gereglementeerde markt een volledig overzicht had van wat er op zijn markt gebeurde en daarmee over al op deze markt genoteerde financiële instrument.

5.6.7.3. MiFID I

Bij MiFID I werd samenwerking tussen lidstaten wel belangrijk. Dit had twee redenen.

Ten eerste had MiFID I tot doel concurrentie tussen handelsplatformen aan te moedigen. Het beoogde effect hiervan was dat de handel in financiële instrumenten over verschillende handelsplatformen verspreid zou raken (liquidity fragmentation). Dit betekende dat als elke lidstaat louter zou weten wat er op zijn eigen handelsplatformen gebeurde, niet één lidstaat meer een compleet beeld zou hebben van de handel in een bepaald financieel instrument.

Ten tweede werd het uitvoeren van orders op buitenlandse gereglementeerde markten niet langer als grensoverschrijdende financiële dienstverrichting gezien. De home-state van de gereglementeerde markt had hierdoor niet meer de bevoegdheid van buitenlandse beleggingsondernemingen die op de gereglementeerde markt actief waren te eisen dat deze rapporteerden. Hierdoor had de home-state van de gereglementeerde markt zelfs een beperkt beeld van de activiteiten op de gereglementeerde markt zelf.

Het Commissievoorstel voor MiFID I bevatte geen expliciete bepaling van die strekking maar gedurende het onderhandelingsproces werd voorzien in een lead toezichthouder die wel het complete beeld zou krijgen.¹⁴²⁴ Dit is de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt.

Vervolgens was het aan CESR en de Commissie om deze term in een uitvoeringsverordening nader uit te werken. Hiertoe vroeg de Commissie aan CESR advies om het concept liquiditeit te definiëren.¹⁴²⁵ Na enige fact finding kwam CESR erachter dat het een ingewikkelde, dure en tijdrovende exercitie is om de liquiditeit van een financieel instrument per handelsplatform-hoe ook gedefinieerd- te berekenen.¹⁴²⁶ CESR kwam echter ook tot de conclusie dat een nauwkeurige berekening niet echt noodzakelijk was, omdat door middel van bepaalde vuistregels (*proxies*)

¹⁴²³ ISD, art. 20.

¹⁴²⁴ Zie Council of the European Union, Outcome of Proceedings of Working Party on Financial Services (ISD), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council investment services and regulated markets, Brussels, 28 April 2003, 2002/0269 (COD), 7419/1/03 REV 1, p. 43 art. 23 lid 3 noot 83, waar Frankrijk voorstelt dat de rapportage moet worden verstrekt aan de gereglementeerde markt waar het instrument voor het eerst genoteerd is en Council of the European Union, Note from: the Presidency to: Working Party on Financial Services (ISD), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial instrument markets, Brussels, 6 June 2003, 2002/0269 (COD), 8668/2/03 REV 2, p. 39 art. 23 waar voor het eerst de frase in termen van liquiditeit meest relevante markt wordt gebruikt.

¹⁴²⁵ Zie CESR, Provisional Mandates under the Future Directive on Financial Instruments Markets (ISD2) Call for Evidence, 20 januari 2004, CESR/04-021, p. 13 en CESR, CESR Technical Advice on Implementing Measures of the Proposed Financial Instruments Markets Directive (ISD 2) Transaction Reporting, Cooperation and Exchange of Information between Competent Authorities, maart 2004, CESR/04-073b, p. 7.

¹⁴²⁶ CESR, Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, juni 2004, CESR/04-261b, p. 105-110 en CESR, Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, november 2004, CESR/04-603b, p. 14-18.

eenvoudig de in termen van liquiditeit meest relevante markt kon worden bepaald. Zo was de liquiditeit bij aandelen -in ieder geval destijds- nagenoeg altijd sterk geconcentreerd op één handelsplatform en dit was nagenoeg altijd de markt waar het aandeel voor het eerst genoteerd was. CESR adviseerde daarom (i) gebruik te maken van proxies (ii), lidstaten de mogelijkheid te bieden om te verzoeken om een daadwerkelijke berekening als zij meenden dat de proxy in het concrete geval de verkeerde lidstaat aanwees en (iii) na 5 jaar te controleren of de proxies nog steeds juist waren. Na enige omwegen heeft de Europese Commissie het CESR advies overgenomen.¹⁴²⁷

Concreet gaat het om de volgende proxies:¹⁴²⁸

- Bij equities of beursgenoteerde beleggingsinstellingen is de relevante markt de gereglementeerde markt waar het instrument het eerst is genoteerd.
- Bij obligaties wordt aangesloten bij de statutaire zetel van de uitgevende instelling of in geval van een groep bij de statutaire zetel van de topholding.
- Als de uitgevende instelling van obligaties (en diens eventuele topholding) in het geheel geen band heeft met de Europese Unie wordt aangesloten bij de gereglementeerde markt waar deze obligatie het eerst is genoteerd.
- Derivaten op equities of obligaties volgen de onderliggende aandelen of obligaties.
- Bij andere financiële instrumenten wordt aangesloten bij de gereglementeerde markt waar dit financiële instrument het eerst genoteerd is.
- Is een financieel instrument op hetzelfde moment aan meer dan één gereglementeerde markt genoteerd, dan wordt in eerste instantie aangesloten bij de gereglementeerde markt met de grootste omzet in het type instrument en zodra genoeg data beschikbaar zijn voor die gereglementeerde markt waar het instrument het meest wordt verhandeld.

Zoals al aangegeven kunnen lidstaten echter ook verzoeken om daadwerkelijk de omzet uit te rekenen.¹⁴²⁹

5.6.7.4. MiFID II

MiFID II kent een uitgebreidere werkingsfeer dan MiFID I. Ook instrumenten die uitsluitend genoteerd zijn op MTFs of OTFs moeten nu gerapporteerd worden.¹⁴³⁰ ESMA gaf aan de uitgangspunten van het MiFID I regime te willen volgen,¹⁴³¹ maar heeft dit naar mijn oordeel niet gedaan (waarover meer in paragraaf 5.6.7.5). De ESMA voorstellen voor de uitvoeringsregels onder MiFID II voorzien in gedetailleerde regels waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen equity instrumenten (met name aandelen), obligaties, derivaten en overige instrumenten.¹⁴³²

¹⁴²⁷ Zie Europese Commissie, ANNEXE to Working document ESC/8/2005: Major technical differences between Commission's working document ESC/7/2005 the CESR's advice on the first set of mandates, 16 maart 2005, geraadpleegd op http://ec.europa.eu/finance/securities/jisd/archives_en.htm, waar de Europese Commissie in eerste instantie de proxy methode overneemt maar aangeeft lidstaten niet de mogelijkheid te willen bieden de uitkomsten van de proxy methode te betwisten. In de MiFID I Uitvoeringsverordening, art. 10 is echter wel de mogelijkheid gecreëerd om om daadwerkelijke berekening te verzoeken.

¹⁴²⁸ MiFID I Uitvoeringsverordening, art. 9.

¹⁴²⁹ MiFID I Uitvoeringsverordening, art. 10.

¹⁴³⁰ Ook de gelijktijdig met MiFID II aangenomen Verordening Marktmissbruik kent deze ruimere werkingsfeer.

¹⁴³¹ ESMA Discussion Paper, MiFID II/MiFIR, 22 mei 2014, ESMA/2014/548, p. 493.

¹⁴³² Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/590 van de Commissie van 28 juli 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen voor de melding van transacties aan de bevoegde autoriteiten, art. 16, ESMA Consultation Paper - Annex B Regulatory technical standards on MiFID II/MiFIR, 19 december 2014, ESMA 2014/1570, p. 423 en en ESMA Consultation Paper MiFID II/MiFIR, 19 December 2014, ESMA 2014/1570, p. 599 en ESMA, Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR, 28 september 2015, ESMA/2015/1464, de Annex hierbij, p. 438.

Equity instrumenten

Voor equity instrumenten is de meest relevante markt in eerste instantie de gereglementeerde markt of MTF waar het financiële instrument voor het eerst is genoteerd. Zodra een instrument echter meer dan een jaar genoteerd is, wordt opnieuw gekeken. Dan wordt in beginsel aangesloten bij de gereglementeerde markt met de hoogste omzet. Als het instrument alleen op MTFs is genoteerd, dan gaat het om de MTF met de hoogste omzet.

De reden om bij voorkeur bij de gereglementeerde markt aan te sluiten is, zo stelt ESMA, dat deze ook de leiding heeft bij het toezicht op het bekend maken van koersgevoelige informatie.¹⁴³³ Daardoor kan deze het best toezicht houden op naleving van de marktmisbruik regels. Hier is dus aansluiting gezocht bij de regels inzake marktmisbruik. Helaas is wat ESMA zegt niet juist, omdat onder de marktmisbruik regels elke lidstaat bevoegd is waar het financiële instrument genoteerd staat.¹⁴³⁴ De lidstaat van de gereglementeerde markt heeft bij de toepassing van de marktmisbruikregels geen sterkere formele positie dan andere lidstaten waar het instrument op een handelsplatform is genoteerd. De enige lidstaat die een sterkere positie heeft, is die waar de uitgevende instelling zijn zetel heeft. Omdat veel ondernemingen hun primaire notering hebben op hun thuismarkt, zal de lidstaat van de gereglementeerde markt in de praktijk vaak ook de lidstaat van de statutaire zetel zijn, maar dit hoeft niet.

Obligaties

Bij obligaties wordt aangesloten bij de statutaire zetel van de uitgevende instelling. Omdat obligaties vaak ook worden uitgegeven door andere vennootschappen dan de topholding wordt als deze topholding binnen de Europese Unie is gevestigd aangesloten bij de zetel van deze topholding en niet die van de uitgevende instelling. Is de topholding echter gevestigd buiten de Europese Unie dan wordt aangesloten bij de statutaire zetel van de uitgevende instelling zelf. Is de uitgevende instelling zelf van buiten de Europese Unie, dan wordt gekozen voor die markt waar de uitgevende instelling voor het eerst genoteerd werd. Anders dan bij equities wordt hier geen preferentie gegeven aan de gereglementeerde markt. Met andere woorden: als een obligatie eerst genoteerd is aan een OTF en daarna aan een gereglementeerde markt, dan is de OTF leidend.

Derivaten

Bij derivaten gelden de volgende regels.

- Als het derivaat verwijst naar een genoteerd equity instrument, dan is de relevante markt voor het derivaat die van het equity instrument.
- Als het derivaat verwijst naar een genoteerde obligatie, dan wordt aangesloten bij de relevante markt van dit non-equity instrument.
- Als het derivaat verwijst naar een mandje van instrumenten, dan gaat het om de gereglementeerde markt of MTF waar het derivaat het eerst was toegelaten.
- Als het derivaat verwijst naar een andere derivaat, dan moet worden aangesloten bij de relevante markt van dit onderliggende derivaat.
- Anders moet worden gekozen voor de gereglementeerde markt of MTF waar het derivaat voor het eerst genoteerd was.
- Als ook dit niet opgaat, dan geldt de OTF waarop het derivaat wordt verhandeld.

¹⁴³³ ESMA Consultation Paper MiFID II/MiFIR, 19 December 2014, ESMA 2014/1570, p. 600.

¹⁴³⁴ Zie uitvoerig paragraaf 5.4.2 hierboven.

Overig

Als de regels hierboven niet tot een oplossing leiden, dan wordt gekozen voor de lidstaat waar het instrument het eerst werd verhandeld op een handelsplatform. Ik zie niet meteen om welke situatie dat zou gaan.

Het is belangrijk op te merken dat er niet meer is voorzien in een mechanisme om de hierboven beschreven proxies te betwisten. Met andere woorden: wat was bedoeld als een proxy methode onder MiFID I is nu onder MiFID II een harde regel geworden.

5.6.7.5. Kritiek

Belangrijk is om op te merken, dat de in termen van liquiditeit meest relevante markt niet noodzakelijk de in termen van liquiditeit meest relevante markt is. Dit klinkt cryptisch. Ik bedoel hiermee echter dat er een grotere verhandeling kan plaatsvinden op een andere markt dan de in termen van liquiditeit meest relevante markt. Opvallend is dat men onder MiFID II twee definities van ‘in termen van liquiditeit meest relevante markt’ hanteert.¹⁴³⁵ Ook in artikel 4 lid 1 sub a MiFIR staat deze definitie. Deze wordt echter welbewust anders ingevuld dan in art. 26 MiFIR. Deze in termen van liquiditeit meest relevante markt is daadwerkelijk de markt waarop de meeste transacties plaatsvinden. Het vreemde is nu dus, dat waar CESR in 2004 onder MiFID I vanwege praktische redenen voor bepaalde proxies koos, maar nog steeds het doel had daadwerkelijk de in termen van liquiditeit meest relevante markt te bepalen, onder MiFID II de in termen van liquiditeit meest relevante markt niet noodzakelijk meer de markt is waar de meeste verhandeling plaatsvindt. Met andere woorden: de proxies onder MiFID I zijn onder MiFID II harde regels geworden. Het gevolg is dat de jurisdictieregels niet langer de economische werkelijkheid volgen.

5.6.8. Product intervention

MiFIR (tezamen met MiFID II) voorziet in product intervention regels. Deze regels dienen zowel om de cliënten van de beleggingsonderneming te beschermen, als het ordelijke functioneren van de financiële markten als geheel te waarborgen.¹⁴³⁶

Lidstaten moeten de markt monitoren en ingrijpen, in geval van verspreiding van financiële instrumenten of gestructureerde deposito's, financiële activiteiten of praktijken die aan één van de volgende voorwaarde voldoen:¹⁴³⁷

- (i) een financieel instrument, een gestructureerd deposito of een financiële activiteit of praktijk vormt een significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming of een bedreiging voor het ordelijk functioneren en de integriteit van financiële markten of grondstoffenmarkten, of voor de stabiliteit van het financiële stelsel of een deel daarvan in ten minste één lidstaat; of
- (ii) een derivaat heeft een negatief effect op het prijsvormingsmechanisme op de onderliggende markt;

¹⁴³⁵ MiFIR Gedelegeerde Verordening 2017/587, art. 4. Zie nader ESMA, Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR, 28 september 2015, ESMA/2015/1464, p. 17 en de Annex hierbij, p. 11.

¹⁴³⁶ Zie nader over deze productinterventie regels MiFIR Gedelegeerde Verordening 2017/567, art. 19 t/m 21, ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (Final Report), 19 december 2014, ESMA/2014/1569, p. 187 en de PRIIPS Verordening, art. 15 t/m 18 waar een overeenkomstige bepaling is opgenomen voor verzekeringsproducten met een beleggingselement.

¹⁴³⁷ Zie MiFIR, art. 42. Er zijn nog enkele verdere voorwaarden, maar die zijn voor dit onderzoek niet van belang.

Lidstaten kunnen alleen ingrijpen voor zover het gedrag zich afspeelt binnen hun grenzen. Hun bevoegdheid is beperkt tot activiteiten in of vanuit de lidstaat. Het staat nergens expliciet, maar naar mijn oordeel betekent dit, dat de lidstaten maatregelen alleen kunnen opleggen jegens beleggingsondernemingen of handelsplatformen waarop zij reeds toezien.¹⁴³⁸ Dit gaat dus om beleggingsondernemingen of handelsplatformen waarvoor de desbetreffende lidstaat de home-state is of de host-state in geval van een bijkantoor. Het zou niet voor de hand liggen dat lidstaten deze bevoegdheid kunnen gebruiken om bijvoorbeeld grensoverschrijdende verkoop van bepaalde beleggingsproducten te verbieden, als zij niet reeds op basis van andere regels op deze activiteiten kunnen toezien. Anders zouden de product intervention regels de bevoegdheidsverdeling zoals elders in de MiFID geregeld op zijn kop zetten.

De desbetreffende lidstaat moet samenwerken met de andere lidstaten en ESMA.¹⁴³⁹ Zo moet de lidstaat de andere lidstaten die een aanzienlijk effect kunnen ondervinden van de maatregel voldoende raadplegen en mag de maatregel geen discriminerend effect hebben op diensten of activiteiten die vanuit een andere lidstaat worden verricht. Bovendien moet de lidstaat een maand van tevoren ESMA en de andere lidstaten raadplegen over de voorgestelde maatregel.¹⁴⁴⁰ ESMA geeft dan een advies of de maatregelen noodzakelijk zijn. ESMA geeft dan ook aan of andere lidstaten eveneens deze maatregelen zouden moeten treffen. Slaat een lidstaat het advies van ESMA om ook maatregelen te treffen vervolgens in de wind, dan motiveert deze lidstaat dat.

Echter de rol van ESMA is hiermee niet uitgespeeld. Ook ESMA monitort de markt.¹⁴⁴¹ Dit is een uitwerking van art. 9 van de ESMA Verordening. MiFIR geeft ESMA tevens de bevoegdheid in te grijpen. ESMA kan het verspreiden of verkopen van bepaalde financiële instrumenten of bepaalde financiële activiteiten of praktijken tijdelijk verbieden of beperken. Dan moet wel aan enige voorwaarden zijn voldaan. De voorgestelde maatregel heeft tot doel een significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming of een bedreiging van het ordelijk functioneren en de integriteit van financiële markten of grondstoffenmarkten of van de stabiliteit van het financiële stelsel in de Europese Unie of een deel daarvan aan te pakken. De reeds bestaande regels bieden onvoldoende soelaas en de nationale toezichthouders hebben geen afdoende maatregelen getroffen. Dit kan dus ook betekenen dat als een lidstaat het advies van ESMA in de wind slaat, ESMA deze lidstaat alsnog zijn wil oplegt door de maatregel zelf te treffen. Maatregelen van ESMA gaan namelijk voor.

Als wij de product intervention powers van ESMA met die van de lidstaten vergelijken, dan vallen drie dingen op:

- (i) Als ESMA ingrijpt vanwege de stabiliteit van het financiële stelsel, dan moet hierbij een grensoverschrijdend element zijn. Lidstaten mogen reeds ingrijpen als slechts de stabiliteit of ordelijke werking van het financiële stelsel van één lidstaat wordt bedreigd.¹⁴⁴²
- (ii) Lidstaten wordt expliciet opgeroepen rekening te houden met de economie van andere lidstaten en verboden te discrimineren via product intervention powers. Bij ESMA wordt het blijkbaar niet nodig geacht, deze bepalingen op te nemen.
- (iii) Lidstaten kunnen alleen ingrijpen voor zover het gedrag zich afspeelt binnen hun grenzen. Hun bevoegdheid is beperkt tot activiteiten in of vanuit de lidstaat. ESMA kan uiteraard in heel de Europese Unie ingrijpen.

¹⁴³⁸ Zie ook MiFIR, art. 1 lid 2 die de werkingssfeer van de MiFIR uitzonderingen daargelaten beperkt tot beleggingsondernemingen, market operators en kredietinstellingen voor zover deze beleggingsdiensten verlenen.

¹⁴³⁹ Voor zover het gaat om gestructureerde deposito's, dan dient in deze hele paragraaf plaats van ESMA te worden gelezen EBA. Zie nader MiFIR, art. 41 en 43.

¹⁴⁴⁰ Alleen in uitzonderlijke gevallen, kan deze periode van een maand worden ingeperkt tot één dag.

¹⁴⁴¹ MiFIR, art. 39 t/m 41.

¹⁴⁴² Zie expliciet de tekst van MiFIR, art. 42 lid 2 sub a onder (i) en de MiFIR Gedelegeerde Verordening 2017/567, art. 21 lid 1.

5.6.9. Positielimieten voor commodity derivaten

MiFID II voorziet in de verplichting positielimieten toe te passen voor derivaten van grondstoffen.¹⁴⁴³ Een grondstof is bijvoorbeeld cacao. Een derivaat is het recht om een bepaalde hoeveelheid cacao tegen een vooraf bepaalde prijs te kopen of verkopen, waarbij de cacao niet daadwerkelijk geleverd wordt maar slechts het prijsverschil wordt verrekend. De reden om op grondstoffen derivaten extra regels toe te passen, is enerzijds omdat er maar een beperkte hoeveelheid van de onderliggende grondstof op elk moment beschikbaar is en anderzijds vanwege de band met de reële economie.¹⁴⁴⁴ Om marktmisbruik te voorkomen en ordelijke koersvormings- en afwikkelingsvoorwaarden te bevorderen, worden maximale posities vastgesteld die deelnemers aan de markt mogen hebben. Alleen niet financiële partijen, die daadwerkelijk een belang hebben bij de onderliggende waarde,¹⁴⁴⁵ zijn van dit systeem uitgezonderd.

De positielimieten worden toegepast door de home-state van het handelsplatform en gelden zowel voor de posities die via het platform zijn verkregen als economisch gelijkwaardige OTC posities.¹⁴⁴⁶ De home-state van het handelsplatform moet wel ESMA informeren. ESMA zal dan adviseren of de voorgestelde positielimiet overeenstemt met de regels.¹⁴⁴⁷ Volgt de lidstaat het advies niet op, dan moet deze dat motiveren. ESMA zal dan handelen conform art. 17 van de ESMA Verordening, zo wordt expliciet in het vooruitzicht gesteld in MiFID II.¹⁴⁴⁸ Omdat de regels omtrent commodity limieten zijn vastgelegd in gedetailleerde uitvoeringsregelingen met weinig discretionaire marge, heeft ESMA veel macht ten opzichte van de lidstaten. ESMA kan de lidstaten dan immers aan deze regels houden zonder dat de lidstaten beschikken over een grote discretionaire marge die ESMA moet respecteren.

Uiteraard is het goed mogelijk dat één commodity derivaat op verschillende handelsplatformen in verschillende jurisdicties wordt verhandeld. Als elke lidstaat dan een eigen positielimiet vaststelt, ontstaat een onmogelijke situatie. De positielimiet is immers niet beperkt tot de positie die is verkregen via het handelsplatform in deze lidstaat, maar geldt ook voor OTC posities of posities die via andere handelsplatformen in andere lidstaten zijn verkregen. Met andere woorden: een positielimiet geldt per definitie voor de hele Europese Unie of zelfs wereldwijd. Dit probleem wordt geadresseerd door te werken met één centrale bevoegde autoriteit. Dit is de lidstaat van het handelsplatform met het grootste handelsvolume in, naar ik aanneem, het desbetreffende contract. Deze stelt dan de positielimiet vast na de andere relevante lidstaten te hebben geconsulteerd. Als andere lidstaten het ermee oneens zijn, kunnen zij de Geschillenprocedure starten.¹⁴⁴⁹

Voor de handhaving wordt voorzien in zeer wijde bevoegdheden.¹⁴⁵⁰ De positielimieten die een lidstaat zelf heeft gesteld -dus met betrekking tot een handelsplatform waarvoor deze lidstaat de home-state is- kan deze handhaven jegens eenieder wereldwijd, zelfs als een contract waardoor een positielimiet wordt overschreden OTC wordt afgesloten. Lidstaten zijn dan wel verplicht ESMA en de eventuele andere lidstaat waar de geadresseerde van de maatregel is gevestigd te informeren over deze

¹⁴⁴³ MiFID II, art. 57 en preambule 125 t/m 131. Zie uitvoerig G.A.M. Verwilt, *Limieten aan posities in grondstofderivaten*, FR 2015, p. 375-382.

¹⁴⁴⁴ IOSCO, *Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets Final Report*, September 2011, FR 07/11, p. 26.

¹⁴⁴⁵ Denk bijv. aan een chocolade fabriek. Deze fabriek zal doorgaans geen derivaat hebben op cacao, omdat deze wil speculeren op de prijs van cacao, maar juist omdat de fabriek wil voorkomen dat hij door onverwachtse schommelingen in de cacao prijs een lagere marge heeft dan oorspronkelijk voorzien.

¹⁴⁴⁶ MiFID, art. 57 lid 4.

¹⁴⁴⁷ Deze regels zijn nader uitgewerkt in Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/591. Zie nader ESMA Consultation Paper - Annex B *Regulatory technical standards on MiFID II/MiFIR*, 19 december 2014, ESMA 2014/1570, p. 381.

¹⁴⁴⁸ MiFID, art. 57 lid 5.

¹⁴⁴⁹ MiFID II, art. 57 lid 6.

¹⁴⁵⁰ MiFID II, art. 57 lid 14.

handhavingsmaatregel.¹⁴⁵¹ Deze laatste lidstaat kan dan helpen bij de handhaving door deze maatregel eveneens op te leggen. Daarnaast kan een lidstaat alle positielimieten van alle lidstaten handhaven jegens eenieder die zich in de lidstaat bevindt.¹⁴⁵²

Om deze regels te kunnen handhaven moet de lidstaten worden geïnformeerd over de posities van diverse partijen. Daartoe moet ten eerste het handelsplatform de home-state informeren over de posities die alle deelnemers op het platform aanhouden.¹⁴⁵³ Ten tweede, moeten beleggingsondernemingen de home-state van het handelsplatform of, indien van toepassing, de centrale bevoegde autoriteit informeren over alle posities die zij OTC aanhouden.¹⁴⁵⁴

Net als bij de product intervention powers kan ESMA zelf ook optreden conform artikel 9 van de ESMA Verordening. Dit vereist dat de lidstaten zelf onvoldoende hebben opgetreden en dat sprake is van een situatie die meer dan één lidstaat bedreigt.¹⁴⁵⁵

5.6.10. Terugbrengen (derivaten)positie algemeen

Lidstaten kunnen voor alle financiële instrumenten beleggingsondernemingen of andere (niet gereguleerde) partijen verplichten hun positie terug te brengen, d.w.z. het derviaat door middel van een tegengestelde transactie te sluiten.¹⁴⁵⁶ De lidstaten kunnen alleen ingrijpen jegens partijen die zich in hun lidstaat bevinden.¹⁴⁵⁷ ESMA coördineert dit¹⁴⁵⁸ en kan zelf ingrijpen, indien de lidstaten ernstige problemen onvoldoende adresseren.¹⁴⁵⁹ Belangrijk is dat ESMA zowel kan ingrijpen als een lidstaat onvoldoende mogelijkheden heeft om het probleem aan te pakken (bijvoorbeeld omdat de relevante partijen zich buiten de jurisdictie van de lidstaat bevinden), als in het geval de lidstaten wel voldoende mogelijkheden hebben maar onvoldoende doortastend zijn.¹⁴⁶⁰

5.6.11. Ordentelijke handel (Algo Trading)

MiFID II besteedt nadrukkelijk aandacht aan de gevaren van automatische (computergestuurde) handel via algoritmen.¹⁴⁶¹ Het gevaar is dat een algoritme op hol slaat, waardoor een beleggingsonderneming transacties aangaat die deze bij gebrek aan geld niet kan nakomen¹⁴⁶² of dat de prijzen van bepaalde financiële instrumenten in een duikvlucht geraken. De risico's van Algo Trading raken dus niet alleen de cliënten van een beleggingsonderneming, maar de markt als geheel. Daarom vallen ook partijen die geen cliënten hebben onder het toezicht op Algo Trading.¹⁴⁶³

¹⁴⁵¹ MiFID II, art. 79 lid 5.

¹⁴⁵² MiFID II, art. 57 lid 14.

¹⁴⁵³ MiFID II, art. 58 lid 1 sub b.

¹⁴⁵⁴ MiFID II, art. 58 lid 2.

¹⁴⁵⁵ MiFiR, art. 44 en 45.

¹⁴⁵⁶ MiFID II, art. 69 lid 2 sub o.

¹⁴⁵⁷ ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFiR (Final Report), 19 december 2014, ESMA/2014/1569, p. 436.

¹⁴⁵⁸ MiFiR, art. 44.

¹⁴⁵⁹ MiFiR, art. 45.

¹⁴⁶⁰ Zie MiFiR, art. 45 lid 10 laatste alinea en de MiFiR Gedelegeerde Verordening 2017/567, art. 22 lid 4.

¹⁴⁶¹ MiFID II, art. 17.

¹⁴⁶² Een voorbeeld hiervan is het Knight Capital incident. Zie hierover de website van de SEC <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539879795>, geraadpleegd op 7 mei 2015.

¹⁴⁶³ Voor de goede orde wijs ik erop dat het toezicht op Algo Trading niet alleen geldt voor vergunninghoudende beleggingsondernemingen, maar ook voor partijen die van het reguliere toezicht als beleggingsonderneming zijn uitgezonderd, zoals onder meer verzekeraars en UCITS en AIFM beheerders. Uitgangspunt is dat eenieder die gebruik maakt van Algo Trading hiervoor onder toezicht staat. Zie MiFID II, art. 1 lid 5.

MiFID II voorziet in samenwerking tussen de home-state van de beleggingsonderneming en de home-state van het handelsplatform waar de beleggingsonderneming door middel van Algo Trading actief is. Dit is als volgt geregeld:¹⁴⁶⁴

- (i) De beleggingsonderneming moet zowel aan zijn eigen home-state als de home-state van het handelsplatform melden dat hij gebruik maakt van algoritmen. Hier is niet voorzien in een notificatie mechanisme, wat dus betekent dat de beleggingsonderneming zelf contact moet opnemen met deze andere lidstaat.
- (ii) De beleggingsonderneming informeert zijn home-state nader over de algoritmen en het risicomangement ten aanzien van deze algoritmen. De home-state van het handelsplatform kan deze informatie desgewenst opvragen bij de home-state van de beleggingsonderneming.
- (iii) De home-state van het handelsplatform heeft geen bijzondere bevoegdheid om in te grijpen bij de beleggingsonderneming. Wel kan de home-state van het handelsplatform uiteraard het handelsplatform opdragen de toegang van de beleggingsonderneming tot het handelsplatform beperken.

5.6.12. Opschorting van de handel

Handelsplatformen kunnen de handel in een financieel instrument opschorten (of uitsluiten), als dit financiële instrument niet langer aan de regels van het handelsplatform voldoet.¹⁴⁶⁵ Vaak kleeft de reden om de handel op te schorten aan het financiële instrument, bijvoorbeeld doordat informatie over het financiële instrument onvoldoende snel publiek is gemaakt en sommige partijen daardoor met voorkennis handelen. Opschorting van de handel zou dan zinloos zijn, als de handel op andere handelsplatformen gewoon zou doorgaan. Daarom bepaalt MiFID II dat de home-state van het handelsplatform in beginsel ertoe verplicht is de handel dan ook op te schorten op andere handelsplatformen in zijn jurisdictie waar het financieel instrument verhandeld wordt.¹⁴⁶⁶ Echter de handel respecteert geen grenzen. Financiële instrumenten zijn vaak genoteerd op handelsplatformen in diverse lidstaten. Daarom voorziet MiFID II erin dat ESMA en de andere lidstaten worden geïnformeerd. De andere lidstaten zullen dan eveneens de handel moeten opschorten of gemotiveerd moeten uitleggen waarom zij dat niet doen. ESMA kan echter niet bemiddelen conform de Geschillenprocedure.

5.7. Derivaten EMIR en MiFIR

De handel in derivaten is in de Europese Unie -en overigens ook buiten de Europese Unie-gereguleerd.¹⁴⁶⁷ De reden hiervoor is dat een derivaat een voortdurende verplichting inhoudt tussen twee partijen. Met andere woorden: het feit dat verzekeringsonderneming A een derivaat heeft afgesloten met kredietinstelling B, maakt dat deze partijen voortdurend blootstaan aan kredietrisico op elkaar. De derivaten regelgeving in EMIR, alsmede in mindere mate in MiFIR, probeert deze risico te verkleinen. Het belang dat hiermee gediend wordt, is dat van de financiële stabiliteit.¹⁴⁶⁸

Hiervoor zijn drie maatregelen:

¹⁴⁶⁴ MiFID II, art. 17 lid 1, 2 en 5.

¹⁴⁶⁵ MiFID, art. 32 lid 1 en 52 lid 1.

¹⁴⁶⁶ MiFID, art. 32 lid 2 en 52 lid 2.

¹⁴⁶⁷ Zie uitvoerig F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 11), Kluwer, Deventer 2011.

¹⁴⁶⁸ EMIR, preambule 4.

Rapportage verplichting

Alle partijen die derivatentransacties verrichten moeten deze rapporteren aan de toezichthouder.¹⁴⁶⁹ Zij maken hiervoor gebruik van een trade repository, waarover meer in 5.8. Deze verplichting is van toepassing op alle partijen die derivaten afsluiten. Dit zijn dus partijen die reeds om een andere reden onder financieel toezicht staan, zoals kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en verzekeringsondernemingen, maar ook pensioenfondsen en ‘gewone’ bedrijven dat willen zeggen bedrijven die niet tot de financiële sector behoren. De aldus door de trade repository verzamelde informatie wordt gedeeld met ESMA, het ESRB, de toezichthouders van CCPs en handelsplatformen, de relevante centrale banken en eventuele andere toezichthouders op de kapitaalmarkten.¹⁴⁷⁰ Concreet komt het dus erop neer, dat eenieder die deze informatie nodig zou kunnen hebben voor zijn toezichtstaak deze gegevens kan opvragen. EMIR vermeldt niet expliciet wie moet toezien op nakoming van deze rapportageverplichting. Het ligt echter voor de hand dat bij financiële ondernemingen die al over een vergunning beschikken het de home-state zal zijn.¹⁴⁷¹ Bij partijen zonder vergunning wordt in de praktijk aangesloten bij de statutaire zetel, maar dit is nergens in EMIR expliciet voorgeschreven.

Clearing verplichting en trading verplichting

EMIR beoogt dat alle derivaten, althans zo een groot deel als mogelijk, op enig moment gecleared zullen worden via een CCP (zie over CCPs nader paragraaf 4.3.9).¹⁴⁷² Partijen staan onder toezicht van hun home-state, wat de lidstaat is waar zij hun statutaire zetel hebben. Als partijen menen dat een uitzondering van toepassing is op de clearingverplichting, vragen zij dat aan hun home-state. Omdat bij elke derivaten transactie twee partijen betrokken zijn en deze niet noodzakelijk in dezelfde lidstaat zijn gevestigd, kan het zijn dat er twee lidstaten toestemming moeten geven. Als hierover geschil van mening ontstaat, kan de Geschillenprocedure worden gevolgd.

Een bijzondere uitzondering van de clearingverplichting is beschikbaar voor pensioenfondsen.¹⁴⁷³ De home-state van dit pensioenfonds besluit of deze van die uitzondering gebruik kan maken. ESMA geeft een opinie, maar deze is niet bindend.

Om de clearingverplichting soepel te laten verlopen moeten de CCPs en handelsplatformen samenwerken.¹⁴⁷⁴ Weigert een CCP respectievelijk een handelsplatform zonder goede reden de andere toegang te geven tot de voor diens diensten benodigde informatie, dan kan de home-state van de CCP respectievelijk het handelsplatform deze hiertoe dwingen. Mocht de home-state van de CCP het besluit van de CCP om het handelsplatform niet toe te laten ondersteunen, dan kan de home-state van het handelsplatform de Geschillenprocedure starten. Vreemd genoeg kan dit andersom niet. Als de home-state van het handelsplatform weigert de CCP toegang te verlenen, heeft ESMA geen bevoegdheid. De gedachte hierachter is overigens te voorkomen dat er verticale silo's ontstaan van handelsplatformen en CCPs die alleen met elkaar samenwerken, waardoor andere CCPs of handelsplatformen moeilijk toegang tot de markt krijgen.

Clearingplichtige derivaten moeten bovendien verplicht verhandeld worden via een handelsplatform.¹⁴⁷⁵ Wederom staan partijen hiervoor onder toezicht van de lidstaat waar zij gevestigd

¹⁴⁶⁹ EMIR, art. 9.

¹⁴⁷⁰ EMIR, art. 83 lid 3.

¹⁴⁷¹ Dit volgt naar mijn oordeel uit de definitie van competent authority in EMIR, art. 2 sub 13 in combinatie met EMIR, art. 2 sub 8.

¹⁴⁷² EMIR, art. 4.

¹⁴⁷³ EMIR, art. 89 lid 2.

¹⁴⁷⁴ EMIR, art. 7 en 8.

¹⁴⁷⁵ MiFIR, art. 28 lid 1.

zijn. Vreemd genoeg wordt op deze trading verplichting voor derivaten ook bij een bijkantoor toegezien door de home-state, terwijl de trading verplichting van aandelen bij een bijkantoor onder het toezicht van de host-state valt.

Risico inperkingstechnieken voor niet geclearde derivaten

Op die derivaten die niet gecleard hoeven te worden en die ook niet vrijwillig worden gecleard, moeten risico-inperkingstechnieken worden toegepast, zoals de uitwisseling van onderpand en portfoliocompressie.¹⁴⁷⁶ Het doel is dat partijen dan minder aan elkaars insolventierisico blootstaan. Voor intragroepstransacties kan vrijstellingen van deze verplichtingen worden verkregen. Hiervoor is instemming vereist van de lidstaat waar de desbetreffende partij zijn zetel heeft. Als de concern maatschappijen in verschillende lidstaten zijn gevestigd, moet dus toestemming van twee toezichthouders worden verkregen. Uiteraard bestaat dan het risico op meningsverschillen.

Als het gaat om een derivaat tussen twee financiële ondernemingen, dan kan ESMA besluiten conform de Geschillenprocedure.¹⁴⁷⁷

Bij een derivaat tussen twee niet financiële ondernemingen, heeft ESMA geen doorzettingsmacht. Daar kan dus elk van beide lidstaten gebruik van de vrijstelling blokkeren.¹⁴⁷⁸

Bij een derivaat tussen een financiële onderneming en een niet financiële onderneming, heeft de lidstaat van de financiële onderneming de leiding. De andere lidstaat kan echter bezwaar maken. Dan geeft ESMA de doorslag conform de Geschillenprocedure.

5.8. Datadiensten

De hierboven besproken rapportage- en publicatie-eisen vereisen een nieuw type vergunninghoudende onderneming dat zich hierop toelegt. Deze data reporting services heten naar hun Engelse namen, approved reporting mechanism (ARM), approved publication arrangement (APA), consolidated tape provider (CTP) en trade repository (TR). Al deze ondernemingen hebben met elkaar gemeen dat zij niets anders doen dan data die zij ontvangen van deelnemers aan de financiële markten hetzij publiceren (de APA en de CTP), hetzij doorgeven aan de toezichthouder (de ARM en TR).

De ARM, APA en CTP zijn geregeld in MiFID.¹⁴⁷⁹ Conform de MiFID regels staan deze uitsluitend onder toezicht van hun home-state. Deze vergunning geldt voor de hele Europese Unie.¹⁴⁸⁰ Er is niet voorzien in notificatie procedures, noch in een bevoegdheid van enige host-state.

De TRs zijn geregeld in EMIR.¹⁴⁸¹ TRs krijgen hun vergunning echter niet van hun home-state maar van ESMA.¹⁴⁸² Anders dan bij de data reporting services onder MiFID is het ook mogelijk om TRs uit derde landen te erkennen, mits zij in dit derde land onder adequaat toezicht staan.¹⁴⁸³ Ik ga op de TRs nader in hoofdstuk 7..

Ik merk wel op dat het vreemd is dat dienstverleners die materieel dezelfde activiteit verrichten -het doorsturen van data- en vaak ook gelijktijdig beide diensten verrichten niettemin in andere toezichtsregimes vallen.

¹⁴⁷⁶ EMIR, art. 11.

¹⁴⁷⁷ EMIR, art. 11 lid 6.

¹⁴⁷⁸ EMIR, art. 11 lid 7.

¹⁴⁷⁹ MiFID II, art. 59 t/m 66.

¹⁴⁸⁰ MiFID II, art. 60.

¹⁴⁸¹ EMIR, art. 55 t/m 81.

¹⁴⁸² EMIR, art. 55 lid 1.

¹⁴⁸³ EMIR, art. 77.

6. SSM en SRM Banktoezicht

6.1. Inleiding Bankenunie

In dit hoofdstuk behandel ik het prudentieel toezicht op kredietinstellingen binnen de Eurozone. Dit wijkt namelijk qua toezichtstructuur fundamenteel af van het toezicht op kredietinstellingen buiten de Eurozone. Deze kredietinstellingen binnen de Eurozone vallen onder de zogenaamde Bankenunie. Lidstaten die niet de Euro als munt hebben, kunnen tot de Bankenunie toetreden, maar zijn hiertoe niet verplicht en hebben dit tot op de datum van afsluiting van dit manuscript¹⁴⁸⁴ ook niet gedaan. De Bankenunie bestaat uit drie pilaren die ik hierna uitvoerig zal behandelen.¹⁴⁸⁵

Deze drie pilaren zijn naar hun Engelse termen:¹⁴⁸⁶

- (i) Single Supervisory Mechanism (SSM)
- (ii) Single Resolution Mechanism (SRM)
- (iii) Common deposit protection scheme. Deze laatste pilaar is vooralsnog niet opgericht.

De Bankenunie bestaat uit een samenspel van de ECB, de nieuw opgerichte Single Resolution Board (SRB), de Single Resolution Fund (SRF), de nationale banktoezichthouders en de nationale resolutie autoriteiten. De rollen van deze entiteiten zal ik hierna toelichten. Daarnaast bestaat een belangrijk onderscheid tussen significante en niet-significante kredietinstellingen. Dit licht ik nader toe in paragraaf 6.4.4, maar de essentie is dat de ECB de dagelijkse leiding heeft bij het toezicht op de significante instellingen, terwijl bij de niet-significante instellingen de nationaler toezichthouders een voornamere rol spelen en het toezicht van de ECB zich meer op afstand bevindt.

6.2. Redenen voor de Bankenunie

De voornaamste reden die wordt genoemd voor de Bankenunie is de macro-economische dimensie. Gesimplificeerd gaat het om het volgende probleem.¹⁴⁸⁷ Gedurende de crisis zagen lidstaten zich gedwongen hun kredietinstellingen te redden en te ondersteunen met overheidsgeld. Lidstaten met een gezonde staatshuishouding waren hiertoe in staat, maar financieel zwakke lidstaten konden dit niet. Dit leidde enerzijds ertoe, dat de lidstaten besmet dreigden te raken door problemen bij hun kredietinstellingen. Lidstaten met problemen in hun bancaire sector hadden moeite om geld te lenen op de kapitaalmarkt. Anderzijds werden op zich gezonde kredietinstellingen die hun hoofdkantoor hadden in zwakke lidstaten zelf ook als minder kapitaalkrchtig gezien, wat het voor deze kredietinstellingen moeilijker maakte om kapitaal aan te trekken. Dit leidde er weer toe dat de ECB moeite had een geïntegreerd monetair beleid voor de hele Eurozone te voeren. Bovendien stond een verschil in (gepercipieerde) kredietwaardigheid van kredietinstellingen, afhankelijk van de lidstaat waar zij hun hoofdkantoor hadden, haaks op de doelstellingen van interne markt waarin bedrijven, zoals kredietinstellingen, op gelijke voorwaarden moeten kunnen concurreren.

¹⁴⁸⁴ Dat wil zeggen 10 april 2017.

¹⁴⁸⁵ Er is inmiddels veel geschreven over de Bankenunie. Ik noem zonder te pretenderen uitputtend te zijn: E. Wymeersch, *The Single Supervisory Mechanism: Institutional Aspects*, in: D. Busch en G. Ferrarini (red.), *European Banking Union*, Oxford, OUP 2015, p. 93-117, D. Busch, *Governance of the Single Resolution Mechanism*, in: D. Busch en G. Ferrarini (red.), *European Banking Union*, Oxford, OUP 2015, p. 281-335, T.M.C. Arons, *Judicial Protection of Supervised Credit Institutions in the European Banking Union*, in: D. Busch en G. Ferrarini (red.), *European Banking Union*, Oxford, OUP 2015, p. 433-474.

¹⁴⁸⁶ R. M. Lastra, *Do We Need a World Financial Organization?*, *Journal of International Economic Law* 2014, p. 793.

¹⁴⁸⁷ SSM Verordening, preamble 6. Zie nader European Commission Memo, *A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone*, 24 januari 2014, MEMO/14/57, p. 6 en T. Tröger, *The Single Supervisory Mechanism - Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary assessment of the evolving regime for the prudential supervision of banks with ECB involvement*, *Eur. Bus. Org. L. Rev* 2014, p. 456.

Een meer micro-prudentieel element dat als reden werd genoemd voor de Bankenuie is het risico op tegenstrijdige beslissingen binnen financiële groepen en het betere beeld dat ontstaat bij de toezichthouder als deze op de hele groep toezicht houdt.¹⁴⁸⁸ De mogelijkheid dat de ECB als Europese toezichthouder ook beter rekening zal houden met de belangen van de host-states, is niet expliciet als reden voor Bankenuie genoemd.

6.3. De klassieke taken van de ECB en het ESCB

Het hoofddoel van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) waarvan de ECB (het belangrijkste) onderdeel uitmaakt, was vanouds het handhaven van de prijsstabiliteit in het Eurogebied. Daarnaast ondersteunt de ECB het algemene economische beleid van de Europese Unie. De voornaamste taken van de ECB bevonden zich daarom tot voor kort voornamelijk op macro-economisch en monetair gebied. Zo bepalen de statuten van de ECB en het Europees Stelsel van Centrale Banken dat de door het ESCB uit te voeren fundamentele taken bestaan uit:¹⁴⁸⁹

- (i) het bepalen en ten uitvoer leggen van het monetair beleid van de Europese Unie;
- (ii) het verrichten van valutamarktoperaties;
- (iii) het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves van de lidstaten;
- (iv) het bevorderen van een goede werking van het betalingsverkeer.¹⁴⁹⁰

6.4. De toezichtrol van de ECB

6.4.1. Inleiding

De Statuten van de ECB en het VWEU voorzien ook in de mogelijkheid het prudentieel toezicht op kredietinstellingen aan de ECB op te dragen. Deze bepalen namelijk, dat de Raad kan besluiten aan de ECB specifieke taken op te dragen betreffende het beleid op het gebied van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en andere financiële instellingen, met uitzondering van verzekeringsondernemingen.¹⁴⁹¹ Van deze laatste bevoegdheid is gebruik gemaakt. De verantwoordelijkheid voor het prudentieel toezicht op kredietinstellingen in Eurolanden is aan de ECB overgedragen. Niet Eurolanden mogen het toezicht op kredietinstellingen ook aan de ECB overdragen, maar zijn hiertoe niet verplicht en hebben dit op de datum van afsluiting van dit manuscript¹⁴⁹² nog niet gedaan. Omdat van deze optie geen gebruik is gemaakt, heb ik ervoor gekozen deze optie hier niet te bespreken. Vanaf november 2014 heeft de ECB de regie over het banktoezicht in de Eurozone van de nationale toezichthouders overgenomen.

De ECB en alle actoren binnen de ECB zijn in hun toezicht onafhankelijk en dienen te handelen in het belang van de hele Europese Unie.¹⁴⁹³ Dit staat er niet expliciet, maar naar mijn oordeel omvat dit ook het belang van de lidstaten die niet de Euro als munteenheid hebben en niet meedoen aan het SSM.¹⁴⁹⁴ Zoals hierna zal blijken voert de ECB het dagelijks toezicht niet allemaal zelf uit, maar zal de ECB

¹⁴⁸⁸ SSM Verordening, preambule 5.

¹⁴⁸⁹ Protocol nr. 4 betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank, art. 3. Publicatieblad van de Europese Unie 26 oktober 2012 C 326/230. Zie in zelfde zin art. 127 van het Verdrag Betreffende de Werking van Europese Unie.

¹⁴⁹⁰ Betalingsverkeer moet beperkt worden opgevat. Zie nader GvEA 4 maart 2015, T-496/11 (*Location policy ECB for Central Counterparties*).

¹⁴⁹¹ Protocol nr. 4 betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank, art. 25. Publicatieblad van de Europese Unie 26 oktober 2012. C 326/230 en VWEU, art. 127 lid 6.

¹⁴⁹² Dat wil zeggen 10 april 2017.

¹⁴⁹³ SSM Verordening art. 19 en preambule 68.

¹⁴⁹⁴ Zie ook SSM Verordening, preambule 30 waarin onderscheid wordt gemaakt tussen het belang van financiële stabiliteit voor de Europese Unie, financiële stabiliteit van landen in de Eurozone en het belang van de interne markt. De ECB moete alle drie deze belangen in zijn toezicht verdisconteren. Zie ook SSM Verordening, art. 1.

voor een groot deel moeten vertrouwen op het werk van de nationale toezichthouders.¹⁴⁹⁵ Anderzijds stuurt de ECB dit dagelijks toezicht wel aan waardoor de ECB hier *de facto* toch een grote invloed op heeft.¹⁴⁹⁶

6.4.2. Welk materiële normen past de ECB toe?

Voor zover de Europese regelgeving waarop de ECB toeziet in verordeningen staat, werkt deze direct en kan de ECB deze zonder meer toepassen. Richtlijnen vereisen echter nationale implementatie. De ECB past daarom de nationale implementatiewetgeving van de richtlijnen toe.¹⁴⁹⁷ Daarnaast bevatten ook verordeningen vaak nog keuzes voor de wetgever van lidstaten die dan worden vastgelegd in nationale regelgeving.¹⁴⁹⁸ Ook deze nationale regelgeving past de ECB toe. De keuzerechten in de verordeningen die echter waren voorbehouden aan de toezichthouders van de lidstaten, worden binnen de Eurozone voor significante kredietinstellingen nu uitgeoefend door de ECB.¹⁴⁹⁹ Dit alles betekent dat het recht dat de ECB toepast voor een -weliswaar klein- deel afhangt van de nationale implementatie van de lidstaat waar de kredietinstelling gevestigd is en dus niet voor alle kredietinstellingen waarop de ECB toezicht houdt gelijk is.

Daarnaast worden in het nationale recht vaak nog aanvullende eisen gesteld aan (de vergunningsverlening voor) kredietinstellingen.¹⁵⁰⁰ Dergelijke nationale eisen kunnen bijvoorbeeld voortkomen uit andere Europese richtlijnen. Te denken valt aan de MiFID of regelgeving tegen witwassen.¹⁵⁰¹ Op strikt nationaal niveau kan gedacht worden aan gedragsregels die van toepassing zijn op de verlening van niet geharmoniseerde diensten. Deze regels vallen niet onder het prudentiële toezicht van de ECB. Anderzijds is het wel voor te stellen, dat de ECB oordeelt dat er ook een prudentieel belang bij is dat deze regels correct worden nagekomen. In dat geval kan de ECB over de band van de beheerste bedrijfsvoering toch proberen deze regels te handhaven.

6.4.3. Waarop houdt de ECB precies toezicht?

De ECB wordt samen met nationale toezichthouders verantwoordelijk voor het prudentiële toezicht op kredietinstellingen in de Eurozone. De ECB heeft hiertoe onder meer de volgende taken (en bevoegdheden):¹⁵⁰²

- (i) Verlenen en intrekken van vergunningen;
- (ii) Optreden als home-state voor kredietinstellingen die vanuit de Eurozone actief zijn in lidstaten buiten de Eurozone;
- (iii) Verlenen van verklaringen geen bezwaar voor gekwalificeerde deelnemingen;¹⁵⁰³

¹⁴⁹⁵ T. Tröger, The Single Supervisory Mechanism - Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary assessment of the evolving regime for the prudential supervision of banks with ECB involvement, *Eur. Bus. Org. L. Rev* 2014, p. 460 en European Commission, Legislative package for banking supervision in the eurozone - frequently asked questions, 12 september 2013, MEMO/13/780.

¹⁴⁹⁶ T. Tröger, The Single Supervisory Mechanism - Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary assessment of the evolving regime for the prudential supervision of banks with ECB involvement, *Eur. Bus. Org. L. Rev* 2014, p. 468.

¹⁴⁹⁷ SSM Verordening, art. 4 lid 3 en preamble 34.

¹⁴⁹⁸ W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile en L. Wissink, Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven, *NtEr* 2013, p. 372.

¹⁴⁹⁹ Zie bijv. Verordening (EU) 2016/445 van de Europese Centrale Bank van 14 maart 2016 betreffende de wijze waarop gebruik wordt gemaakt van de keuzemogelijkheden en manoeuvreerruimte die het Unierecht biedt (ECB/2016/4).

¹⁵⁰⁰ SSM Verordening, preamble 21.

¹⁵⁰¹ Deze voorbeelden waarop de ECB niet toeziet worden genoemd in SSM Verordening, preamble 28.

¹⁵⁰² SSM Verordening, art. 4. Zie nader N.B. Spoor en B.H.M. Fleuren, De Bankenuie - rechtsbescherming bij het Single Supervisory Mechanism, *FR* 2013, p. 233-237 en W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile, L. Wissink, 'Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven', *NtEr* 2013, p. 364-373

¹⁵⁰³ Een gekwalificeerde deelneming is een aandeelhouderschap van meer dan 10% in een kredietinstelling.

- (iv) Zorgen voor de naleving van de kwantitatieve prudentiële eisen, zoals uiteengezet in met name CRD IV, CRR en lagere regelgeving (onder meer eisen ten aanzien van de solvabiliteit, liquiditeit en leverage van kredietinstellingen);
- (v) Toezien op de governance van kredietinstellingen zoals uiteengezet in met name CRD IV, CRR en lagere regelgeving;
- (vi) Uitoefenen van voortdurend toezicht op onder meer de solvabiliteit en inrichting van de organisatie van kredietinstellingen en individueel opgelegde normen;
- (vii) Uitoefening van het geconsolideerde toezicht op bankengroepen;
- (viii) Toezichttaken met betrekking tot herstelplannen en vroegtijdige interventie;
- (ix) Treffen van diverse handhavingsmaatregelen.

6.4.4. Significante en niet significante kredietinstellingen

Bij de concrete inrichting van het toezicht dient onderscheid te worden gemaakt tussen significante en niet-significante kredietinstellingen.¹⁵⁰⁴ Bij de beoordeling of een kredietinstelling significant is, houdt de ECB rekening met de volgende aspecten:¹⁵⁰⁵

- (i) de omvang van de kredietinstelling;
- (ii) het belang van de kredietinstelling voor de economie van de Europese Unie of van een deelnemende lidstaat; en
- (iii) het belang van de grensoverschrijdende activiteiten van de kredietinstelling.

Tenzij er een bijzondere rechtvaardiging is om hiervan af te wijken, bestempelt de ECB in ieder geval de volgende kredietinstellingen als significant:¹⁵⁰⁶

- (i) De totale waarde van de activa bedraagt meer dan € 30 miljard.
- (ii) Het aandeel van de totale activa van de kredietinstelling in het bruto binnenlands product (bbp) van de deelnemende lidstaat van vestiging bedraagt meer dan 20 %, tenzij de totale waarde van de activa minder dan € 5 miljard bedraagt.¹⁵⁰⁷
- (iii) Kredietinstellingen waarvoor rechtstreeks om openbare financiële bijstand van de EFSF of het ESM is verzocht en die deze bijstand rechtstreeks hebben ontvangen zijn significant.
- (iv) De drie belangrijkste kredietinstellingen in elke deelnemende lidstaat.
- (v) De kredietinstelling is om een andere reden belangrijk voor de economie van een lidstaat, bijvoorbeeld vanwege de verwevenheid met de economie van de lidstaat, of vanwege de bijzondere diensten die de kredietinstelling verleent.¹⁵⁰⁸

Voor Nederland zijn per eind 2016 de volgende kredietinstellingen als significant bestempeld: ABN AMRO, Rabobank, ING, SNS Bank, Bank Nederlandse Gemeente en de Nederlandse Waterschapsbank.¹⁵⁰⁹

Bovendien heeft de ECB een restbevoegdheid. Na kennisgeving door een nationale toezichthouder, dat deze de betrokken kredietinstelling van groot belang acht voor de binnenlandse economie, neemt de ECB een besluit waarin zij dit belang bevestigt (of niet). De ECB kan ook op eigen initiatief een

¹⁵⁰⁴ ECB publiceert een lijst van de significante kredietinstellingen. Zie SSM Kaderverordening, art. 49.

¹⁵⁰⁵ SSM Verordening, art. 6 lid 4 en SSM Kaderverordening, art. 39 e.v. zie tevens E. Ferran and V. Babis, The European Single Supervisory Mechanism, *Journal of Corporate Law Studies* 2013, p. 255-285 geraadpleegd via SSRN op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538, p. 4.

¹⁵⁰⁶ SSM Verordening, art. 6 lid 4.

¹⁵⁰⁷ SSM Kaderverordening, art. 56.

¹⁵⁰⁸ SSM Kaderverordening, art. 57.

¹⁵⁰⁹ Zie de website van de ECB voor de meest recente lijst <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/who/html/index.en.html>.

kredietinstelling van groot belang achten, als deze in meer dan één deelnemende lidstaat dochter kredietinstellingen heeft gevestigd en haar grensoverschrijdende activa of verplichtingen een aanzienlijk deel van haar totale activa of verplichtingen vertegenwoordigen (meer dan 20% van de activa of passiva is grensoverschrijdend en de totale activa zijn meer dan € 5 miljard).¹⁵¹⁰

De ECB kijkt bij de beoordeling of een kredietinstelling significant is naar het hoogste consolidatieniveau binnen een groep binnen de Europese Unie.¹⁵¹¹ Het heeft dus geen zin om te ‘smurfen’. Met smurfen bedoel ik één kredietinstelling opdelen in diverse kleinere kredietinstellingen in een groep om onder de limiet te blijven. Als de ECB een kredietinstelling als significant bestempelt, dan geldt dit automatisch voor de hele groep. Dit geldt dan ook voor de kleinere kredietinstellingen binnen deze groep voor zover deze zijn gevestigd in de Eurozone.¹⁵¹² Kredietinstellingen van deze groep buiten de Eurozone vallen alleen onder het eventuele geconsolideerde toezicht van de ECB, wat logisch is nu deze instellingen hun eigen home-state hebben buiten de Eurozone.

Voor bankengroepen met hun moeder buiten de Eurozone heeft ‘smurfen’ in beginsel wel zin. De ECB beschouwt namelijk in dat geval elke lidstaat op zich en binnen deze lidstaat elk bijkantoor en elke dochter op zich.¹⁵¹³ Een bankengroep kan dus een zeer substantiële aanwezigheid hebben in de Eurozone, maar toch buiten het ECB toezicht vallen. Een voorbeeld ter verduidelijking. We hebben een Engelse bankengroep. Deze bestaat in de Eurozone uit de volgende entiteit:

- Bijkantoor in Nederland met activa van € 10 miljard;
- Bijkantoor in Duitsland met activa van € 10 miljard;
- Dochtervennootschap in Spanje met activa van € 10 miljard;
- Bijkantoor in Spanje met activa van € 10 miljard;
- Dochtervennootschap in Spanje met activa van € 10 miljard.

Optelling van deze activa leidt in beginsel tot de conclusie dat als deze bankengroep niet de topholding zou hebben gehad in Engeland maar in de Eurozone, deze bankengroep met € 50 miljard zeker significant zou zijn geweest. Zouden alleen de Spaanse entiteiten worden opgeteld, dan nog komt de groep op € 30 miljard. Het is dus louter vanwege de wijze waarop de groep is gestructureerd, dat deze groep niet onder toezicht van de ECB komt. Zou in dit voorbeeld het bijkantoor in Nederland € 30 miljard aan activa hebben -dan is dit bijkantoor dus significant-, dan verandert dit niet automatisch de status van de andere bijkantoren en dochtervennootschappen. Te opzichtige trucs om het ECB toezicht te ontlopen, zijn echter niet aan te raden. De ECB kan altijd nog het toezicht voor niet-significante kredietinstellingen naar zich toetrekken en één van de aandachtspunten waarop de ECB zal letten is of een bankengroep van buiten de Eurozone in andere lidstaten een significante aanwezigheid heeft.¹⁵¹⁴

Andersom kan een grote bankengroep die voornamelijk buiten de Eurozone actief is, niettemin de facto voor ECB toezicht opteren door de topholding in de Eurozone te plaatsen.¹⁵¹⁵

6.4.5.Samenwerking tussen ECB en nationale banktoezichthouders

Belangrijk is, dat de ECB het banktoezicht niet allemaal zelf uitvoert.¹⁵¹⁶ Het toezicht op de significante kredietinstellingen voert de ECB in beginsel zelf uit, maar zij kan hierbij een beroep doen

¹⁵¹⁰ Zie nader SSM Kaderverordening, art. 59 en 60.

¹⁵¹¹ SSM Kaderverordening, art. 40.

¹⁵¹² SSM Verordening, preambule 38.

¹⁵¹³ SSM Kaderverordening, art. 41.

¹⁵¹⁴ SSM Kaderverordening, art. 67 lid 2.

¹⁵¹⁵ SSM Kaderverordening, art. 53 lid 2.

¹⁵¹⁶ SSM Verordening, art. 6 lid 4.

op nationale toezichthouders die de ECB van informatie moeten voorzien,¹⁵¹⁷ moeten assisteren bij het doen van onderzoeken¹⁵¹⁸ en beslissingen moeten voorbereiden.¹⁵¹⁹ De nationale toezichthouders werken dan onder de verantwoordelijkheid van de ECB.¹⁵²⁰ De gedachte hierachter is dat nationale toezichthouders door hun langjarige ervaring relevante lokale kennis hebben.¹⁵²¹ De ECB zal zich voor zijn informatie in beginsel laten voeden door de nationale toezichthouders, maar kan ook altijd zelf rechtstreeks informatie opvragen bij kredietinstellingen.¹⁵²²

Bij kleinere kredietinstellingen wordt het toezicht in beginsel door de nationale toezichthouders uitgevoerd. De ECB ontfermt zich alleen zelf over de aanvraag en intrekking van vergunningen en de verlening van verklaringen van geen bezwaar. Met betrekking tot de andere taken geeft de ECB slechts algemene instructies aan nationale toezichthouders.¹⁵²³ Tevens dient de ECB door de nationale toezichthouder op de hoogte te worden gehouden van de belangrijkste ontwikkelingen bij deze kleine kredietinstellingen.¹⁵²⁴ De ECB kan echter op ieder moment het toezicht volledig naar zich toe trekken en alle toezichtsbevoegdheden zelf gaan uitoefenen.¹⁵²⁵ Dit kan de ECB bijvoorbeeld doen als de nationale toezichthouder onvoldoende luistert naar de ECB of zelf onvoldoende voortvarend te werk gaat bij handhaving van CRD IV en CRR.¹⁵²⁶ Dit is echter wel de nucleaire optie, want zeer schadelijk voor de reputatie van deze nationale toezichthouder die het blijkbaar niet alleen aan kan.

Het toezicht door de ECB op kredietinstellingen uit de Eurozone kan dus op drie manieren plaatsvinden:

- (i) De ECB kan rechtstreeks toezicht houden. Hierbij ontvangt een kredietinstelling dus voor hem bindende besluiten rechtstreeks van de ECB. Dit is het geval bij grote kredietinstellingen, bij de verlening van vergunningen of verklaringen van geen bezwaar voor gekwalificeerde deelnemingen bij kleine kredietinstellingen, of bij kleine kredietinstellingen waarbij de ECB het toezicht naar zich heeft getrokken.
- (ii) Nationale toezichthouders kunnen de ECB assisteren. In dit geval voeren zij taken uit in opdracht van en onder verantwoordelijkheid van de ECB.¹⁵²⁷ De kredietinstelling ontvangt eventuele besluiten die via deze weg zijn genomen van de nationale toezichthouder, maar deze werkt als verlengstuk van de ECB.
- (iii) De ECB kan het toezicht aan nationale toezichthouders delegeren. Dit is het uitgangspunten bij kleine kredietinstellingen. Hoewel de ECB *overall* verantwoordelijk blijft voor het banktoezicht in de Eurozone, houdt de nationale toezichthouder zelf toezicht en is hij zelf verantwoordelijk voor zijn beslissingen.¹⁵²⁸ De kredietinstelling in kwestie ontvangt de voor hem bindende besluiten van zijn nationale toezichthouder.

¹⁵¹⁷ SSM Verordening, art. 6 lid 2.

¹⁵¹⁸ SSM Verordening, art. 9 lid 1 en art. 12 lid 4.

¹⁵¹⁹ SSM Verordening, art. 15.

¹⁵²⁰ SSM Verordening, art. 6 lid 3.

¹⁵²¹ SSM Verordening, preambule 37.

¹⁵²² SSM Verordening, art. 6 lid 2.

¹⁵²³ SSM Verordening, art. 6 lid 5 sub a.

¹⁵²⁴ SSM Verordening, art. 6 lid 6.

¹⁵²⁵ SSM Verordening, art. 6 lid 5 sub b. zie nader SSM Kaderverordening, art. 67-69. A. Witte, *The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?*, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 94 (voetnoot 14) twijfelde of deze bevoegdheid inhield, dat de ECB dan het toezicht naar zich toe zou trekken of slechts eenmalig een besluit zou nemen. Uit de SSM Kaderverordening blijkt dat het gaat om het naar zich toetrekken van bevoegdheden.

¹⁵²⁶ SSM Kaderverordening, art. 67 lid 2.

¹⁵²⁷ In SSM Verordening art. 6 lid 3 staat dat de nationale toezichthouders onder de verantwoordelijkheid van de ECB werkt indien deze de ECB assisteert en dat dan niet wordt afgedaan aan “de verantwoordelijkheid en de verantwoordingsplicht” van de ECB.

¹⁵²⁸ In SSM Verordening art. 6 lid 6 staat dat de nationale toezichthouders zelf verantwoordelijk zijn voor het door hen uitgeoefende toezicht.

6.4.6. Macro-prudentiële maatregelen

Ook de meer macro-prudentiële taken van de banktoezichthouders zullen onder het SSM vallen.¹⁵²⁹ Dit gaat om aanvullende kapitaalbuffervereisten, zoals anticyclische kapitaalbuffervereisten of kapitaalbuffervereisten die beogen systeemrisico's of macroprudentiële risico's te ondervangen.

De ECB zal deze taken samen met de nationale toezichthouder uitvoeren. De nationale toezichthouder kan een macroprudentiële maatregel voorstellen. De ECB wordt dan in de gelegenheid gesteld zijn mening te geven. De nationale toezichthouder kan zijn wil doorzetten, ook als de ECB tegen een maatregel is. De reden om hier de nationale toezichthouders sterke bevoegdheden te geven is waarschijnlijk erin gelegen dat deze zich een beter beeld kunnen vormen van het nationale financiële systeem dat immers niet alleen uit kredietinstellingen bestaat.¹⁵³⁰ Andersom kan ook de ECB hogere kapitaalbuffervereisten opleggen. Dan krijgt de nationale toezichthouder de gelegenheid zijn mening te geven, maar kan de ECB zijn wil doorzetten. Concreet komt het er dus op neer dat ECB en de nationale toezichthouder zonder elkaar de kapitaalbuffervereisten kunnen verhogen en dat dus de voorzichtigste van beiden in het concrete geval de doorslag zal geven.¹⁵³¹

6.4.7. Grensoverschrijdende activiteiten binnen de Eurozone

Ook binnen de Eurozone blijven de regels voor grensoverschrijdende dienstverrichting en het toezicht op Europese bankengroepen relevant.¹⁵³² De ECB heeft weliswaar de eindregie, maar onder meer de regels die worden gehandhaafd en de nationale toezichthouder die hierbij assisteert hangen nog steeds af van de regels inzake grensoverschrijdende dienstverrichting. Ik licht dit toe.

6.4.7.1. Geen prudentiële bevoegdheden voor host-state van bijkantoren en grensoverschrijdende diensten binnen de Eurozone

Uitgangspunt is dat bij grensoverschrijdende dienstverrichting vanuit een lidstaat in de Eurozone naar een andere Eurozone lidstaat alleen die regels van die andere lidstaat gelden die niet onder het SSM vallen.¹⁵³³ Dit ligt voor de hand, omdat de ECB in beiden betrokken lidstaten de prudentiële toezichthouder is.¹⁵³⁴

Bij significante kredietinstellingen is dit zonder meer vanzelfsprekend.¹⁵³⁵ De invloed van de nationale toezichthouder op het prudentiële toezicht is dan sowieso al zeer gering. Deze is immers beperkt tot assisteren. Omdat de ECB zelf het toezicht uitvoert, kan de host-state ervan op aan dat rekening wordt gehouden met haar belang. Lokaal toezicht door de host-state op het bijkantoor zou weinig toevoegen.

Bij niet significante kredietinstellingen heeft de home-state een grotere invloed op het toezicht. De vraag is dan of de home-state door de invloed van de ECB voldoende rekening zal houden met de belangen van de host-state en of aanvullend toezicht door de host-state nog gerechtvaardigd is. De SSM Verordening is op dit punt niet helder. De SSM Verordening geeft slechts aan dat de notificatieprocedures, alsmede de aan die procedures gerelateerde bevoegdheden van de home-state en

¹⁵²⁹ SSM Verordening, art. 5 preambule 15 en 24 en SSM Kaderverordening, art. 101 t/m 105.

¹⁵³⁰ E. Ferran and V. Babis, The European Single Supervisory Mechanism, *Journal of Corporate Law Studies* 2013, p. 255-285 geraadpleegd via SSRN op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538, p. 7.

¹⁵³¹ A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 96-97.

¹⁵³² Zie over deze regels uitvoerig B. Bierman, Over de grenzen: een vernieuwd paspoortregime voor banken in het Single Supervisory Mechanism, *FR* 2016, p. 28-38.

¹⁵³³ SSM Verordening, art. 17 lid 1 en preambule 51.

¹⁵³⁴ T. Tröger, The Single Supervisory Mechanism - Panacea or Quack Banking Regulation? Preliminary assessment of the evolving regime for the prudential supervision of banks with ECB involvement, *Eur. Bus. Org. L. Rev* 2014, p. 472.

¹⁵³⁵ E. Wymeersch, The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union, NBB Working Paper Research 2014, nr. 255, p. 32.

host-state, tussen deelnemende lidstaten uitsluitend van toepassing zijn voor het vervullen van taken die niet bij artikel 4 aan de ECB zijn opgedragen. Omdat artikel 4 in beginsel de ECB bevoegd maakt voor al het prudentieel toezicht in de Eurozone en pas artikel 6 de nadere taakverdeling tussen ECB en nationale toezichthouder regelt, lijkt hieruit te volgen dat ook bij niet-significante kredietinstellingen de regels inzake grensoverschrijdende dienstverrichting geen betrekking hebben op het prudentiële toezicht.¹⁵³⁶ De host-state zal dus op de home-state en het toezicht op afstand van de ECB moeten vertrouwen.

6.4.7.2. Wel andere bevoegdheden voor de host-state van bijkantoren en grensoverschrijdende diensten binnen de Eurozone

Bierman stelt de vraag of de host-state nog wel bevoegd zou zijn toezicht te houden op regels van algemeen belang.¹⁵³⁷ Naar zijn oordeel heeft de host-state deze bevoegdheid niet meer binnen het SSM. Ik zie dit anders. De regels van algemeen belang zijn juist die regels die niet geharmoniseerd zijn in CRD IV/CRR, bijvoorbeeld het toezicht op de antiwitwasregelgeving en de gedragsregels bij sommige bancaire producten. Juist het ontbreken van deze harmonisatie op Europees niveau is de reden dat de host-states op deze regels van algemeen belang mogen toezien. Het SSM beperkt zich tot het prudentiële toezicht dat is gebaseerd op CRD IV/CRR. Het SSM heeft geen invloed op de vraag wie de regels mag handhaven die zich buiten het geharmoniseerde gebied van het SSM bevinden. Dit ligt ook voor de hand. Het zou immers vreemd zijn dat hoewel het SSM niets van doen heeft met handhaving van bijvoorbeeld de gedragsregels bij de verstrekking van bancaire producten, het SSM niettemin tot gevolgen zou hebben dat de host-state deze regels niet meer kan handhaven.

6.4.7.3. Notificatieprocedures binnen de Eurozone

Hoewel de host-state geen prudentiële bevoegdheden krijgt, worden de notificatieregelingen niet afgeschaft. Het ontvangen en versturen van notificaties blijft voor een deel de verantwoordelijkheid van de nationale toezichthouder.¹⁵³⁸ De regels zijn als volgt.¹⁵³⁹

Significante kredietinstellingen die een bijkantoor openen, notificeren bij de nationale toezichthouder van de home-state. Hiervoor gebruikt de kredietinstelling dezelfde formulieren als bij een normale notificatie buiten de Eurozone. De nationale toezichthouder informeert weer de ECB. Tenzij de ECB binnen 2 maanden protesteert, mag het bijkantoor worden gevestigd. De ECB geeft dit vervolgens door aan de host-state. Niet significante kredietinstellingen notificeren eveneens bij de nationale toezichthouder van de home-state, maar deze stuurt de notificatie niet door naar de ECB. Als de nationale toezichthouder niet protesteert, mag het bijkantoor worden gevestigd. De home-state geeft dit vervolgens door aan de ECB en de host-state. In geval van wijzigingen ten aanzien van de oorspronkelijk genotificeerde informatie, meldt de kredietinstelling dit aan zijn nationale toezichthouder. Deze geeft dit dan door aan de host-state, maar niet aan de ECB.

Bij grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor moet eveneens bij de nationale toezichthouder van de home-state worden genotificeerd volgens de gebruikelijke regels voor notificatie van kredietinstellingen. Zowel bij significante kredietinstellingen als bij niet significante kredietinstellingen worden zowel de ECB en de host-state geïnformeerd. De reden waarom de ECB ook bij significante kredietinstellingen slechts wordt geïnformeerd en niet besluit, wordt niet expliciet

¹⁵³⁶ E. Wymeersch, The single supervisory mechanism or “SSM”, part one of the Banking Union, NBB Working Paper Research 2014, nr. 255, p. 33 gaat ervan uit dat het gebruikelijke oude systeem van bevoegdheidsverdeling tussen home en host-state nog steeds geldt voor niet-significante kredietinstellingen. Zo lees ik dit echter niet.

¹⁵³⁷ B. Bierman, Over de grenzen: een vernieuwd paspoortregime voor banken in het Single Supervisory Mechanism, *FR* 2016, p. 34.

¹⁵³⁸ SSM Verordening, preambule 28.

¹⁵³⁹ SSM Kaderverordening, art. 11 en 12.

gemaakt. Mijn verklaring hiervoor is echter dat bij grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor van een beoordeling geen sprake is (zie paragraaf 4.2.1), maar dat het slechts gaat om een administratieve handeling. De home-state moet de notificatie altijd doorsturen, tenzij het dossier incompleet is.

6.4.7.4. Groepsstructuren binnen de Eurozone

De regelingen die zien op samenwerking in een college van toezichthouders bij een bankengroep worden niet toegepast, als de bankengroep zich geheel binnen het SSM bevindt en significant is.¹⁵⁴⁰ Dit is goed te begrijpen, omdat anders de ECB een college zou moeten opzetten om “zichzelf te coördineren”. Nationale toezichthouders hebben bij significante bankengroepen alleen een ondersteunende rol, waarbij de ECB hun werk reeds coördineert. Hiervoor is dus geen college nodig.

Gaat het echter om niet-significante groep, dan wordt wel een college opgezet. Ik vind dit niet logisch. Het lijkt ervan uit te gaan dat niet significante kredietinstellingen voornamelijk onder toezicht van de nationale toezichthouder zullen staan. Ik meen dat de nationale toezichthouder ook bij niet significante kredietinstellingen al een ondergeschikte rol ten opzichte van de ECB speelt. Coördinatie geschiedt dan rechtstreeks door de ECB. Hiervoor is naar mijn oordeel geen college nodig. De wet is echter anders. Het college wordt voorgezeten door die entiteit die dit ook buiten het SSM zou doen.¹⁵⁴¹

Het verschil tussen bijkantoren en dochters verdwijnt echter niet volledig. Zou moet een dochter nog steeds separaat aan de prudentiële eisen voldoen, zoals neergelegd in de lokale regelgeving.¹⁵⁴²

6.4.8. Grensoverschrijdende dienstverlening (van) buiten de Eurozone

Bij grensoverschrijdende dienstverlening van buiten de Eurozone, al dan niet door middel van een bijkantoor, vervult de ECB de bevoegdheden van de host-state.¹⁵⁴³ Dit betekent het volgende voor inkomende dienstverlening.¹⁵⁴⁴

Zodra een nationale toezichthouder van een Eurozone lidstaat een notificatie voor een bijkantoor ontvangt, zendt deze die door aan de ECB. De ECB acteert als toezichthouder van de host-state bij bijkantoren die deel uitmaken van een significante kredietinstelling.¹⁵⁴⁵ Bij deze bijkantoren die vallen onder het regime voor significante kredietinstellingen, bereidt de ECB het toezicht voor en informeert de ECB de kredietinstelling over de vereisten van algemeen belang waaraan deze zich moet houden. De informatie over de vereisten van algemeen belang dienen aan de ECB te worden verstrekt door de nationale toezichthouder van de host-state. Dit ligt voor de hand, nu de ECB deze vereisten van alle (thans) 19 lidstaten niet zal kennen en deze zich juist niet op het vlak van het prudentiële toezicht zullen bevinden. De nationale toezichthouder is de toezichthouder van de host-state bij bijkantoren die onderdeel uitmaken van niet-significante kredietinstellingen. Dit geschiedt binnen het algemene kader van de SSM Verordening. Bij niet significante bijkantoren handelt de nationale toezichthouder van de host-state de notificatie zelf af. Wijzigingen van de genotificeerde informatie worden doorgegeven aan de nationale toezichthouder van de host-state.

¹⁵⁴⁰ SSM Verordening, art. 17 lid 2. E. Wymeersch, The single supervisory mechanism or “SSM”, part one of the Banking Union, NBB Working Paper Research 2014, nr. 255, p. 33 en consultatie voor de SSM-Kaderverordening, p. 13.

¹⁵⁴¹ SSM Kaderverordening, art. 8 lid 2. Zie voor de regels hierover nader hoofdstuk 4.5.3.12.

¹⁵⁴² E. Wymeersch, The single supervisory mechanism or “SSM”, part one of the Banking Union, NBB Working Paper Research 2014, nr. 255, p. 33

¹⁵⁴³ SSM Verordening, art. 4 lid 2.

¹⁵⁴⁴ SSM Kaderverordening, art. 13.

¹⁵⁴⁵ SSM Kaderverordening, art. 14.

Inkomende notificaties voor grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor, worden eveneens gericht aan de nationale toezichthouder.¹⁵⁴⁶ Die zendt deze notificatie door aan de ECB. De ECB acteert dan als toezichthouder van de host-state, op de wijze zoals vastgelegd in de SSM Verordening.¹⁵⁴⁷ De nationale toezichthouder informeert de ECB over vereisten van algemeen belang die gelden in de host-state. Het lijkt alsof de ECB meer te zeggen heeft in geval van grensoverschrijdende dienstverlening, dan in het geval van een niet-significant bijkantoor. Dit is slechts schijnbaar het geval. In de bepaling over het toezicht op grensoverschrijdende dienstverlening met en zonder bijkantoor wordt namelijk verwezen naar de algemene werkwijze van het SSM toezicht in de SSM Verordening.

Bij uitgaande dienstverlening handelt de ECB notificaties af voor significante kredietinstellingen en de nationale toezichthouder voor niet-significante kredietinstellingen.¹⁵⁴⁸

6.4.8.1. Groepsstructuren buiten de Eurozone

Voor toezichthouders van buiten de Eurozone geldt de ECB gewoon als *een* toezichthouder.¹⁵⁴⁹ De ECB kan dus niet tegen de wil van deze buitenlandse toezichthouders zijn zin doordrukken. De gedachte is dat de ECB Memorandums of Understanding zal proberen te sluiten.¹⁵⁵⁰ Tevens zal de ECB kunnen deelnemen in colleges van toezichthouders.¹⁵⁵¹

In geval van een college van toezichthouders dat geleid wordt door een lidstaat van buiten de Eurozone (lees: het Verenigd Koninkrijk), neemt de ECB alleen zelf zitting in het college als de dochters binnen de Eurozone op zichzelf significant zijn.¹⁵⁵² In geval van een college van toezichthouders dat geleid wordt vanuit de Eurozone, neemt de ECB alleen de leiding als consoliderend toezichthouder bij significante kredietinstellingen. Anders laat de ECB deze taak over aan de nationale toezichthouders.¹⁵⁵³

6.4.9. Verhouding ESAs

Anders dan de ESAs voert de ECB alleen toezicht uit, maar speelt de ECB geen rol bij het opstellen van de regels waarop toezicht wordt gehouden. Deze rol blijft bij EBA (en de andere ESAs).¹⁵⁵⁴ Wel stuurt de ECB het toezicht van de nationale toezichthouders in de Eurozone aan. Tevens participeert de ECB in EBA, maar zonder stemrecht.¹⁵⁵⁵

De ECB geldt in relatie tot EBA als nationale toezichthouder.¹⁵⁵⁶ Dit betekent dat EBA zijn bevoegdheden ook kan uitoefenen jegens de ECB.¹⁵⁵⁷ Het SSM beoogde niet om hierin een verandering te brengen.¹⁵⁵⁸

¹⁵⁴⁶ SSM Kaderverordening, art. 15.

¹⁵⁴⁷ SSM Kaderverordening, art. 16.

¹⁵⁴⁸ SSM Kaderverordening, art. 17.

¹⁵⁴⁹ SSM Verordening, preambule 44.

¹⁵⁵⁰ SSM Verordening, art. 3 lid 6 en preambule 14.

¹⁵⁵¹ SSM Verordening, preambule 42.

¹⁵⁵² SSM Kaderverordening, art. 10.

¹⁵⁵³ SSM Kaderverordening, art. 8 lid 2 en voor financiële conglomeraten art. 18.

¹⁵⁵⁴ SSM Verordening, preambule 32.

¹⁵⁵⁵ SSM Verordening, art. 3 lid 2 en EBA Verordening II, art. 1 21.

¹⁵⁵⁶ Verordening (EU) Nr. 1022/2013 van het Europees Parlement en Raad van 22 oktober 2013 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit) waarbij aan de Europese Centrale Bank specifieke taken worden opgedragen krachtens Verordening (EU) nr. 1024/2013 van de Raad, punt 4.

¹⁵⁵⁷ B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 16.

¹⁵⁵⁸ L. Wissink, Het (nieuwe) Europese banktoezicht en de uitdagingen in een gemengde rechtsorde, *SEW* 2014, p. 6 en A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 35.

6.4.10. Samenwerking met andere nationale toezichthouders

De ECB houdt toezicht op kredietinstellingen, maar alleen voor zover dit het prudentiële recht betreft. Complex wordt het als een kredietinstelling door zijn activiteiten ook onder niet prudentiële regelgeving valt, zoals bijvoorbeeld het gedragstoezicht uit hoofde van de MiFID of de algemene regels inzake consumentenbescherming.¹⁵⁵⁹ Het gedragstoezicht valt niet onder de Bankenuie. Dit bevindt zich bij zowel grote als kleine kredietinstellingen nog op nationaal niveau, voor zover dit niet onder andere sectorale regelgeving zoals de MiFID gedeeltelijk op Europees niveau is gelijk getrokken.¹⁵⁶⁰ Strikt genomen zal de ECB hierop geen toezicht kunnen houden. Echter gedragstoezicht en prudentieel toezicht zijn vaak innig verweven.¹⁵⁶¹ Dat een kredietinstelling zijn klanten slecht behandelt kan leiden tot prudentiële problemen. Denk in Nederland aan DSB en in het buitenland aan de Spaanse kredietinstelling Bankia die in de problemen is gekomen doordat hij achtergestelde obligaties verkocht aan haar eigen klanten.¹⁵⁶²

Verder zou het vreemd zijn als de ECB bijvoorbeeld een vergunning aan een kredietinstelling verleent of een bestuurder goedkeurt, terwijl de nationale gedragstoezichthouder grote problemen hiermee zou hebben. De gedachte is dat de ECB werkafspraken maakt met de nationale toezichthouders op deze sectorale regelgeving.¹⁵⁶³ Tevens zullen nationale toezichthouders en de ECB loyaal moeten samenwerken.¹⁵⁶⁴ Uiteindelijk zal echter het oordeel van de ECB de doorslag geven. De reden hiervoor is dat Europees recht voorgaat op nationaal recht. Voor zover het nationale recht gebaseerd is op de Europese richtlijnen, dan is in deze richtlijnen geregeld dat het bankentoezicht voorgaat. Zo zijn de bepalingen betreffende vergunningsverlening en bestuurderstoetsing uit de MiFID niet van toepassing op kredietinstellingen.¹⁵⁶⁵ Nu de ECB de exclusieve prudentiële toezichthouder is, heeft de AFM geen bevoegdheid op deze punten.¹⁵⁶⁶

Volgens Van Gelder en Teule wordt deze afstemmingsproblematiek veroorzaakt doordat het Europees toezicht uit gaat van een sectorale verdeling, terwijl bijvoorbeeld het Nederlandse toezicht uitgaat van verdeling naar gelang het doel van het toezicht.¹⁵⁶⁷ Deze redenering volgende zou dit probleem niet spelen, als de nationale prudentiële toezichthouder op kredietinstellingen ook verantwoordelijk zou zijn voor het gedragstoezicht. Het zou dus het afwijkende Nederlandse toezichtstelsel zijn die deze afstemmingsproblematiek veroorzaakt. Ik zie dit anders. Naar mijn oordeel wordt deze problematiek veroorzaakt door het feit dat de prudentiële regelgeving op Europees niveau wordt gehandhaafd en andere regelgeving (bijv. gedragstoezicht en anti-witwasregelgeving) op nationaal niveau. Zelfs als DNB en niet AFM verantwoordelijk zou zijn voor het gedragstoezicht op kredietinstellingen, dan nog zouden deze problemen spelen. De reden hiervoor is dat ook dan DNB niet onder het SSM zou vallen voor zover het dit gedragstoezicht betreft.

¹⁵⁵⁹ Zie over de samenhang tussen gedragstoezicht en het SSM uitvoerig A.A. van Gelder en p. Teule, Gedragstoezicht en het SSM: op weg naar een nieuwe balans, *FR* 2014, p. 462-468 en E. Ferran and V. Babis, The European Single Supervisory Mechanism, *Journal of Corporate Law Studies* 2013, p. 255-285 geraadpleegd via SSRN op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538, p. 6.

¹⁵⁶⁰ SSM Verordening, art. 1 en preamble 28. Zie tevens G.W. Kastelein, *De Bankenuie en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 126), Kluwer, Deventer 2014, p. 76.

¹⁵⁶¹ Gedragstoezicht en prudentieel toezicht zijn met elkaar verweven, omdat een kredietinstelling die zijn klanten slecht behandelt uiteindelijk in prudentiële problemen zal komen.

¹⁵⁶² E.P. Bish en V.H. Dijs, de Bankenuie: a long and winding road?, *FR* 2012, p. 342.

¹⁵⁶³ SSM Verordening, preamble 33.

¹⁵⁶⁴ Zie over de samenhang tussen gedragstoezicht en het SSM uitvoerig A.A. van Gelder en p. Teule, Gedragstoezicht en het SSM: op weg naar een nieuwe balans, *FR* 2014, p. 466 noot 49.

¹⁵⁶⁵ Zie MiFID II, art. 1 lid 3.

¹⁵⁶⁶ Hier ben ik het dus niet eens met A.A. van Gelder en p. Teule, Gedragstoezicht en het SSM: op weg naar een nieuwe balans, *FR* 2014, p. 467 en de Nederlandse wetgever die menen dat de AFM bij kleine kredietinstellingen haar wens tegen de zin van de ECB zou kunnen doordrukken.

¹⁵⁶⁷ Zie over de samenhang tussen gedragstoezicht en het SSM uitvoerig A.A. van Gelder en p. Teule, Gedragstoezicht en het SSM: op weg naar een nieuwe balans, *FR* 2014, p. 464.

6.4.11. Derde landen

Het derde landen beleid valt niet onder het ECB toezicht.¹⁵⁶⁸ Dit ligt voor de hand, nu de regulering van instellingen uit derde landen ook niet onder CRD IV valt.

6.5. De interne besluitvorming van de ECB inzake toezichtsactiviteiten

6.5.1. Inleiding

Hierna bespreek ik de governance van de ECB voor zover dit het toezicht op kredietinstellingen betreft. De governance voor het monetaire beleid is hiervan afwijkend en bespreek ik niet.

Ingevolge het VWEU berust de leiding van de ECB bij de *Governing Council* (raad van bestuur) en *Executive Board* (directie).¹⁵⁶⁹ Deze organen zijn verantwoordelijk voor het beleid van de ECB, waaronder het monetaire beleid dat de ECB vanouds uitvoert. Het wordt echter wenselijk geacht, dat het toezicht op banken en het monetaire beleid zo veel mogelijk van elkaar worden gescheiden.¹⁵⁷⁰ Mede om die reden wordt het personeel dat zich bezighoudt met toezicht gescheiden van het personeel dat andere activiteiten verricht.¹⁵⁷¹ Ingevolge het VWEU is het niet mogelijk een ander orgaan dan de *Governing Council* te belasten met de eindverantwoordelijkheid voor de beslissingen van de ECB. Om toch echter zo veel mogelijk een functiescheiding te bewerkstelligen zijn twee nieuwe organen van de ECB in het leven geroepen die de facto zo veel mogelijk onafhankelijk van de *Governing Council* moeten gaan opereren.¹⁵⁷² De eerste is de *Supervisory Board* (de Raad van Toezicht),¹⁵⁷³ de tweede het *mediation panel* (het bemiddelingspanel).¹⁵⁷⁴ Daarnaast is er de *Administrative Board for Review* (Administratieve raad voor toetsing), die bezwaarprocedures tegen besluiten van de ECB behandelt.¹⁵⁷⁵ Deze laatste behandel ik in paragraaf 6.7.3 waar de rechtsbescherming aan de orde komt.

6.5.2. Governing Council

De *Governing Council* van de ECB is het hoogste bestuursorgaan van de ECB. De *Governing Council* bestaat uit de voorzitters (governors of presidenten) van de nationale banken van de landen die deelnemen aan de Euro.¹⁵⁷⁶ Daarnaast kent de *Governing Council* een president, een vicepresident en vier leden van de executive board. Deze worden benoemd door de Raad.¹⁵⁷⁷ De *Governing Council* bepaalt vanouds het monetaire beleid van de ECB, maar zoals ik hierna zal toelichten krijgt de *Governing Council* ook een rol bij het toezicht van de ECB.

6.5.3. Supervisory Board

De *Supervisory Board* plant de toezichtstaken van de ECB en voert deze uit.¹⁵⁷⁸ De *Supervisory Board* bestaat uit een voorzitter, een ondervoorzitter, vier vertegenwoordigers van de ECB, en één

¹⁵⁶⁸ SSM Verordening, preambule 28.

¹⁵⁶⁹ VWEU art. 129 lid 1.

¹⁵⁷⁰ SSM Verordening, art. 25 lid 2.

¹⁵⁷¹ SSM Verordening, art. 25 lid 2 laatste alinea. Zie voor de nadere uitwerking van deze scheiding tussen toezichtstaken en monetaire taken Besluit van de Europese Centrale Bank van 17 september 2014 houdende de tenuitvoerlegging van scheiding tussen de monetaire beleidsfunctie en de toezichtfunctie van de Europese Centrale Bank, (ECB/2014/39), (2014/723/EU).

¹⁵⁷² W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile, L. Wissink, 'Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven', *NtEr* 2013, p. 369.

¹⁵⁷³ SSM Verordening, art. 26.

¹⁵⁷⁴ SSM Verordening, art. 25 lid 5.

¹⁵⁷⁵ SSM Verordening, art. 24.

¹⁵⁷⁶ Protocol nr. 4 betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank, art. 10.

¹⁵⁷⁷ Protocol nr. 4 betreffende de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank, art. 11.

¹⁵⁷⁸ SSM Verordening, art. 26 lid 1.

vertegenwoordiger van elke nationale toezichthouder die deelneemt aan het SSM toezicht.¹⁵⁷⁹ Elke prudentieel toezichthouder van een land uit de Eurozone stuurt dus één vertegenwoordiger. Ook de vertegenwoordigers van de lidstaten in de Supervisory Board dienen te handelen in het belang van de Europese Unie als geheel.¹⁵⁸⁰ Het is daarom vreemd deze niettemin als vertegenwoordiger of in het Engels *representative* aan te duiden, nu zij dit juist *niet* geacht worden te zijn. Alle leden van de Supervisory Board hebben stemrecht.

De voorzitter van de Supervisory Board dient een onafhankelijke expert op het gebied van banktoezicht te zijn en maakt nadrukkelijk geen deel uit van de Governing Council van de ECB.¹⁵⁸¹ De vicevoorzitter wordt gekozen uit de leden van de Executive Board van de ECB. De procedure voor benoeming van deze functionarissen is als volgt.¹⁵⁸² De ECB hoort de Supervisory Board. De ECB doet vervolgens een voorstel aan het Europees Parlement. Als het Europees Parlement het voorstel goedkeurt, benoemt de Raad de voorzitter en de vicevoorzitter. De Raad besluit met gekwalificeerde meerderheid van stemmen, maar zonder rekening te houden met de stem van de leden van de Raad die niet deelnemen aan het SSM. Alleen wanneer de voorzitter van de Supervisory Board niet langer aan de eisen voor de uitoefening van zijn ambt voldoet of zich op ernstige wijze misdraagt, kan deze worden ontslagen.¹⁵⁸³ Voor ontslag gelden dezelfde eisen als voor de benoeming.

De vier vertegenwoordigers van de ECB in de Supervisory Board worden benoemd door de Governing Council, maar mogen niet direct betrokken zijn bij het monetaire beleid van de ECB. Een vertegenwoordiger van de Commissie kan op uitnodiging als waarnemer aan de vergaderingen van de Supervisory Board deelnemen.¹⁵⁸⁴ Waarnemers hebben geen toegang tot vertrouwelijke informatie over individuele instellingen.

De besluiten van de Supervisory Board worden genomen met een gewone meerderheid van de leden. Elk lid heeft één stem. Bij staking van de stemmen is de stem van de voorzitter doorslaggevend.¹⁵⁸⁵ Echter bij bepaalde besluiten is een gekwalificeerde meerderheid benodigd.¹⁵⁸⁶ Dit betreft de besluiten van de ECB aangaande de vaststelling van verordeningen uit hoofde van artikel 4, lid 3 van de SSM Verordening. Op basis van dit artikel 4 lid 3 kan de ECB verordeningen aannemen om de organisatie van haar taken te regelen. De SSM Verordening maakt dit niet expliciet, maar naar mijn begrip gaat het hier om meer praktische regelingen. Niet om de materiële regels waaraan kredietinstellingen moeten voldoen, aangezien deze in heel de Europese Unie en niet alleen binnen het Eurozone gebied eensluidend moeten zijn.

6.5.4. Rol Supervisory Board en Governing Council

De Supervisory Board heeft echter niet het laatste woord bij toezichtsbesluiten.¹⁵⁸⁷ De Supervisory Board bereidt slechts besluiten voor. Deze worden voorgelegd aan de Governing Council. Een ontwerpbesluit wordt geacht te zijn aangenomen, tenzij de Governing Council bezwaar maakt binnen een door de Supervisory Board te bepalen termijn die ten hoogste tien werkdagen bedraagt. De Governing Council motiveert eventuele bezwaren tegen een ontwerpbesluit schriftelijk en voert

¹⁵⁷⁹ SSM Verordening, art. 26 lid 1.

¹⁵⁸⁰ SSM Verordening, art. 19 lid 1 en 26 lid 1 en preambule 58.

¹⁵⁸¹ SSM Verordening, art. 26 lid 3.

¹⁵⁸² Zie SSM Verordening, preambule 58

¹⁵⁸³ SSM Verordening, art. 26 lid 4.

¹⁵⁸⁴ SSM Verordening, art. 26 lid 11.

¹⁵⁸⁵ SSM Verordening, art. 26 lid 6.

¹⁵⁸⁶ SSM Verordening, art. 26 lid 7. Zie over de precieze eisen waaraan een gekwalificeerde meerderheid moet voldoen dit artikel en art. 13c van Decision of the European Central Bank of 22 January 2014 amending Decision ECB/2004/2 of 19 February 2004 adopting the Rules of Procedure of the European Central Bank (ECB/2014/1).

¹⁵⁸⁷ SSM Verordening, art. 26 lid 8.

daarbij met name overwegingen in verband met monetair beleid aan. Dit betekent echter niet dat de Governing Council geen andere bezwaren mag hebben tegen een beslissing van de Supervisory Board. De bevoegdheden van de Supervisory Board doen namelijk niet af aan die van de Governing Council.¹⁵⁸⁸ Van ‘rubber stamping’ is geen sprake, nu dat afbreuk zou doen aan het feit dat de besluitvormingsbevoegdheid binnen het ECB ligt bij de Governing Council.¹⁵⁸⁹ Anderzijds heeft de Governing Council op basis van de SSM Verordening ook niet expliciet de bevoegdheid zelfstandig toezichtbeslissingen te nemen. Als Governing Council en Supervisory Board het met elkaar oneens zijn, zou dus een patstelling kunnen ontstaan. Er zijn echter ook auteurs die menen dat -ook al staat het er niet expliciet-, de Governing Council ook op eigen houtje besluiten kan nemen.¹⁵⁹⁰ Zij menen dat een andere lezing zich niet zou verdragen met het VWEU waarin de Governing Council de directie over de ECB is toevertrouwd.

6.5.5. Mediation panel

In geval van geschillen tussen de Supervisory Board en de Governing Council kent de ECB een Mediation Panel.¹⁵⁹¹ Deze bestaat uit één lid per lidstaat die aan het SSM meedoet. Dit lid wordt gekozen door de lidstaat uit de leden van de Governing Council en Supervisory Board. De gedachte is dat de Mediation Panel bemiddelt bij geschillen van mening tussen de Governing Council en Supervisory Board. De Mediation Panel besluit bij gewone meerderheid. Hoe de Mediation Panel precies geschillen van mening gaat oplossen, is mij niet duidelijk.¹⁵⁹² Ten eerste, bestaat de Mediation Panel uit dezelfde mensen die het geschil hadden. Ten tweede, kan de Mediation Panel de Governing Council niet overrulen. Meer dan informele pogingen om partijen tot elkaar te brengen kan de mediation panel dus niet doen. Overigens geldt voor net als de ECB in het geheel, dat ook de Mediation Panel in het belang van de hele Europese Unie moet handelen.¹⁵⁹³

6.5.6. Politieke verantwoording ECB als banktoezichthouder

De ECB in zijn toezichtrol moet zich zowel verantwoorden jegens de Raad en het Europees Parlement¹⁵⁹⁴ als jegens nationale parlementen.¹⁵⁹⁵ De gedachte hierachter is dat aangezien de ECB taken gaat uitvoeren die van groot belang zijn, dit gepaard moet gaan met adequate *accountability* en *transparency* eisen.¹⁵⁹⁶ Het Europees Parlement en de Raad beschikken over de noodzakelijke democratische legitimatie van de burgers van de Europese Unie om hierin te voorzien. Echter blijkbaar wordt deze legitimatie niet voldoende geacht, nu de ECB zich ook moet verantwoorden in de nationale parlementen. Dit wordt passend geacht in het licht van het potentiële effect dat toezichtsmaatregelen kunnen hebben op de overheidsfinanciën, kredietinstellingen, hun cliënten en werknemers, en de markten in de deelnemende lidstaten. De SSM Verordening overweegt voorts dat als nationale toezichthouders in het kader van de SSM Verordening actie ondernemen, de regelingen inzake verantwoordingsplicht die op grond van het nationale recht zijn vastgesteld, van toepassing moeten blijven.

¹⁵⁸⁸ Zie art. 13a van Decision of the European Central Bank of 22 January 2014 amending Decision ECB/2004/2 of 19 February 2004 adopting the Rules of Procedure of the European Central Bank (ECB/2014/1).

¹⁵⁸⁹ W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile en L. Wissink, Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven, *NtEr* 2013, p. 369.

¹⁵⁹⁰ W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile en L. Wissink, Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven, *NtEr* 2013, p. 370.

¹⁵⁹¹ SSM Verordening, art. 25 lid 5.

¹⁵⁹² Ook preambule 73 van de SSM Verordening schijnt geen licht op deze kwestie.

¹⁵⁹³ SSM Verordening, preambule 73.

¹⁵⁹⁴ SSM Verordening, art. 20.

¹⁵⁹⁵ SSM Verordening, art. 21. Zie over de verantwoording uitvoerig E. Ferran and V. Babis, The European Single Supervisory Mechanism, *Journal of Corporate Law Studies* 2013, p. 255-285 geraadpleegd via SSRN op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538, p. 16 t/m 19.

¹⁵⁹⁶ SSM Verordening, preambule 56.

6.5.7. Financiering

Voor de financiering van het toezicht moet de ECB een apart ‘potje’ maken dat onafhankelijk is van het budget dat dient voor de andere taken van de ECB.¹⁵⁹⁷ De ECB heft hiervoor een toezichtheffing bij de kredietinstellingen in de Eurozone.¹⁵⁹⁸

6.6. Handhaving door de ECB

De ECB is in de SSM Verordening een aanzienlijk pakket aan handhavingsbevoegdheden toegekend. Witte onderscheidt twee wijzen waarop de ECB kan handhaven.¹⁵⁹⁹

Ten eerste kan de ECB op basis van de SSM Verordening kredietinstellingen opdragen bepaalde maatregelen te nemen (bijv. meer kapitaal aan te houden, de strategie aan te passen of de bestuurders ontslaan),¹⁶⁰⁰ boetes opleggen op basis van direct werkend Europees recht,¹⁶⁰¹ informatie opvragen¹⁶⁰² en onderzoek ter plekke doen.¹⁶⁰³ Al deze maatregelen hebben met elkaar gemeen dat deze rechtstreeks hun basis vinden in de SSM Verordening.¹⁶⁰⁴

Ten tweede kan de ECB nationale toezichthouders opdragen bepaalde handhavingsmaatregelen te nemen.¹⁶⁰⁵ De ECB kan een nationale toezichthouder opdragen zijn bevoegdheden onder nationaal recht uit te oefenen voor zover deze bevoegdheden niet in de SSM Verordening aan de ECB zijn toegekend. Dit is in bijzonder van belang bij het opleggen van boetes nu de ECB hier minder vergaande bevoegdheden heeft.¹⁶⁰⁶ De ECB kan alleen boetes opleggen voor inbreuken op direct werkend Europees recht, d.w.z. verordeningen en voor inbreuken op ECB besluiten. Bovendien kan de ECB deze boetes alleen opleggen aan de financiële ondernemingen die onder toezicht van de ECB staan. Wil de ECB boetes opleggen voor inbreuken op de nationale implementatie van Europese regelgeving of aan andere partijen dan de financiële onderneming, dan moet zij nationale toezichthouders hiertoe opdracht geven. Belangrijk is om hierbij op te merken dat de ECB nationale toezichthouders alleen in concrete gevallen kan instrueren met betrekking tot significante kredietinstellingen. Met betrekking tot niet-significante kredietinstellingen kan de ECB alleen coördineren en beleidslijnen vaststellen.¹⁶⁰⁷

Ten derde, lijkt de ECB alle handhavingsmiddelen uit nationaal recht te kunnen gebruiken die normaal aan de nationale toezichthouder toekomen onder het toepasselijke Europese recht en om nationale toezichthouders instructies te kunnen geven deze bevoegdheden te gebruiken.¹⁶⁰⁸ De SSM Verordening geeft geen definitie van toepasselijke Europees recht, maar ik ga ervan uit dat dit uitsluitend om prudentiële regelgeving d.w.z. CRD IV, CRR en de hieronder aangenomen lagere

¹⁵⁹⁷ SSM Verordening, art. 28 en 29 en preambule 77.

¹⁵⁹⁸ Verordening (EU) Nr. 1163/2014 van de Europese Centrale Bank van 22 oktober 2014 betreffende een vergoeding voor toezicht.

¹⁵⁹⁹ A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 89-109.

¹⁶⁰⁰ SSM Verordening, art. 16.

¹⁶⁰¹ SSM Verordening, art. 18 en preambule 36 en SSM Kaderverordening, art. 120 t/m 122.

¹⁶⁰² SSM Verordening, art. 10 en 11. De gedachte is wel dat om kredietinstellingen niet onnodig te belasten de ECB eventueel door haar ingewonnen informatie weer deelt met de nationale toezichthouder (zie SSM Verordening, preambule 47).

¹⁶⁰³ SSM Verordening, art. 12 en 13.

¹⁶⁰⁴ Zie ook A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 94.

¹⁶⁰⁵ SSM Verordening, art. 6 lid 3 en 9 lid 1. Zie A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 97-105.

¹⁶⁰⁶ Zie voor een overzicht de consultatie voor de SSM-Kaderverordening, p. 18 en SSM Verordening, preambule 53.

¹⁶⁰⁷ E. Ferran, European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, in: D. Busch en G. Ferrarini, (red.), *European Banking Union*, OUP, Oxford 2015, p. 64 en A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 103.

¹⁶⁰⁸ SSM Verordening, art. 4 lid 3, 9 lid 1 en preambule 45. Zie A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 105-109.

regelgeving gaat.¹⁶⁰⁹ Ik begrijp niet hoe deze bevoegdheid zich verhoudt tot de eerste twee bevoegdheden. Immers de tweede bevoegdheid geeft de ECB de mogelijkheid de nationale toezichthouder op te dragen dat te doen wat de ECB zelf niet kan. De derde bevoegdheid maakt de ECB echter bevoegd al dat te doen, wat de nationale toezichthouder kan. Naar mijn oordeel is men hier overijverig geweest in het toebedelen van bevoegdheden aan de ECB. Dit onder het mom dubbel gestikt houdt beter. Witte meent echter dat het niet de bedoeling was de ECB aanvullende bevoegdheden toe te kennen, omdat dit de verdeling van de bevoegdheden zoals uitgewerkt in de SSM Verordening zou doorkruisen.¹⁶¹⁰ Ik ben dit met Witte eens.

Concreet kan de ECB dus op twee manieren zijn wil opleggen aan een kredietinstelling:

- (i) Door gebruik te maken van het handhavinginstrumentarium dat direct volgt uit de SSM Verordening in geval van direct werkend Europees recht.
- (ii) Door een nationale toezichthouder op te dragen zijn bevoegdheden te gebruiken. Dit ligt in het bijzonder voor de hand bij schending van niet direct werkend Europees recht.¹⁶¹¹

6.7. Rechtsbescherming bij toezicht door de ECB

6.7.1. Inleiding

Uitgangspunt is dat de besluiten van de ECB net als die van elke andere Europese instelling kunnen worden voorgelegd aan de Europese rechter.¹⁶¹² Daarnaast voorziet de Administrative Board of Review in rechtsbescherming tegen de ECB. In geval van besluiten van nationale toezichthouders binnen het kader van het SSM is ook een rol weggelegd voor de nationale rechter. Wanneer precies bij welke rechterlijke instantie rechtsbescherming kan worden aangeklopt, is onduidelijk en voer voor veel academische discussie.¹⁶¹³ Ik zal hierna proberen hierin enige duidelijkheid te scheppen waarbij ik reeds opmerk dat een definitief antwoord alleen kan worden gegeven door de Europese rechter.¹⁶¹⁴

¹⁶⁰⁹ B. Wolfers en Th. Voland, Level the Playing Field: The new Supervision of Credit Institutions by the European Central Bank, *CML Rev.* 2014, p. 1475.

¹⁶¹⁰ A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 102. In zelfde zin E. Ferran, European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, in: D. Busch en G. Ferrarini, (red.), *European Banking Union*, OUP, Oxford 2015, p. 64.

¹⁶¹¹ SSM Verordening, art. 18 lid 5.

¹⁶¹² SSM Verordening, preamble 60.

¹⁶¹³ N.B. Spoor en B.M.H. Fleuren, De Bankenunie- rechtsbescherming bij het Single Supervisory Mechanism, *FR* 2013, p. 233-237, S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 469-478, B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 13-25.

¹⁶¹⁴ Ook S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 469 onderkent, dat het op veel punten onduidelijk is hoe in rechtsbescherming wordt voorzien.

6.7.2. Bevoegde rechter

De vraag hoe de rechtsbescherming is georganiseerd bij toezicht door de ECB en nationale toezichthouders onder het SSM is afhankelijk van op grond van welke materiële regels de ECB of de nationale toezichthouder toezicht houdt. Nuijten heeft een naar mijn oordeel handig tabelletje gemaakt met daarin de diverse wijzen waarop binnen het SSM besluiten kunnen worden genomen, dat ik dankbaar overneem:¹⁶¹⁵

	ECB	Nationale toezichthouder	Nationale toezichthouder in opdracht van ECB
Bevoegdheid SSM-Verordening	A	B	C
Nationale bevoegdheid op basis van richtlijn	D	E	F
Nationale bevoegdheid	G	H	I

Duidelijk is dat bij categorie A in ieder geval alleen de Europese rechtsgang met het Administrative Board of Review en het Hof open staat.¹⁶¹⁶ Nationale rechters hebben hierover niets te zeggen. Met betrekking tot D en G stelt Nuijten zich op het standpunt dat de SSM Verordening de ECB deze bevoegdheden toekent. Daarom zouden zij rechtstreeks volgen uit de SSM Verordening en daarom eveneens uitsluitend op Europees niveau rechtelijk getoetst kunnen worden. Ook Drijber en Van Toor menen dat de ECB zich dan voor een Europese rechter zou moeten verantwoorden.¹⁶¹⁷ Zij geven aan dat in het VWEU de taak om te oordelen over Europese instellingen exclusief aan de Europese rechterlijke instanties is toegewezen. Toetsing door nationale rechters zou de eenheid van het Europese recht in gevaar brengen en afdoen aan de rechtszekerheid van betrokkenen. Ik ben het met deze auteurs eens en wijs hierbij naar de Foto-Frost zaak waarin kort gezegd werd geoordeeld dat het aan het Hof is voorbehouden om te oordelen over handelingen van Europese instellingen.¹⁶¹⁸

Echter als de ECB optreedt op het territorium van een lidstaat bijvoorbeeld door binnen te treden in een bedrijfspand of door de hulp van de sterke arm te verlangen om informatie te verkrijgen, dan is ook voor de nationale rechter een rol weggelegd bij de rechtsbescherming.¹⁶¹⁹ De wijze waarop de nationale rechter precies rechtsbescherming moet verlenen is voor mij moeilijk te doorgronden. Zo mag de nationale rechter wel een oordeel geven over de evenredigheid van de gevraagde maatregel, maar niet de noodzakelijkheid van de inspectie toetsen. Dit laatste is voorbehouden aan het Hof.

¹⁶¹⁵ S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 469.

¹⁶¹⁶ S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 471.

¹⁶¹⁷ B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 18. In zelfde zin W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile en L. Wissink, Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven, *NtEr* 2013, p. 367 en 368. In zelfde zin G.J.S. ter Kuile, L. Wissink en W.H. Bovenschen, Tailor-Made Accountability within the Single Supervisory Mechanism, *CML Rev.* 2014, p. 181-183.

¹⁶¹⁸ HvJEU 22 oktober 1987, 314/85 (*Foto-Frost*).

¹⁶¹⁹ SSM Verordening, art. 11 lid 2 en art. 13. Deze situatie dat een nationale rechter toetst of optreden op het territorium van een lidstaat gerechtvaardigd is komt meer voor met name in het mededingingsrecht. Zie nader K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 278 en 279.

Duidelijk is eveneens dat categorie B, E en H zich alleen binnen de rechtssfeer van de lidstaat afspelen en dus louter nationaal rechterlijk worden afgehandeld, tenzij de nationale rechter prejudiciële vragen stelt op basis van art 267 VWEU.¹⁶²⁰

Besluiten C, F en I worden in beginsel op nationaal niveau getoetst, tenzij de opdracht van ECB dermate nauw omschreven is, dat de nationale toezichthouder geen enkele discretionaire marge meer heeft of in geval de mogelijkheid dat de nationale toezichthouder afwijkt van het besluit van de Europese instantie louter theoretisch is.¹⁶²¹ In deze gevallen is namelijk sprake van een besluit van een Europese instantie dat dan ook op Europees niveau moet worden getoetst. Ik zeg ook, omdat het uiteraard ook nog een nationaal besluit is dat nationaal kan worden getoetst.¹⁶²² Bovenschen, Holtring, Ter Kuile en Wissink merken op dat twee parallelle procedures wat veel van het goede is.¹⁶²³ Zij suggereren dat de Europese rechter zou moeten verwijzen naar de nationale rechter die dan prejudiciële vragen kan stellen over het de geldigheid van het besluit van de ECB. Ik ben het met hun eens dat twee procedures te veel is. Mijn voorkeur zou echter ernaar uitgaan als de nationale rechter de procedure opschort totdat het Hof heeft gesproken. Dit heeft als voordeel dat de ECB zelf zich direct voor het Hof voor het litigieuze besluit kan verantwoorden, in plaats van dat de nationale toezichthouder als buikspreekpop van de ECB fungeert en de nationale rechter doorgeefluik is van het Hof. Als het besluit van de ECB ongeldig wordt verklaard, kan de nationale toezichthouder alsnog 'vrijwillig' zijn besluit terugdraaien, zodat de nationale procedure kan worden geannuleerd. Is de opdracht onvoldoende concreet omschreven, dan is alleen de nationale rechter bevoegd. Echter als de nationale rechter bevoegd is, betekent dit niet dat de Europese rechter geheel buiten spel staat. De nationale rechter kan namelijk niet de opdracht van de ECB op rechtmatigheid toetsen.¹⁶²⁴ Als de kredietinstelling in kwestie deze opdracht ter discussie stelt, moet de nationale rechter prejudiciële vragen stellen.¹⁶²⁵

De Europese rechtsbescherming kan conform de algemene regels van het Europese recht worden ingeroepen in geval van beslissingen die geadresseerd zijn aan een bepaalde partij, maar ook bij beslissingen waarbij deze partij rechtstreeks en individueel geraakt wordt.¹⁶²⁶ In hoeverre de nationale rechtsbescherming kan worden ingeroepen is afhankelijk van het nationale recht. Echter voor zover de nationale rechter de implementatie van Europese regels toetst, mag dit in ieder geval niet minder effectief zijn dan het Europese recht.

¹⁶²⁰ S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 471.

¹⁶²¹ E.J. van Praag, Het grensoverschrijdend financieel toezicht loopt tegen grenzen aan, *FR* 2011, p. 267, HvJEU 5 mei 1998, C-386/96 P (*Dreyfus/Commissie*), rov. 43 en 44. Zie tevens L. Wissink, Het (nieuwe) Europese banktoezicht en de uitdagingen in een gemengde rechtsorde, *SEW* 2014, p. 11-12.

¹⁶²² Als het nationale besluit niet ter discussie wordt gesteld kan dit zelfs vast komen te staan op grond van de leer van de formele rechtskracht (*res iudicata*). Zie tevens A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 35 en paragraaf 2.7.5.

¹⁶²³ W.H. Bovenschen, K. Holtring, G.J.S. ter Kuile en L. Wissink, Europees banktoezicht (SSM). Juridische en praktische perspectieven, *NtEr* 2013, p. 367 en G.J.S. ter Kuile, L. Wissink en W.H. Bovenschen, Tailor-Made Accountability within the Single Supervisory Mechanism, *CML Rev.* 2014, p. 183-185.

¹⁶²⁴ A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 101.

¹⁶²⁵ B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 20 en A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 100.

¹⁶²⁶ SSM Verordening, preambule 64 en A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 100-101.

6.7.3. Administrative Board of Review

De SSM voorziet ook in rechtsbescherming door een Administrative Board of Review.¹⁶²⁷ De Administrative Board of Review bestaat uit 5 onafhankelijk experts op het gebied van financieel toezicht. Deze worden benoemd door de Governing Council van de ECB.

De Administrative Board of Review behandelt bezwaren van geadresseerden en andere belanghebbenden tegen besluiten van de ECB op basis van de SSM Verordening.¹⁶²⁸ Het gaat hier om een optionele procedure die een belanghebbende kan volgen, maar niet hoeft te volgen. Het bestaan van dit artikel laat immers het recht onverlet om ingevolge het VWEU naar het Hof te gaan.¹⁶²⁹ Men kan ook in één keer in beroep gaan bij het Hof. Men kan altijd nog in beroep bij het Hof, aangezien de Supervisory Board altijd een nieuwe beslissing moet nemen.¹⁶³⁰ Anders dan bijvoorbeeld een beroep op de Board of Appeal bij het SRM heeft de Administrative Board of Review niet de bevoegdheid besluiten van de ECB te schorsen. Wel kan de Administrative Board of Review de Governing Council van de ECB adviseren dit te doen.¹⁶³¹

De Administrative Board of Review geeft een opinie over het besluit van de ECB. De Administrative Board of Review toetst oordelen van de ECB op zowel procedurele gronden als inhoudelijke gronden.¹⁶³² Hierin wijkt de Administrative Board of Review af van het Hof dat de discretionaire marge van de ECB moet respecteren.¹⁶³³ Op basis van deze opinie bereidt de Supervisory Board een nieuw besluit voor de Governing Council voor. Omdat dit besluit van de Governing Council niet opnieuw door Administrative Board of Review kan worden getoetst, heeft in ieder geval in theorie, de Governing Council het laatste woord.¹⁶³⁴ De toegevoegde waarde van de Administrative Board of Review is dat deze sneller kan werken dan het Hof.¹⁶³⁵

6.7.4. Het Hof

Voorts staat tegen handelingen en besluiten van de ECB rechtsbescherming open bij het Hof.¹⁶³⁶ Het Hof kan de besluiten van de ECB alleen op rechtmatigheid toetsen, behalve voor zover het gaat om sancties ingevolge SSM Verordening, art. 18 lid 7.¹⁶³⁷ Het Hof moet de discretionaire marge van de ECB respecteren.¹⁶³⁸ Het is mogelijk om een voorlopige voorziening te vragen bij het Hof.¹⁶³⁹ Ook

¹⁶²⁷ SSM Verordening, art. 24 en Decision of the European Central Bank of 14 April 2014 concerning the establishment of an Administrative Board of Review and its Operating Rules (ECB/2014/16) (2014/360/EU). Zie nader S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 472.

¹⁶²⁸ SSM Verordening, art. 24 lid 5.

¹⁶²⁹ SSM Verordening, art. 24 lid 11 en Decision of the European Central Bank of 14 April 2014 concerning the establishment of an Administrative Board of Review and its Operating Rules (ECB/2014/16) (2014/360/EU), preamble 4 en art. 19. Zie nader S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 473 en A. Witte, Standing and judicial review in the new EU financial markets architecture, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 33. Anders het OHIM waar expliciet staat dat partijen wel eerst verplicht in beroep moeten bij een Board of Appeal (zie nader art. 65 van Verordening (EG) 207/2009/EG van de Raad van 26 februari 2009 inzake het Gemeenschapsmerk en K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 700 e.v.).

¹⁶³⁰ SSM Verordening, art. 24 lid 7.

¹⁶³¹ SSM Verordening, art. 24 lid 8.

¹⁶³² SSM Verordening, art. 24 lid 1.

¹⁶³³ SSM Verordening, preamble 64.

¹⁶³⁴ SSM Verordening, art. 24 lid 7.

¹⁶³⁵ SSM Verordening, preamble 64.

¹⁶³⁶ Overweging 34e considerans en art. 263 VWEU. Het vooraf instellen van bezwaar tegen een besluit bij de ECB is daarvoor niet vereist.

¹⁶³⁷ VWEU, art. 263. Zie nader S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 472 en E.P. Bish en V.H. Dijs, de Bankenuie: a long and winding road?, *FR* 2012, p. 342 en A. Witte, The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 96.

¹⁶³⁸ SSM Verordening, preamble 64.

¹⁶³⁹ VWEU, art. 279 en art. 39 Statuut van het HvJ EU.

kunnen partijen het Hof verzoeken de werking van een besluit te schorsen.¹⁶⁴⁰ Op grond van het Statuut van het Hof is het mogelijk in bijzondere gevallen een spoedprocedure te volgen.¹⁶⁴¹

6.7.5. Toetsing aan nationaal recht door Europese rechters

Bij situatie D en G hierboven ontstaat de complexe situatie dat de Europese rechter moet oordelen over de vraag of de ECB het nationale recht correct heeft toegepast. Of en hoe de Europese rechter dit gaat doen, is niet duidelijk.¹⁶⁴² In de literatuur is men het hierover niet met elkaar eens. Zo geeft Nuijten aan dat bij geschillen over het al dan niet verlenen van een bankvergunning de Europese rechter ook zal moeten oordelen of is voldaan aan het nationale recht.¹⁶⁴³ In dat geval zou voor de hand liggen dat het Europese Hof zich laat informeren door nationale deskundigen, gelijk een nationale rechter die moet beslissen op basis van buitenlands privaatrecht.

6.7.6. Aansprakelijkheid ECB

De ECB is aansprakelijk in geval van gekwalificeerde schendingen van Europese recht.¹⁶⁴⁴ Dit is expliciet in de SSM Verordening bepaald. De ECB heeft gevraagd om een beperking van de aansprakelijkheid, maar heeft deze niet gekregen.¹⁶⁴⁵ De aansprakelijkheid van nationale toezichthouders wordt geregeld naar nationale recht, mits dit in overeenstemming is met het Europese recht. Concreet betekent dit dat nationale recht een nationale toezichthouder die slechts ECB opdrachten uitvoert zonder enige eigen discretie kan disculperen, maar dit geldt niet voor de nationale toezichthouder die een eigen discretie heeft.¹⁶⁴⁶

6.8. Het Single Resolution Mechanism

6.8.1. Inleiding

Het is uiteraard de bedoeling, dat het ECB toezicht dermate goed is, dat er niet één kredietinstelling in de problemen komt. De ervaring leert echter dat kredietinstellingen niettegenstaande alle toezichtinspanningen regelmatig in de problemen komen. Het gevaar bestaat dan dat als de afwikkeling van falende kredietinstellingen voor de rekening van individuele lidstaten komt, de lidstaten in deze afwikkelingsfase alsnog gedreven worden door nationale in plaats van Europese belangen.¹⁶⁴⁷ Dit gevaar werpt zijn schaduw vooruit waardoor het kredietrisico van nog gezonde kredietinstellingen afhankelijk van de lidstaat waar zij zijn gevestigd anders wordt ingeschat. Dit wordt versterkt door het feit dat lidstaten met betere staatsfinanciën beter in staat zijn hun kredietinstellingen te ondersteunen.¹⁶⁴⁸ Beiden effecten leiden ertoe dat binnen de interne markt kredietinstellingen verschillende kostenstructuren hebben die niet kunnen worden gerechtvaardigd door het handelen van de desbetreffende kredietinstellingen zelf.¹⁶⁴⁹

Het Single Resolution Mechanism (SRM) beoogt dit te bestrijden door zowel de besluitvorming over de afwikkeling als de financiering van deze afwikkeling op Europees niveau te tillen. Waar de ECB

¹⁶⁴⁰ VWEU, art. 278 en 299 en art. 39 Statuut van het HvJ EU.

¹⁶⁴¹ Art. 23a Statuut van het HvJ EU.

¹⁶⁴² S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 472.

¹⁶⁴³ S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 475.

¹⁶⁴⁴ SSM Verordening, preambule 61.

¹⁶⁴⁵ Zie Opinion of the European Central Bank of 27 November 2012 on a proposal for a Council regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions and a proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) (CON/2012/96), p. 4.

¹⁶⁴⁶ Opinion of the European Central Bank of 23 June 2014 on measures accompanying the SSM regulation (CON/2014/43), 5.1.

¹⁶⁴⁷ SRM Verordening, preambule 3 en 9.

¹⁶⁴⁸ SRM Verordening, preambule 12.

¹⁶⁴⁹ SRM Verordening, preambule 4.

binnen het SSM toezicht op CRD IV en CRR, wordt binnen het SRM door de SRB op Europees niveau de afwikkeling geregeld volgens de regels van de BRRD.¹⁶⁵⁰ Er zijn echter significante verschillen. Deze worden met name veroorzaakt door het feit dat in het VWEU al was voorzien in de mogelijkheid dat de ECB het banktoezicht zou gaan uitvoeren. Omdat de ECB een Europese instelling is die krachtens het VWEU is opgericht, mag de ECB beslissingen nemen en hierbij over een grote discretionaire marge beslissen. De nieuw op te richten SRB kent geen directe rechtsbasis in het VWEU.¹⁶⁵¹ Daarom mag deze ingevolge de Meroni-doctrine geen grote discretionaire marge hebben.¹⁶⁵² Er moest dus worden voorzien in omwegen waarbij de SRB formeel de beslissingen met discretionaire marge niet neemt. De Commissie zal daarom de belangrijkste beslissingen van de SRB - die inzake de afwikkeling van kredietinstellingen- formeel nemen. Daarbij komt dat bankafwikkeling vanwege de grote impact op de overheidsfinanciën of de economie van lidstaten nog gevoeliger is dan banktoezicht en daarom lidstaten nog terughoudender zijn bevoegdheden op dit gebied af te geven. Vandaar dat ook de Raad een significante rol speelt in het SRM. Tot slot is de BRRD een richtlijn die daarom niet rechtstreeks kan worden gehandhaafd door de SRB, terwijl de CRR wel rechtstreeks kan worden gehandhaafd door de ECB. De SRM Verordening bevat daarom ook materiële bepalingen (normen waaraan de kredietinstelling zich moet houden), die rechtstreeks door de SRB kunnen worden gehandhaafd. Dit materiële recht wijkt echter niet inhoudelijk af van de BRRD.

Het SRM zal net als de ECB moeten handelen in het belang van de hele Unie.¹⁶⁵³

De werking van het SRM licht ik hierna toe.

6.8.2. Welke kredietinstellingen vallen onder het SRM?

Net als het SSM heeft het SRM alleen betrekking op de Eurozone en alleen betrekking op kredietinstellingen (of holdingentiteiten en beleggingsondernemingen die onderdeel uitmaken van een geconsolideerde bankengroep).¹⁶⁵⁴

6.8.3. Significante en niet significante kredietinstellingen

Net als bij het SSM vallen alle kredietinstellingen onder het SRM, maar wordt in de praktijk een onderscheid gemaakt tussen kredietinstellingen die zich in de directe interesse van de SRB kunnen verheugen en kredietinstellingen die indirect onder de verantwoordelijkheid van de SRB vallen. Er zijn drie categorieën die onder de rechtstreekse verantwoordelijkheid van de SRB vallen:¹⁶⁵⁵

- (i) Alle kredietinstellingen die significant zijn in de zin van het SSM.
- (ii) Alle kredietinstellingen waarvan de ECB heeft besloten het rechtstreekse toezicht uit te oefenen.
- (iii) Grensoverschrijdende groepen. Dit zijn bankengroepen die op zijn minst een dochter (of moeder) hebben in een andere lidstaat.¹⁶⁵⁶ Deze dochter kan een kredietinstelling zijn,

¹⁶⁵⁰ Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad.

¹⁶⁵¹ Zie nader G.W. Kastelein, *De Bankenunie en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 126), Kluwer, Deventer 2014, p. 82 en 83.

¹⁶⁵² SRM Verordening, preambule 24.

¹⁶⁵³ SRM Verordening, art. 6 lid 1 t/m 4, art. 8 lid 11 laatste alinea, art. 15 lid 2 en preambule 55.

¹⁶⁵⁴ SRM Verordening, art. 2 en 4.

¹⁶⁵⁵ SRM Verordening, art. 7 lid 2. Zie nader G.W. Kastelein, *De Bankenunie en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 126), Kluwer, Deventer 2014, p. 64.

¹⁶⁵⁶ Zie voor de definitie SRM Verordening, art. 3 lid 1 sub 24.

maar ook een beleggingsonderneming of niet vergunninghoudende entiteit. Enige voorwaarde is dat deze dochter behoort tot dezelfde consolidatiekring als de kredietinstelling.

Deze laatste categorie is opvallend, nu het SSM deze categorie niet kent. Deze groep kredietinstellingen wordt dus pas in hun dood door Europese instanties afgewikkeld, maar tijdens hun leven wordt in beginsel -binnen de kaders van het SSM- door nationale instanties toezicht gehouden. Als nationale toezichthouders hun nationale belangen willen doordrukken, zullen zij dus zo lang mogelijk de indruk willen wekken dat de kredietinstelling levensvatbaar is. Anderzijds zullen nationale toezichthouders binnen het SSM aan de ECB moeten rapporteren dat een kredietinstelling in moeilijkheden zit. De ECB kan dan het toezicht naar zich toe trekken of actiever over de schouder van de nationale toezichthouder meekijken. De verwachting is daarom gerechtvaardigd dat ook kleine kredietinstellingen reeds voor hun dood op het vizier van de ECB zullen zijn gekomen.

Daarnaast raakt de SRB rechtstreeks betrokken als de afwikkeling wordt gefinancierd uit het hierna in paragraaf 6.8.8.1 te bespreken SRF.¹⁶⁵⁷

Bovendien kan de SRB altijd besluiten ook ten aanzien van kredietinstellingen die eigenlijk onder de nationale afwikkelingsautoriteiten vallen zelf rechtstreeks de bevoegdheden onder de SRM Verordening uit te oefenen.¹⁶⁵⁸

Anderzijds en hierin wijkt de SRM Verordening nadrukkelijk af van de SSM Verordening kunnen lidstaten uit de Eurozone altijd hun bevoegdheden overdragen aan de SRB. Onder het SSM kunnen zij slechts voorstellen dat een kredietinstelling rechtstreeks onder ECB toezicht komt, maar besluit de ECB.¹⁶⁵⁹ Onder de SRM is de SRB verplicht een kredietinstelling rechtstreeks onder zijn hoede te nemen.

6.8.4. Taakverdeling SRB en nationale autoriteiten

Bij significante kredietinstellingen heeft de SRB de leiding. De SRB neemt zelf de leiding bij de (planning voor) afwikkeling. De SRB stelt zelf de resolutieplannen op voor de significante kredietinstellingen.¹⁶⁶⁰ De SRB beoordeelt of de kredietinstelling afwikkelbaar is zonder dat deze afwikkeling leidt tot realisering van systeemrisico's.¹⁶⁶¹ Als de kredietinstelling niet afwikkelbaar is, draagt de SRB de nationale afwikkelingsautoriteiten op jegens de kredietinstelling bepaalde maatregelen te nemen die ertoe leiden dat deze kredietinstelling wel afwikkelbaar is.¹⁶⁶² Het SRB bepaalt in het kader van de resolutieplannen de Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities (MREL).¹⁶⁶³ Bij significante kredietinstellingen neemt de SRB het besluit om tot afwikkeling over te gaan en stelt hiervoor dan de afwikkelingsregeling vast.¹⁶⁶⁴

Tevens kan de SRB bij alle kredietinstellingen rechtstreeks informatie opvragen,¹⁶⁶⁵ boekenonderzoek doen¹⁶⁶⁶ en inspecties ter plekke uitvoeren.¹⁶⁶⁷

¹⁶⁵⁷ SRM Verordening, art. 7 lid 3.

¹⁶⁵⁸ SRM Verordening, art. 7 lid 4.

¹⁶⁵⁹ SSM Verordening, art. 6 lid 5 sub b.

¹⁶⁶⁰ SRM Verordening, art. 8 lid 1.

¹⁶⁶¹ SRM Verordening, art. 10.

¹⁶⁶² SRM Verordening, art. 10.

¹⁶⁶³ SRM Verordening, art. 12.

¹⁶⁶⁴ SRM Verordening, art. 18.

¹⁶⁶⁵ SRM Verordening, art. 34.

¹⁶⁶⁶ SRM Verordening, art. 35.

¹⁶⁶⁷ SRM Verordening, art. 36.

Voor zover kredietinstellingen niet onder rechtstreeks toezicht van de SRB staan, moeten de nationale afwikkelingsautoriteiten samenwerken met de SRB.¹⁶⁶⁸ Net als de ECB onder het SSM, heeft de SRB een framework opgesteld.¹⁶⁶⁹ In ieder geval heeft de SRB het recht van nationale afwikkelingsautoriteiten conceptbesluiten te ontvangen en om specifieke informatie te verzoeken over individuele kredietinstellingen of acties van de afwikkelingsautoriteiten.¹⁶⁷⁰ De SRB kan echter ook waarschuwingen geven, indien een nationale afwikkelingsautoriteit dreigt de SRM Verordening of de algemene instructies van de SRB te overtreden.¹⁶⁷¹ Dit kan uiteraard een opmaat zijn naar de beslissing om dan zelf rechtstreeks als afwikkelingsautoriteit op te treden. In ieder geval stelt de SRB de afwikkelingsregeling vast, als de afwikkeling wordt gefinancierd uit het hierna in paragraaf 6.8.8.1 te bespreken SRF.¹⁶⁷²

Verder is de gedachte dat de nationale afwikkelingsautoriteiten de SRB ook bij significante kredietinstellingen assisteren, bijvoorbeeld door afwikkelingsplannen in concept op te stellen¹⁶⁷³ instructies uit te voeren¹⁶⁷⁴ en door de SRB aangenomen afwikkelingsregelingen te implementeren.¹⁶⁷⁵ De afwikkelingsregeling wordt om die reden formeel geadresseerd aan de nationale afwikkelingsautoriteit en de nationale afwikkelingsautoriteit moet de afwikkeling dan op basis van de nationale implementatie van de BRRD uitvoeren.¹⁶⁷⁶ De nationale afwikkelingsautoriteit moet de SRB echter gedetailleerd op de hoogte houden.¹⁶⁷⁷ De SRB kan dan nadere aanwijzingen geven¹⁶⁷⁸ of indien nodig beslissingen nemen die zich rechtstreeks tot de kredietinstelling richten.¹⁶⁷⁹ Deze beslissingen van de SRB zijn direct bindend voor de kredietinstelling en gaan voor op eventuele eerder beslissingen van de nationale afwikkelingsautoriteiten. De SRB kan nakoming van deze besluiten die rechtstreeks tot een kredietinstelling zijn gericht ook afdwingen door boetes of dwangsommen (periodic penalty payments) op te leggen aan de kredietinstelling.¹⁶⁸⁰ Men heeft echter wel gepoogd de discretionaire marge van de SRB te beperken door gedetailleerd weer te geven wanneer de boete mag worden opgelegd en hoe deze wordt berekend.

6.8.5. Groepsstructuren

Zoals aangegeven, stelt de SRB de resolutieplannen op voor de significante kredietinstellingen.¹⁶⁸¹ Hierbij raadpleegt de SRB de afwikkelingsautoriteiten van alle lidstaten waar de groep een kredietinstelling gevestigd heeft en in geval van significante bijkantoren buiten de Eurozone ook de afwikkelingsautoriteiten van deze lidstaat. De SRB raadpleegt echter niet de afwikkelingsautoriteiten van de significante bijkantoren binnen de Eurozone. Hiermee wijkt de samenwerking af van de BRRD waarbij de afwikkelingsautoriteiten van alle significante bijkantoren worden geraadpleegd.¹⁶⁸²

¹⁶⁶⁸ SRM Verordening, art. 7 lid 3. Zie nader G.W. Kastelein, *De Bankenunie en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 126), Kluwer, Deventer 2014, p. 65-66.

¹⁶⁶⁹ SRM Verordening, art. 31 lid 1. Decision of the Plenary Session of the Board of 28 June 2016 establishing the framework for the practical arrangements for the cooperation within the Single Resolution Mechanism between the Single Resolution Board and national resolution authorities (SRB/PS/2016/07).

¹⁶⁷⁰ SRM Verordening, art. 31 lid 1.

¹⁶⁷¹ SRM Verordening, art. 7 lid 4.

¹⁶⁷² SRM Verordening, art. 7 lid 3.

¹⁶⁷³ SRM Verordening, art. 8 lid 3.

¹⁶⁷⁴ SRM Verordening, art. 10 lid 10 en 11.

¹⁶⁷⁵ SRM Verordening, art. 18 lid 9 en art. 23 1^{ste} alinea.

¹⁶⁷⁶ SRM Verordening, art. 29 lid 1.

¹⁶⁷⁷ SRM Verordening, art. 28 lid 1.

¹⁶⁷⁸ SRM Verordening, art. 28 lid 2.

¹⁶⁷⁹ SRM Verordening, art. 29 lid 2-4 en preambule 87.

¹⁶⁸⁰ SRM Verordening, art. 38 t/m 41.

¹⁶⁸¹ SRM Verordening, art. 8 lid 1.

¹⁶⁸² BRRD, art. 88 lid 2.

Bij een groep van niet significante kredietinstellingen wordt het resolutieplan opgesteld door de nationale afwikkelingsautoriteiten.¹⁶⁸³ Hier worden weer wel de afwikkelingsautoriteiten van de significante bijkantoren binnen de Eurozone geraadpleegd.

Met andere woorden: bij significante kredietinstellingen zitten de afwikkelingsautoriteiten van significante bijkantoren niet aan tafel. De gedachte is waarschijnlijk dat hun belangen afdoende behartigd worden door het feit dat de SRB als Europese instantie dan aan tafel zit. De vraag is of dit gerechtvaardigd is. Besluiten met betrekking tot individuele kredietinstellingen of bankengroepen worden namelijk genomen in de hierna nader te introduceren executive session.¹⁶⁸⁴ In de executive session zitten behalve de onafhankelijke leden van de SRB ook de vertegenwoordigers van de nationale afwikkelingsautoriteiten waar het om gaat aan tafel.¹⁶⁸⁵ Dit zijn de lidstaten van de betrokken kredietinstellingen, maar niet die van de significante bijkantoren.

6.8.6. Governance van de SRM en SRB

Het SRM en de SRB kennen ingewikkelde governance.

6.8.6.1. De externe besluitvorming binnen het SRM

De SRB kan niet volledig zelfstandig opereren, maar moet bepaalde belangrijke besluiten voorleggen aan de Commissie en de Raad. Mede om die reden moet de SRB de Commissie en Raad voortdurend op de hoogte houden van zijn activiteiten en hierbij ook op individuele kredietinstellingen ingaan.¹⁶⁸⁶

Als de SRB besluit dat een kredietinstelling moet worden afgewikkeld, dan legt zij het besluit hiertoe en de voorgestelde afwikkelingsregeling voor aan de Commissie.¹⁶⁸⁷ De Commissie kan deze afwikkelingsregeling dan bevestigen of ertegen bezwaar maken. Hiervoor heeft de Commissie 24 uur. Ook de Commissie is niet volledig vrij in haar beoordeling.

De eerste mogelijkheid is, dat de Commissie bezwaar maakt “met betrekking tot de discretionaire aspecten van de afwikkelingsregeling”.¹⁶⁸⁸ Ik vind moeilijk te duiden wat deze begrenzing van de bevoegdheid van de Commissie inhoudt, maar ik vermoed dat dit verband houdt met de Meroni doctrine.¹⁶⁸⁹ Doordat de Commissie bezwaar kan maken tegen de invulling van de discretionaire bevoegdheid, beoogt men te voldoen aan de Meroni-doctrine dat de SRB als agentschap zonder basis in het VWEU geen discretionaire bevoegdheid mag uitoefenen. Ik zie echter niet in hoe de bevoegdheden van de Commissie hierdoor beperkt worden. Naar mijn oordeel kan de Commissie de afwikkelingsregeling dus volledig beoordelen.

De tweede mogelijkheid is, dat de Commissie escaleert naar de Europese Raad. Hiervoor heeft de Commissie 12 uur. Ten eerste, kan de Commissie ter discussie stellen of de kredietinstelling überhaupt moet worden afgewikkeld, als dat volgens de Commissie niet in het algemeen belang is. In essentie komt het erop neer dat de Commissie van mening is, dat afwikkeling niet is te prefereren boven een normale insolventieprocedure.¹⁶⁹⁰ In dat geval wordt immers de normale insolventieprocedure gevolgd.¹⁶⁹¹ Ten tweede kan de Commissie menen dat het bedrag dat uit het SRF wordt geput

¹⁶⁸³ SRM Verordening, art. 9 lid 2.

¹⁶⁸⁴ SRM Verordening, art. 54 lid 2.

¹⁶⁸⁵ SRM Verordening, art. 53 lid 3 en 4.

¹⁶⁸⁶ SRM Verordening, art. 30.

¹⁶⁸⁷ SRM Verordening, art. 18 lid 7 2^{de} zin.

¹⁶⁸⁸ SRM Verordening, art. 18 lid 7. Zie tevens G.W. Kastelein, *De Bankenuïe en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 126), Kluwer, Deventer 2014, p. 68-70.

¹⁶⁸⁹ Zie nader SRM Verordening, preambule 24.

¹⁶⁹⁰ SRM Verordening, art. 18 lid 5.

¹⁶⁹¹ SRM Verordening, art. 18 lid 8.

(significant) te hoog (of te laag) is of een ander plan voorstellen waardoor een (significant) ander bedrag uit het SRF moet worden geput. Met significant doelt men op een afwijking van 5%.¹⁶⁹² In deze gevallen moet de Raad de knoop doorhakken. Hiervoor heeft de Raad dan 12 uur vanaf het bericht van de Commissie. De SRB heeft dan weer 8 uur om de wijzigingen te verwerken in de afwikkelingsregeling.

Verder heeft de Commissie bijzondere bevoegdheden, als de afwikkelingsregeling inhoudt dat bepaalde verplichtingen van de kredietinstelling wordt uitgesloten van de bail-in.¹⁶⁹³ Uitgangspunt van de BRRD is immers dat alle verplichtingen -die op dezelfde trede staan in de insolventieladder- in gelijke mate worden getroffen door een bail-in, wat simpel gezegd betekent dat deze crediteuren hoewel de kredietinstelling gered wordt niettemin hun geld kwijt zijn. Er zijn echter omstandigheden denkbaar waarin toepassing van de bail-in op bepaalde verplichtingen onmogelijk of ongewenst is.¹⁶⁹⁴ Extra oplettendheid van de Commissie is dan op zijn plaats, omdat deze redenen inderdaad legitiem kunnen zijn, maar deze optie ook een mogelijkheid biedt de lokale economie van een bepaalde lidstaat uit de wind te houden.¹⁶⁹⁵

6.8.6.2. De interne besluitvorming binnen de SRB

Ten tweede is ook de interne besluitvorming van de SRB complex.

De SRB bestaat uit 5 onafhankelijke leden.¹⁶⁹⁶ Deze voorzitter en vier andere onafhankelijke leden worden benoemd op voordracht van de Commissie na raadpleging van de SRB met goedkeuring van het Europees Parlement door de Raad.¹⁶⁹⁷ Er dient ook een vice-voorzitter te worden benoemd door dezelfde instanties.¹⁶⁹⁸ De vice-voorzitter vervangt de voorzitter, als deze verhinderd is.¹⁶⁹⁹ Het staat er niet expliciet, maar ik ga ervan uit dat vice-voorzitter dan ook het stemrecht uitoefent in plaats van de voorzitter. Deze onafhankelijke leden worden voor 5 jaar benoemd en kunnen niet herbenoemd worden.¹⁷⁰⁰ Daarnaast hebben vertegenwoordigers van de nationale afwikkelingsautoriteiten zitting in de SRB.¹⁷⁰¹ Deze vertegenwoordigers mogen hun lidstaten naar mijn oordeel echter niet 'vertegenwoordigen', aangezien de SRB geacht wordt onafhankelijk in het belang van de hele Europese Unie te handelen.¹⁷⁰² Elk lid van de SRB inclusief de voorzitter heeft 1 stem.¹⁷⁰³

De SRB moet zich, net als de ECB voor zijn toezichttaken, verantwoorden aan de Commissie, de Raad, het Europees Parlement én de nationale parlementen.¹⁷⁰⁴

De SRB is financieel onafhankelijk. De kosten voor de administratieve organisatie van de SRB maken geen onderdeel uit van het budget van de Europese Unie¹⁷⁰⁵ -hierin wijkt de SRB af van bijvoorbeeld

¹⁶⁹² SRM Verordening, preambule 26.

¹⁶⁹³ SRM Verordening, art. 18 lid 7 laatste alinea.

¹⁶⁹⁴ SRM Verordening, art. 27 lid 5.

¹⁶⁹⁵ Naar mijn oordeel is dit geïnspireerd door het handelen van IJsland waar om de lokale economie te beschermen lokale crediteuren beter, althans anders, werden behandeld dan internationale crediteuren. Hiertegen is de Commissie, althans de EFTA Autoriteit met steun van de Commissie, tevergeefs in het geweer gekomen. Zie nader EFTA Court, 28 januari 2013, E-16/11 (*Landsbanki*).

¹⁶⁹⁶ SRM Verordening, art. 43.

¹⁶⁹⁷ SRM Verordening, art. 56 lid 6 en preambule 31.

¹⁶⁹⁸ SRM Verordening, art. 56 lid 4.

¹⁶⁹⁹ SRM Verordening, art. 56 lid 3.

¹⁷⁰⁰ SRM Verordening, art. 56 lid 5.

¹⁷⁰¹ SRM Verordening, art. 43 lid 1 sub c.

¹⁷⁰² SRM Verordening, art. 47 lid 2 en preambule 39.

¹⁷⁰³ SRM Verordening, art. 43 lid 2

¹⁷⁰⁴ SRM Verordening, art. 45 en 46 en preambules 42 en 43.

¹⁷⁰⁵ SRM Verordening, art. 58.

de ESAs-. De kosten worden opgebracht door de kredietinstellingen in de Eurozone en de precieze bedragen worden vastgesteld door de SRB zelf.¹⁷⁰⁶

De meeste beslissingen van de SRB worden genomen in de executive session.¹⁷⁰⁷ De executive session bestaat uit de 5 onafhankelijke leden aangevuld door de leden uit de lidstaten waar de kredietinstelling(en) waarover word(t)(en) gesproken gevestigd is/zijn.¹⁷⁰⁸ Bij groepen worden dus ook de leden van de lidstaten betrokken waar de dochtervennootschappen of vennootschappen die worden meegeconsolideerd zijn gevestigd. Uitgangspunt bij beslissingen van de executive session is consensus. Kan echter geen consensus worden bereikt, dan beslissen de onafhankelijke leden met gewone meerderheid. In beginsel kan een meerderheid van 3 onafhankelijke leden dus zijn visie doordrukken.¹⁷⁰⁹

Gaat het echter om een beslissing waarbij de bijdrage uit het SRF groter is dan € 5 miljard dan kan elk lid escalatie naar de plenary session vragen.¹⁷¹⁰ De gedachte hierachter is, dat alle lidstaten belang erbij hebben dat het SRF niet uitgeput raakt. In dat geval wordt gewerkt met een piepsysteem waarbij de beslissing van de executive session in beginsel wordt gevolgd, tenzij een ander lid van de SRB binnen 3 uur aangeeft deze beslissing waarbij er voor meer dan € 5 miljard wordt geput uit het SRF aan de plenary session te willen voorleggen.¹⁷¹¹

Ook de meer beleidsmatige beslissingen over de governance van de SRB worden genomen door de plenary session.¹⁷¹² De plenary session beslist in beginsel bij normale meerderheid (50%+1) waarbij de stemmen van alle leden gelijk wegen.¹⁷¹³ Gaat het echter om beslissingen die het SRF raken, dan wordt als extra voorwaarden gesteld dat de leden die vóór stemmen ook 30% van de bijdragen in het SRF voor hun rekening nemen.¹⁷¹⁴ Gaat het om beslissingen die zelfs inhouden dat kredietinstellingen een naheffing door het SRF worden opgelegd of dat anderszins het SRF meer gaat uitgeven dan aan middelen beschikbaar is -er wordt dus geleend-, dan is er een gekwalificeerde meerderheid van 2/3^{de} van de leden nodig, die totdat het SRF volledig is gemutualiseerd 50% van de bijdragen vertegenwoordigen en na mutualisatie 30%.¹⁷¹⁵

6.8.7. Verhouding EBA en andere lidstaten

De SRB moet net als de ECB luisteren naar EBA.¹⁷¹⁶ De SRB heeft dezelfde status als nationale afwikkelingsautoriteiten van buiten de Eurozone. De SRB moet dus ten aanzien van niet bindende guidelines aangegeven of zij deze wil opvolgen en is gebonden aan bindende bemiddeling voor zover dit is geregeld in de BRRD. Dit geldt eveneens voor de Commissie en de Raad voor zover zij taken vervullen onder het SRM. Daarbij moet EBA bij belangrijke gebeurtenissen geïnformeerd worden door de SRB. Dit is onder meer het geval, als de SRB meent dat een kredietinstelling of bankengroep niet goed afwikkelbaar is.¹⁷¹⁷

Omdat de SRB ten opzichte van afwikkelingsautoriteiten van lidstaten buiten de Eurozone geldt als een gelijke, kan de SRB hen niet zijn wil opleggen. De gedachte is daarom dat de SRB memorandums

¹⁷⁰⁶ SRM Verordening, art. 65.

¹⁷⁰⁷ SRM Verordening, art. 54.

¹⁷⁰⁸ SRM Verordening, art. 53 en preambule 32.

¹⁷⁰⁹ SRM Verordening, art. 55.

¹⁷¹⁰ SRM Verordening, preambule 33.

¹⁷¹¹ SRM Verordening, art. 50 lid 2 2^{de} alinea.

¹⁷¹² SRM Verordening, art. 50.

¹⁷¹³ SRM Verordening, art. 52 lid 1.

¹⁷¹⁴ SRM Verordening, art. 52 lid 2.

¹⁷¹⁵ SRM Verordening, art. 52 lid 3.

¹⁷¹⁶ SRM Verordening, art. 5 en preambule 118.

¹⁷¹⁷ SRM Verordening, art. 10 lid 3.

of understanding sluit met de afwikkelingsautoriteiten van deze lidstaten.¹⁷¹⁸ Tevens neemt de SRB zitting in colleges van afwikkelingsautoriteiten in plaats van de nationale afwikkelingsautoriteiten van lidstaten uit de Eurozone.¹⁷¹⁹ Het vreemde is hier dat de SRB dit ook lijkt te gaan doen bij niet significante kredietinstellingen in de zin van de SRM Verordening, althans de SRM Verordening zegt hier niets over, terwijl de ECB deze taak overlaat aan de nationale toezichthouders bij niet significante kredietinstellingen.

6.8.8. Wie betaalt de afwikkeling?

6.8.8.1. Het SRF

Als met de afwikkeling kosten gepaard gaan, dan wordt een deel gedekt op Europees niveau, maar ook een deel op nationaal niveau.

Op Europees niveau worden de kosten van de afwikkeling gedekt door het Single Resolution Fund (SRF).¹⁷²⁰ Door de financiering van de afwikkeling op Europees niveau te tillen beoogt men de situatie te beëindigen dat kredietinstellingen uit sterke lidstaten goedkoper lenen dan die uit zwakkere lidstaten.¹⁷²¹ De connectie tussen de lidstaten en de kredietinstellingen moet hierdoor worden doorbroken. Er wordt daarom expliciet vermeld dat de SRF niet ondersteund zal worden uit het budget van de Europese Unie of van dat van een lidstaat. Tevens wordt erop gewezen dat de SRB in ieder geval niet de bevoegdheid heeft lidstaten te dwingen financieel bij te dragen aan het redden of afwickelen van individuele kredietinstellingen, anders dan via het SRF.¹⁷²²

Het SRF moet worden gevuld door bijdragen van de kredietinstellingen uit de Eurozone.¹⁷²³ Het is dus een soort verzekeringsfonds. Ingevolge de BRRD waren de lidstaten reeds verplicht nationale afwikkelingsfondsen op te zetten.¹⁷²⁴ Ingevolge de SRF Agreement moeten deze nationale afwikkelingsfondsen gedurende een periode van 8 jaar beginnend op 1 januari 2016 worden gemutualiseerd.¹⁷²⁵ Het strekt te ver om de precieze wijze waarop dit gebeurt te beschrijven, maar de essentie is dat het SRF bestaat uit nationale compartimenten en een gezamenlijk deel.¹⁷²⁶ Na acht jaar is al het vermogen uit de nationale compartimenten in het gezamenlijke deel gevloeid.¹⁷²⁷ Gevolg hiervan is, dat als gedurende de overgangperiode afwikkeling van een kredietinstelling steun uit het SRF vereist, dit afhankelijk van de mate van mutualisatie moet worden opgebracht door de kredietinstellingen uit deze lidstaat.¹⁷²⁸ Bij het bepalen van de wijze (tijdstip) waarop deze bijdrage geïnd wordt mag weliswaar rekening worden gehouden met macro-economische overwegingen¹⁷²⁹ en

¹⁷¹⁸ SRM Verordening, preambule 38.

¹⁷¹⁹ SRM Verordening, art. 32 en preambule 91.

¹⁷²⁰ SRM Verordening, art. 67.

¹⁷²¹ SRM Verordening, preambule 19.

¹⁷²² SRM Verordening, art. 6 lid 6.

¹⁷²³ SRM Verordening, art. 68.

¹⁷²⁴ BRRD, art. 100 waarover uitvoerig hoofdstuk 4.5.3.16 t/m 4.5.3.18.

¹⁷²⁵ Agreement on the Transfer and Mutualisation of Contributions to the Single Resolution Fund en SRM Verordening, art. 77. De reden waarom dit in een separate Agreement naast de SRM Verordening is neergelegd is een politieke. Volgens de sommige van de betrokken partijen volgde de overdracht van de gelden van de nationale resolutiefondsen naar het SRF niet uit het Europese recht (zie SRF Agreement, preambule 7). Een belangrijk gevolg hiervan is, dat anders dan onder het normale Europese recht, partijen hun nakoming van de SRF Agreement mogen opschorten, als andere partijen in gebreken zijn (zie SRF Agreement, preambule 20). Een ander belangrijk gevolg is dat als de SRM Verordening of BRRD materieel wordt gewijzigd, partijen de SRF Agreement mogen opzeggen (zie protocol 1 bij de SRM Agreement). Dit is van belang voor het geval een partij bij aanname van de wijziging in het SRM Verordening of BRRD is overstemd. Zie nader F. Fabbrini, *On Banks, Courts and International Law: The Intergovernmental Agreement on the Single Resolution Fund in Context*, *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2014, p. 444-463.

¹⁷²⁶ SRF Agreement, art. 4 en 5.

¹⁷²⁷ In de tussentijd kan het SRF lenen van de lidstaten. Zie SRB press release Banking Union - ECOFIN endorsement of Public Bridge Financing Arrangement fundamental for credible start of the Single Resolution Mechanism in 2016, Brussel, 8 december 2015, geraadpleegd op 31 januari 2016 op <http://srb.europa.eu/en/node/18>.

¹⁷²⁸ SRF Agreement, art. 6 lid 2.

¹⁷²⁹ SRM Verordening, art. 69 lid 2.

microprudentiële overwegingen,¹⁷³⁰ maar feit blijft dat totdat het SRF volledig gemutualiseerd is, lidstaten er een belang bij houden de kosten van de afwikkeling op andere lidstaten af te wentelen. In de SRF Agreement wordt namelijk overwogen dat eventuele tekorten in het SRF gedurende de overgangperiode moeten worden bijgesteld door de lidstaten die het betreft, eventueel via het ESM.¹⁷³¹

Echter ook na de overgangperiode van 8 jaar (vanaf 1 januari 2024) zullen lidstaten er belang bij houden de kosten van afwikkeling op andere lidstaten af te schuiven.

Ten eerste wordt uiteraard de reële economie getroffen van die lidstaat waar de kredietinstelling het meest actief is. Zo zal afwikkeling altijd gepaard gaan met een substantieel verlies voor de aandeelhouders en obligatiehouders. Omdat er een weliswaar steeds verder afnemende home-bias bestaat in het aandelenbezit (zie nader paragraaf 4.2.2.1 van deel B) en obligatiebezit¹⁷³², bevinden deze aandeelhouders zich meestal overwegend in de home-state van de kredietinstelling of bankengroep. Daarnaast zal de ondergang van een kredietinstelling doorgaans betekenen dat deze kredietinstelling geen nieuwe leningen meer zal verstrekken, wat ook ten koste gaat van de lokale economie.

Ten tweede wordt de home-state getroffen via het depositogarantiestelsel.¹⁷³³ Als namelijk gebruik wordt gemaakt van het bail-instrument of van andere afwikkelingsinstrumenten, dan worden de depositohouders die onder het depositogarantiestelsel vallen niet geraakt. Echter onder het no-creditor worse off principe is het niet de bedoeling dat hun preferente behandeling wordt betaald door de andere crediteuren.¹⁷³⁴ Daarom moet het depositogarantiestelsel voor het bedrag dat het anders -als de kredietinstelling failliet was gegaan- had moeten uitkeren aan de depositohouders, bijdragen aan de afwikkeling.¹⁷³⁵

De hoop is uiteraard dat door het SRF er nooit meer steun van overheden aan een kredietinstelling hoeft te worden gegeven, maar voor het onverhoopte geval dat dit toch nodig blijkt te zijn, dan kan het ESM worden gebruikt.¹⁷³⁶

Opvallend is dat boetes die worden opgelegd door de SRB ten goede komen aan het SRF.¹⁷³⁷

6.8.8.2. Rechtsbescherming SRM

Ingevolge het SRM neemt de SRB bij de significante banken de belangrijkste besluiten. Omdat bij een afwikkeling altijd verliezers zijn, is het aannemelijk dat er geschillen komen over hoe de pijn verdeeld moet worden. Een belangrijke pijnpunt is de waardering van de assets en liabilities van de kredietinstelling. Immers volgens het no creditor worse off principe zal niemand minder mogen ontvangen, dan wanneer de kredietinstelling gewoon in faillissement was gegaan. Deze hypothetische situatie wordt dan ook expliciet genoemd als een van de zaken waarover in een waardering uitsluitel moet worden gegeven.¹⁷³⁸ Aangezien deze waardering wordt verricht in opdracht van de SRB en bepalend is voor het bedrag dat crediteuren ontvangen, ligt voor de hand dat tegen dit besluit in rechte

¹⁷³⁰ SRM Verordening, art. 71 lid 2.

¹⁷³¹ SRF Agreement, preambule 13.

¹⁷³² Zo was een van de redenen waarom het zoveel moeite kost om een oplossing te vinden voor de Italiaanse bank Monte dei Paschi di Siena het feit dat veel achtergestelde obligaties van deze bank waren gekocht door kleine Italiaanse spaarders. De Italiaanse overheid wilde voorkomen dat deze spaarders gedupeerd zouden raken door een afwikkeling van bank Monte dei Paschi di Siena. Zie het NRC van 11 december 2016.

¹⁷³³ BRRD, art. 109 en SRM Verordening, art. 17 lid 2 en art. 79.

¹⁷³⁴ SRM Verordening, preambule 81.

¹⁷³⁵ SRM Verordening, preambule 110.

¹⁷³⁶ Zie nader Statement of Eurogroup and ECOFIN Ministers on the SRM backstop van 18 december 2013. Geraadpleegd op 26 maart 2015 op http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-57_en.htm en SRM Verordening, art. 74.

¹⁷³⁷ SRM Verordening, art. 41 lid 4.

¹⁷³⁸ SRM Verordening, art. 20 lid 16.

kan worden opgekomen op dezelfde wijze als tegen andere besluiten van de SRB. Dit betekent dat indien er geschillen zijn over deze waardering, die op Europees niveau moet worden beslecht.

Wanneer de SRB onderzoek ter plekke wil doen, dan toetst net -als bij onderzoek ter plekke door de ECB- de nationale rechter of dit proportioneel is.¹⁷³⁹

Geeft de SRB instructies aan nationale afwikkelingsautoriteiten, dan komt net als bij het SSM de vraag op waar rechtsbescherming kan worden verkregen. Voor de Europese instellingen binnen het SRM is het Hof bevoegd.¹⁷⁴⁰ Bij besluiten van nationale afwikkelingsautoriteiten moet op nationaal niveau rechtsbescherming worden verkregen, zij het dat de nationale rechter weer prejudiciële vragen over de geldigheid van besluiten van het SRB kan stellen aan het Hof.¹⁷⁴¹

Net als bij de ESAs en het toezicht door de ECB ingevolge het SSM is een Board of Appeal opgericht.¹⁷⁴² Net als bij de ESAs kan de Board of Appeal de werking van besluiten van de SRB opschorten. Belangrijk is echter dat het belangrijkste besluit dat de SRB kan nemen, namelijk het besluit tot afwikkeling over te gaan, niet aan de Board of Appeal kan worden voorgelegd.¹⁷⁴³

6.8.8.3. Aansprakelijkheid binnen het SRM

De SRB kan ook aansprakelijk zijn. Een claim tegen de SRB wordt afgewikkeld volgens de normale aansprakelijkheidsprocedure voor Europese instellingen.¹⁷⁴⁴

Een nationale afwikkelingsautoriteit die een beslissing van de SRB niet opvolgt neemt daarmee een groot risico. Deze is dan aansprakelijk voor eventuele schade conform de normale regels van het Europese staatsaansprakelijkheidsrecht.¹⁷⁴⁵ Dit is opvallend, omdat lidstaten voor afwikkelingsautoriteiten buiten het SRM de aansprakelijkheid wel kunnen beperken.¹⁷⁴⁶ Als een nationale afwikkelingsautoriteit echter aansprakelijk is doordat hij een opdracht van de SRB wel heeft opgevolgd, dan wordt dit vergoed door de SRB. Opvallend is hierbij dat deze aansprakelijkheidsprocedure tegen een nationale afwikkelingsautoriteit voor een nationale rechtbank wordt gevoerd, maar de SRB bindt.¹⁷⁴⁷ Theoretisch kan dus de nationale afwikkelingsautoriteit ervoor kiezen nauwelijks verweer voeren in de nationale rechtbank, omdat het SRB uiteindelijk toch betaalt.

¹⁷³⁹ SRM Verordening, art. 37.

¹⁷⁴⁰ SRM Verordening, art. 86 en preambule 120.

¹⁷⁴¹ SRM Verordening, preambule 120.

¹⁷⁴² SRM Verordening, art. 85.

¹⁷⁴³ SRM Verordening, art. 85 lid 3.

¹⁷⁴⁴ SRM Verordening, art. 87 lid 3 en VWEU, art. 268 en 340.

¹⁷⁴⁵ SRM Verordening, preambule 96. Waarover uitvoerig E.J. van Praag, Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders naar Europees recht, *SEW* 2014, p. 214-231.

¹⁷⁴⁶ BRRD, art. 3 lid 12.

¹⁷⁴⁷ SRM Verordening, art. 87 lid 4.

7. Volledig Europees toezicht

7.1. Inleiding

Reeds bij oprichting van de ESAs in 2011 werd in de mogelijkheid voorzien, dat bepaalde pan-Europese financiële ondernemingen rechtstreeks onder toezicht van een ESA zouden vallen. Dit toezicht zou dan uitsluitend op Europees niveau plaatsvinden. Oorspronkelijk dacht men aan Credit Rating Agencies (CRAs) en Central Counterparties (CCPs).¹⁷⁴⁸ Inmiddels is duidelijk dat de CCPs toch onder model 2 vallen, zij het met een grote coördinerende van ESMA. CRAs en Trade Repositories (TRs) vallen wel onder onderhavig model 5 van rechtstreeks toezicht van ESMA. Overigens is in de ESA Verordening ook voorzien in de mogelijkheid dat EBA of EIOPA rechtstreeks toezicht houdt. Tot op heden echter was het steeds het geval, dat als een type financiële onderneming voor rechtstreeks toezicht door een ESA in aanmerking kwam, deze zich in het werkgebied van ESMA bevond.

Omdat de CRAs een veel belangrijker soort financiële onderneming zijn dan TRs, leg ik hierna de nadruk op de regels die van toepassing zijn op de CRAs. Alleen in paragraaf 7.11 bespreek ik kort de TRs.

7.2. Credit rating agencies geïntroduceerd

Een CRA wordt gedefinieerd als een partij die zich beroepsmatig bezig houdt met het geven van oordelen over de kredietwaardigheid van een entiteit of over een schuld of financieel instrument en hierbij gebruik maakt van een vast en welomschreven rangordesysteem van ratingcategorieën.¹⁷⁴⁹ De drie grootste CRAs zijn de Amerikaanse bedrijven Standard & Poor's en Moody's en het Engelse Fitch. Deze vertegenwoordigen samen ca. 90% van de markt, waarvan de Amerikanen weer ca. 75% voor hun rekening nemen en het Engelse Fitch ca. 15%.¹⁷⁵⁰ Ofschoon deze CRAs geen beslissingen namens cliënten nemen, zoals beleggingsondernemingen of UCITS en AIF beheerders, of in een schuldpositie jegens hun cliënten kunnen komen te verkeren, zoals kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en CCPs, is hun belang voor het financiële systeem groot. De reden hiervoor is dat andere financiële ondernemingen en cliënten op hun meningen vertrouwen en dat andere regelgeving gevolgen koppelt aan het feit dat een bepaalde rating is gegeven.¹⁷⁵¹ Het gaat met name om de volgende vier connecties:¹⁷⁵²

- (i) De meeste financiële ondernemingen en institutionele beleggers (onder meer kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en

¹⁷⁴⁸ Zie bijv. Commission Staff Working Document accompanying document to the Proposal for the ESA Regulations and ESRB Regulations, impact assessment, 23 september 2009, SEC (2009) 1234, p. 26 waar dit wordt overwogen en voor CRAs De Larosière Rapport, p. 19 en voor CCPs p. 25.

¹⁷⁴⁹ Verordening (EG) Nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus, art. 3 lid 1 sub a en b. Zie over CRAs nader G.P. Pover, Credit rating agencies: van overmatig vertrouwen tot toezicht, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2015, p. 100, F. Amtenbrink en J. de Haan, Regulating Credit Ratings in the European Union: a critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies, *CML Rev.* 2009, p. 1915-1949 en M.G. van 't Westeinde, De kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU, *FR* 2009, p. 60-68.

¹⁷⁵⁰ ESMA, Competition and choice in the credit rating industry, Market share calculation required by Article 8d of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies as amended, 18 december 2015, ESMA/2015/1879, p. 8.

¹⁷⁵¹ De EU heeft zich als doel gesteld de mate waarop andere financiële ondernemingen vertrouwen op het oordeel van CRAs te terug te dringen. Zie Richtlijn 2013/14/EU van het Europees Parlement en de Raad van 21 mei 2013 tot wijziging van Richtlijn 2003/41/EG betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, Richtlijn 2009/65/EG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) en Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen ter voorkoming van een overmatig vertrouwen in ratings.

¹⁷⁵² Zie nader G.P. Pover, Credit rating agencies: van overmatig vertrouwen tot toezicht, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2015, p. 101 en I.-H.Y. Chiu, Regulating Credit Rating Agencies in the EU: In Search of a Coherent Regulatory Regime, *EBLR* 2008, 272.

beleggingsinstellingen) kunnen alleen beleggen in financiële instrumenten met een goede rating of hoeven voor deze instrumenten minder kapitaal aan te houden.¹⁷⁵³

- (ii) Als de rating daalt, dan moeten deze institutionele beleggers het financieel instrument verkopen of meer regulatorisch kapitaal aanhouden.
- (iii) In veel derivatencontracten wordt een koppeling gemaakt met een rating. Als de rating van een partij daalt, betekent dit dat de wederpartij extra margin mag vragen of het contract zelfs mag opzeggen.
- (iv) Veel partijen vertrouwen dermate op de CRAs, dat zij nauwelijks nog zelf onderzoeken of een partij kredietwaardig is.

Het gevolg hiervan is, dat een goede rating enerzijds ten onrechte kan maken dat partijen en masse in een financieel instrument willen beleggen of met een bepaalde partij derivaten willen aangaan en anderzijds dat een rating downgrade betekent dat partijen als een kudde dit financieel instrument verkopen, extra margin vragen van een wederpartij bij een derivaat of een derivaat beëindigen. Deze kudde effecten zijn de voornaamste reden om rating agencies te reguleren. Deze kudde effecten lagen namelijk mede ten grondslag aan de subprime crisis en daarmee de financiële crisis als geheel.¹⁷⁵⁴ Daarom is het hoofddoel van het toezicht op CRAs de bescherming van de stabiliteit van de financiële markten en daarmee indirect bescherming van de investeerders.¹⁷⁵⁵

De regulering van de CRAs heeft vier hoofdthema's:¹⁷⁵⁶

- (i) Het vergroten van de kwaliteit van ratings. Doordat CRAs een betere systematiek gebruiken, zou de rating een betere weerspiegeling moeten zijn van de werkelijke kredietwaardigheid van een debiteur of de kans dat rente en hoofdsom op een financieel instrument worden betaald.
- (ii) Het bestrijden van belangenconflicten. Vaak wordt voor de rating betaald door de uitgevende instelling van een financieel instrument. Deze partij zal alleen bereid zijn te betalen, als de rating naar zijn oordeel bevredigend is.¹⁷⁵⁷ Dit had tot gevolg dat CRAs met uitgevende instellingen gingen meedenken over de structurering van instrumenten zodat deze de gewenste rating kregen. Men probeert dit nu te bestrijden, onder meer door de verplichte roulatie van CRAs.
- (iii) Het verstrekken van informatie aan de markt. De hoop is dat als CRAs hun ratings beter onderbouwen en de onderliggende informatie aan de markt verstrekken, gebruikers de ratings beter zullen controleren.
- (iv) Het breken van het oligopolie van de drie grote CRAs (d.w.z. Standard & Poor's, Moody's en Fitch).¹⁷⁵⁸

¹⁷⁵³ CRA Verordening I, preamble 1 en N. Kost de Sevres en L. Sasso, The new European financial markets legal framework: a real improvement? An analysis of financial law and governance in European capital markets from a micro- and macro-economic perspective, *Capital Markets Law Journal* 2012, p. 40.

¹⁷⁵⁴ F. Amtenbrink en J. de Haan, Regulating Credit Ratings in the European Union: a critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies, *CML Rev.* 2009, p. 1915 en I.-H.Y. Chiu, Regulating Credit Rating Agencies in the EU: In Search of a Coherent Regulatory Regime, *EBLR* 2008, p. 269-270.

¹⁷⁵⁵ CRA I Verordening, preamble 7.

¹⁷⁵⁶ G.P. Pover, Credit rating agencies: van overmatig vertrouwen tot toezicht, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2015, p. 102-103, I.-H.Y. Chiu, Regulating Credit Rating Agencies in the EU: In Search of a Coherent Regulatory Regime, *EBLR* 2008, 272 en 282 e.v., F. Amtenbrink en J. de Haan, Regulating Credit Ratings in the European Union: a critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies, *CML Rev.* 2009, p. 1924 en M.G. van 't Westeinde, De kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU, *FR* 2009, p. 67.

¹⁷⁵⁷ F. Amtenbrink en J. de Haan, Regulating Credit Ratings in the European Union: a critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies, *CML Rev.* 2009, p. 1917.

¹⁷⁵⁸ Zie specifiek G. Deipenbrock, Trying or Failing Better Next Time? - The European Legal Framework for Credit Rating Agencies after Its Second Reform, *EBLR* 2014, p. 217.

7.3. Historie van het toezicht

Om goed te kunnen plaatsen waarom het toezicht op de CRAs aan ESMA is toegewezen, zal ik hierna kort de historie van het toezicht op CRAs weergeven. Tot 2009 werden CRAs informeel op twee wijzen gereguleerd.

Ten eerste konden kredietinstellingen alleen van ratings van een CRA gebruik maken, als de CRA voor dit doel door de home-state van de kredietinstelling was erkend. Dit betekende niet dat de CRA zelf een licentie had, maar betekende wel dat de kredietinstelling moest aantonen dat de CRA aan kwaliteitseisen voldeed.¹⁷⁵⁹ In beginsel kon elke home-state van een kredietinstelling eigen eisen stellen, maar de gedachte was wel dat de home-states van de kredietinstellingen met elkaar zouden samenwerken en dat de lidstaat die het dichtst bij de CRA stond het proces zou faciliteren.¹⁷⁶⁰ Tevens kon een home-state ervoor kiezen een CRA zonder meer te erkennen zonder eigen onderzoek te doen, als een andere lidstaat deze CRA reeds erkende.¹⁷⁶¹ De toezichthouders van de diverse lidstaten gaven in augustus 2006 aan dat zij de informele positie hadden bereikt dat in ieder geval Standard & Poor's, Moody's en Fitch door alle kredietinstellingen mochten worden gebruikt.¹⁷⁶² De conclusie is dus dat tot 2006 CRAs (i) door de banktoezichthouders slechts indirect werden gereguleerd, (ii) de banktoezichthouders samen optrokken en (iii) niet één toezichthouder als home-state van een CRA gold.

Ten tweede voldeden CRAs op vrijwillige basis aan IOSCO principes.¹⁷⁶³ IOSCO is het internationale overlegorgaan van alle toezichthouders op de effectenmarkten. Aangezien IOSCO geen formele status had (en ook niet beschikt over controlebevoegdheden), had de code de status van soft law. Wel verwachtte IOSCO van CRAs dat zij zouden toelichten of en zo ja hoe, zij aan de principes voldeden.¹⁷⁶⁴ In de praktijk hield binnen Europa CESR (de voorganger van ESMA) toezicht op CRAs.¹⁷⁶⁵ Elk jaar lichtte CESR aan de Commissie toe in hoeverre de CRAs voldeden aan de IOSCO principes.¹⁷⁶⁶ Om dit te kunnen beoordelen ging CESR het gesprek aan met CRAs.¹⁷⁶⁷ Echter ook dit toezicht van CESR was soft law en berustte op vrijwillige medewerking van de CRAs.

Tot in ieder geval 2009 was er geen formeel toezicht op CRAs. Dit betekende, dat het toezicht vanaf nul kon worden opgezet en dat er geen bestaande nationale toezichtstructuren waren.¹⁷⁶⁸ De twee grootste CRAs waren bovendien buiten Europa gevestigd.¹⁷⁶⁹ Bovendien was (en is) niet goed voorstelbaar dat het toezicht op CRAs fiscale consequenties zou kunnen hebben.¹⁷⁷⁰ Omdat CRAs geen geld van cliënten onder zich hebben, zullen zij nooit gered hoeven worden. Dit alles leidde ertoe, dat er weinig weerstand was, toen werd gesuggereerd het toezicht op CRAs bij ESMA te leggen.

¹⁷⁵⁹ CEBS, Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 januari 2006, p. 1 en CRD I, preamble 39.

¹⁷⁶⁰ CEBS, Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 januari 2006, p. 8 en 12.

¹⁷⁶¹ CEBS, Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, 20 januari 2006, p. 9.

¹⁷⁶² F. Amtenbrink en J. de Haan, Regulating Credit Ratings in the European Union: a critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies, *CML Rev.* 2009, p. 1920.

¹⁷⁶³ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, december 2004.

¹⁷⁶⁴ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, december 2004.

¹⁷⁶⁵ E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, Oxford University Press 2012, p. 121-122.

¹⁷⁶⁶ Zie bijv. CESR, Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code, December 2006, CESR/06-545 en CESR, Second Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code, mei 2008, CESR/08-227.

¹⁷⁶⁷ Zie nader CESR, Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code, December 2006, CESR/06-545, p. 2-3.

¹⁷⁶⁸ M. Lamandini, Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation, *European Company Law* 2000, p. 133.

¹⁷⁶⁹ CRA Verordening I, preamble 2 meldt dat de meeste CRAs hun hoofdkantoor buiten de Europese Unie hebben.

¹⁷⁷⁰ E. Ferran, Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision, in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, Oxford University Press 2012, p. 151.

De eerste CRA Verordening werd aangenomen voordat ESMA was opgericht. Omdat CESR geen rechtspersoonlijkheid had en ook verder niet juridisch was voorzien in de mogelijkheid dat CESR rechtstreeks toezicht zou houden, moest het toezicht op de CRA Verordening in eerste instantie bij de lidstaten worden gelegd. Wel werd reeds opgemerkt dat dit een interim-oplossing zou zijn.¹⁷⁷¹

Onder de CRA Verordening I gold daarom formeel het systeem van home-state toezicht, zoals uiteengezet in hoofdstuk 4.¹⁷⁷² Wel had CESR reeds een voorname rol. Zo nam CESR vergunningsaanvragen in ontvangst, gaf CESR advies over de volledigheid van het vergunningsdossier en werd CESR betrokken in de colleges van toezichthouders.¹⁷⁷³ Bovendien werd bij de vergunningsaanvragen en het voortdurende toezicht samengewerkt in een college van toezichthouders, net als bij CCPs.¹⁷⁷⁴ Het college koos zelf een facilitator die als voorzitter van het college optrad.¹⁷⁷⁵ Het college bestond uit de home-state van de CRA, lidstaten waar de CRA een bijkantoor had en die lidstaten waar veel voor regelgevingsdoeleinden van ratings van de CRA gebruik werd gemaakt of waar de ratings van de CRA een aanzienlijke impact konden hebben.¹⁷⁷⁶ Als host-states opmerkten dat een CRA in strijd handelde met de CRA Verordening, kaartten zij dit aan binnen het college. Als binnen het college geen overeenstemming werd bereikt, kon de host-state zelf optreden om de overtreding binnen zijn jurisdictie te beëindigen, bijvoorbeeld door lokale kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen te verbieden nog langer van de ratings gebruik te maken.¹⁷⁷⁷ Zoals ik hierna zal toelichten in paragraaf 7.6, is het toezicht inmiddels bij ESMA gelegd.

7.4. Wanneer is een CRA actief in de Europese Unie?

Er bestaat een algemeen verbod tot het geven van ratings binnen de Europese Unie. De CRA Verordening is op dit punt naar mijn oordeel niet heel expliciet, maar ESMA geeft aan dat eenieder die gevestigd is in de Europese Unie en ratings verstrekt zonder over een vergunning te beschikken, de CRA Verordening overtreedt.¹⁷⁷⁸ Het geven van ratings wordt bovendien indirect gereguleerd. Beleggingsondernemingen, kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen, UCITS beheerders en AIF beheerders mogen namelijk alleen voor regelgevingdoeleinden van een rating gebruik maken, als deze rating is verstrekt door een gereguleerde CRA.¹⁷⁷⁹ Een CRA zonder vergunning heeft dus weinig klanten. Heeft een CRA eenmaal een vergunning, dan is de CRA Verordening van toepassing op alle door de CRA verstrekte ratings die openbaar worden gemaakt of op basis van een abonnement worden verspreid.¹⁷⁸⁰

7.5. Voorwaarden voor actief zijn in de Europese Unie

CRAs kunnen op drie wijzen actief zijn in de Europese Unie:

- (i) Een CRA kan in de Europese Unie gevestigd zijn. Dan staat de CRA zelf rechtstreeks onder toezicht van ESMA. Op basis van deze vergunning kan de CRA dan in de hele Europese Unie ratings verstrekken.
- (ii) CRAs van buiten de Europese Unie kunnen ook toegang krijgen tot de Europese Unie door een in de Europese Unie gevestigde (en vergunninghoudende) CRA een rating te

¹⁷⁷¹ CRA Verordening I, preambule 51.

¹⁷⁷² CRA Verordening I, art. 14 lid 2 preambule 45.

¹⁷⁷³ CRA Verordening I, art. 15 lid 1 t/m 4 en preambule 46 en 53.

¹⁷⁷⁴ CRA Verordening I, art. 16-20 preambule 58, 59, 60, 61 en 62.

¹⁷⁷⁵ CRA Verordening I, preambule 49.

¹⁷⁷⁶ CRA Verordening, art. 29.

¹⁷⁷⁷ CRA I Verordening, art. 25.

¹⁷⁷⁸ Zie ESMA website <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/supervision>. ESMA verwijst naar CRA Verordening I, art. 2 lid 1 en 14 lid 1.

¹⁷⁷⁹ CRA Verordening II, art. 4 lid 1.

¹⁷⁸⁰ CRA Verordening I, art. 2 lid 1.

laten bekrachtigen.¹⁷⁸¹ De in de Europese Unie gevestigde CRA moet dan controleren of de rating van buiten de Europese Unie aan dezelfde eisen voldoet, als in de Europese Unie gelden. Deze regeling staat alleen open voor CRAs die een nauwe band onderhouden met in de Europese Unie gevestigde CRAs. Anders kan ESMA niet adequaat toezicht houden. Dit betekent dus, dat als een grote Amerikaanse CRA toegang wil tot de Europese markt, deze een dochteronderneming in de Europese Unie moet oprichten.¹⁷⁸²

- (iii) Er is een uitzondering voor kleine CRAs van buiten de Europese Unie die niet van systeemrelevant belang zijn.¹⁷⁸³ Zij hebben ook geen dochter in de Europese Unie nodig. Dan moet de Europese Commissie wel vaststellen dat het regime van het derde land equivalent is aan dat van de Europese Unie.

7.6. Toezicht naar ESMA

Per 31 mei 2011 heeft ESMA het toezicht op de CRAs van de lidstaten overgenomen.¹⁷⁸⁴ In de preambules wordt dit als volgt toegelicht:¹⁷⁸⁵

“Aangezien ratings in geheel de Unie worden gebruikt, is het hanteren van het traditionele onderscheid tussen de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst en de andere bevoegde autoriteiten en het gebruik van toezichthoudende coördinatie door colleges niet de meest geschikte structuur voor het toezicht op ratingbureaus. Met de oprichting van de ESMA is een dergelijke structuur niet langer nodig. Het registratieproces moet hierom worden gestroomlijnd en de termijnen moeten dienovereenkomstig worden verkort.”

Dit houdt in dat ESMA alle taken en verantwoordelijkheden krijgt die voorheen de lidstaten en CESR hadden. Zo zal een vergunning aan een CRA waar ook gevestigd in de Europese Unie voortaan door ESMA worden verleend.¹⁷⁸⁶ Ook partijen van buiten de Europese Unie die in de Europese Unie ratings willen geven, moeten zich jegens ESMA verantwoorden¹⁷⁸⁷ of indien van toepassing bij ESMA een certificatie aanvragen.¹⁷⁸⁸ Een vergunning geldt automatisch voor de hele Europese Unie en hoeft niet gepaspoort te worden.¹⁷⁸⁹

7.7. Handhavingsbevoegdheden ESMA

Omdat ESMA zelf het toezicht gaat houden, is ESMA ook met alle bevoegdheden van een echte toezichthouder bekleed. Zo kan ESMA:¹⁷⁹⁰

- (i) om informatie verzoeken of gelasten informatie te verstrekken;¹⁷⁹¹
(ii) documenten onderzoeken;¹⁷⁹²

¹⁷⁸¹ CRA Verordening I, art. 4 lid 3 t/m 6 en preambule 13, 14 en 18.

¹⁷⁸² CRA Verordening I, preambule 55.

¹⁷⁸³ CRA Verordening I, art. 5 en preambule 14-17.

¹⁷⁸⁴ Zie CRA Verordening II.

¹⁷⁸⁵ CRA Verordening II, preambule 8.

¹⁷⁸⁶ CRA Verordening II, art. 15 t/m 17. ESMA verleende de eerste vergunning zo blijkt uit het persbericht op haar website op 1 oktober 2012 aan de in Spanje gevestigde CRA Axesor S.A. In 2013, zo blijkt uit het jaarverslag, verleende ESMA drie nieuwe vergunningen, weigerde er twee en twee partijen besloten gedurende het vergunningsproces hun aanvraag in te trekken. Zie ESMA, Credit Rating Agencies Annual Report 2013, 21 februari 2014, ESMA 2014/151, p. 10. Een van de partijen die een vergunning werd geweigerd is hiertegen tevergeefs in beroep gegaan bij de Board of Appeal. Zie Board of Appeal of the European Supervisory Authorities, 10 januari 2014, BoA 2013-014 (*Global Private Rating Company “Standard Rating/ESMA”*).

¹⁷⁸⁷ CRA Verordening II, art. 4.

¹⁷⁸⁸ CRA Verordening II, art. 5.

¹⁷⁸⁹ CRA Verordening II, art. 14 lid 2.

¹⁷⁹⁰ Zie ook N. Kost de Sevres en L. Sasso, The new European financial markets legal framework: a real improvement? An analysis of financial law and governance in European capital markets from a micro- and macro-economic perspective, *Capital Markets Law Journal* 2012, p. 42.

¹⁷⁹¹ CRA Verordening II, art. 23 ter.

¹⁷⁹² CRA Verordening II, art. 23 quater lid 1 sub a en b.

- (iii) personen horen;¹⁷⁹³
- (iv) overzichten van dataverkeer opvragen;¹⁷⁹⁴
- (v) (onaangekondigd) inspecties ter plekke doen.¹⁷⁹⁵

Van deze bevoegdheden heeft ESMA reeds gebruik gemaakt. Zo heeft ESMA onderzoek gedaan na de internal governance van CRAs met betrekking tot het verstrekken van ratings aan lidstaten.¹⁷⁹⁶

Indien het onderzoek hiertoe aanleiding geeft kan ESMA:¹⁷⁹⁷

- (i) de vergunning intrekken;¹⁷⁹⁸
- (ii) de CRA tijdelijk verbieden ratings te geven;
- (iii) het gebruik van de ratings door gereguleerde instellingen opschorten;
- (iv) de CRA een aanwijzing geven om de inbreuk te beëindigen;
- (v) een publieke waarschuwing geven.¹⁷⁹⁹

Om binnen de grenzen van de Meroni-doctrine te blijven, heeft men in de CRA Verordening de discretionaire marge van ESMA beperkt door duidelijk aan te geven welke feiten en omstandigheden ESMA moet afwegen bij haar keuze voor bepaalde maatregelen.¹⁸⁰⁰ Alle besluiten om maatregelen te nemen worden genomen door de Board of Supervisors van ESMA.¹⁸⁰¹

Opleggen boetes

ESMA heeft ook de vergaande bevoegdheid boetes op te leggen.¹⁸⁰² In de preambules wijst men er wel op dat dit een uitzondering moet blijven die specifiek geldt voor het toezicht op CRAs.¹⁸⁰³

“Deze verordening mag geen precedent vormen voor het opleggen van financiële of niet-financiële sancties door de Europese toezichthoudende autoriteiten aan financiële marktdelnemers of andere ondernemingen met betrekking tot andere soorten activiteiten.”

Om binnen de grenzen van de Meroni-doctrine te blijven wordt duidelijk aangegeven aan welke eisen moet zijn voldaan, wil ESMA een boete kunnen opleggen. Als ESMA vaststelt dat een CRA opzettelijk of uit onachtzaamheid (*intentionally or negligently*) een overtreding heeft begaan die bedreigd wordt met een boete, dan moet ESMA die boete opleggen.¹⁸⁰⁴ ESMA heeft hier dus geen beleidsvrijheid. Bovendien wordt per soort overtreding aangegeven binnen welke bandbreedte de boetes zich moeten bevinden.¹⁸⁰⁵ Afhankelijk van de omvang van de omzet van de CRA -minder dan € 10 miljoen, tussen € 10 miljoen en € 50 miljoen of meer dan € 50 miljoen- moet de boete zich dan bij

¹⁷⁹³ CRA Verordening II, art. 23 quater lid 1 sub c en d.

¹⁷⁹⁴ CRA Verordening II, art. 23 quater lid 1 sub e.

¹⁷⁹⁵ CRA Verordening II, art. 23 quinquies.

¹⁷⁹⁶ ESMA, Credit Rating Agencies, Sovereign ratings investigation ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls, 2 december 2013, ESMA 2013/1775.

¹⁷⁹⁷ CRA Verordening II, art. 24.

¹⁷⁹⁸ Zie ook CRA Verordening II, art. 20.

¹⁷⁹⁹ Deze bevoegdheid heeft ESMA reeds gebruikt. Zie ESMA Decision of the Board of Supervisors, Decision to adopt a supervisory measure taking the form of a public notice in accordance with Articles 23e (5) and 24 of Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, 20 mei 2014, ESMA/2014/544.

¹⁸⁰⁰ Zie CRA Verordening II, art. 24 lid 2 zie tevens p. Schammo, *The European Securities and Markets Authority: Lifting the Veil on the Allocation of Powers*, *CML Rev.* 2011, p. 1900.

¹⁸⁰¹ CRA Verordening, art. 23 sexies lid 5.

¹⁸⁰² CRA Verordening II, art. 23 sexies. ESMA heeft ook reeds van deze bevoegdheid gebruik gemaakt. Zo legde ESMA, blijkens een persbericht op zijn website van 28 juni 2015, DBRS Ratings Limited een boete op van € 30.000 omdat DBRS zijn administratie niet op orde had en ESMA gebreken had geconstateerd bij de compliance functie en interne governance. Op 21 juli 2016 kreeg Fitch Ratings Limited diverse boetes die optelden tot € 1.380.000.

¹⁸⁰³ CRA Verordening II, preambule 22.

¹⁸⁰⁴ CRA Verordening II, art. 36 bis lid 1.

¹⁸⁰⁵ CRA Verordening II, art. 36 bis lid 2.

de ondergrens, rondom het midden of aan de bovenkant van de bandbreedte bevinden. Bovendien wordt per strafverzwarende of -verzachtende omstandigheid aangegeven met welk percentage de boete moet worden verhoogd of verlaagd.¹⁸⁰⁶ Door deze beperkingen wordt een boete van ESMA volledig toetsbaar door het Hof en blijft de discretionaire marge van ESMA beperkt. Hiermee blijft het toezicht op CRAs dus binnen de grenzen van de Meroni doctrine.¹⁸⁰⁷

Dwangsommen

Om medewerking af te dwingen kan ESMA dwangsommen opleggen. Deze dwangsommen kunnen tot 3% van de omzet van een CRA of 2% van het inkomen van een natuurlijk persoon bedragen.¹⁸⁰⁸

7.8. Bijrol lidstaten

Mocht een lidstaat menen dat een CRA de CRA Verordening overtreedt, dan kan hij zelf geen actie ondernemen. Hij kan slechts ESMA waarschuwen en verzoeken maatregelen te treffen. De maatregelen waarom lidstaten kunnen verzoeken zijn:

- (i) Het doen van onderzoek door ESMA of de lidstaat zelf.¹⁸⁰⁹
- (ii) Het opschorten van het gebruik van de ratings op het grondgebied van de lidstaat.¹⁸¹⁰ Dit kan alleen als sprake is van een ernstige inbreuk die significante impact heeft op de bescherming van beleggers of op de financiële stabiliteit van de lidstaat.
- (iii) Intrekking van de vergunning.¹⁸¹¹

ESMA kan steeds zelf besluiten, maar indien ESMA niet met de lidstaat meegaat moet ESMA dit wel onderbouwen.

Bij onderzoeken assisteren de toezichthouders van de lidstaten ESMA op diens verzoek.¹⁸¹² Ook dient ESMA samen te werken met de toezichthouders van de lidstaten en EBA en EIOPA en informatie uit te wisselen.¹⁸¹³ Verder kan ESMA taken delegeren aan nationale toezichthouders, bijvoorbeeld het doen van onderzoek ter plekke.¹⁸¹⁴ ESMA blijft echter verantwoordelijk en kan op elk moment de delegatie intrekken.

7.9. Rechtsbescherming

Tegen bepaalde onderzoeksmaatregelen, kan een (rechts)persoon rechtsbescherming krijgen bij de nationale rechter op wiens grondgebied de maatregelen worden uitgevoerd. Als bijvoorbeeld onder nationaal recht toestemming van de rechter nodig is om overzichten van telefoon- of dataverkeer op te

¹⁸⁰⁶ CRA Verordening II, art. 36 bis lid 3.

¹⁸⁰⁷ Dat de Meroni doctrine expliciet een rol heeft gespeeld bij de vormgeving van de bevoegdheden van ESMA blijkt onder meer uit het persbericht van de Europese Commissie, toen zij het voorstel voor CRA II introduceerde. Zie het persbericht van de Europese Commissie van 3 juni 2010, MEMO/10/230 op http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-230_en.htm?locale=en. Overigens was het Commissie voorstel dat de Commissie zelf de bevoegdheid zou hebben boetes op te opleggen.

¹⁸⁰⁸ CRA Verordening II, art. 36 ter.

¹⁸⁰⁹ CRA Verordening II, art. 31 lid 1.

¹⁸¹⁰ CRA Verordening II, art. 31 lid 2.

¹⁸¹¹ CRA Verordening II, art. 20.

¹⁸¹² CRA Verordening II, art. 23 quater lid 4 en art. 23 quinquies lid 5 t/m 7.

¹⁸¹³ CRA Verordening II, art. 26 en 27,

¹⁸¹⁴ CRA Verordening II, art. 30. Zie nader ESMA, Guidelines and Recommendations, Cooperation including delegation between ESMA, the competent authorities and the sectoral competent authorities under Regulation (EU) No 513/2011 on credit rating agencies, 10 januari 2012, ESMA 2011/188.

vragen of binnen te treden, dan zal ESMA hiervoor ook bij de nationale rechter toestemming moeten krijgen.¹⁸¹⁵ De nationale rechter doet dan slechts een beperkte toetsing.

De nationale rechter toetst slechts of het besluit van ESMA authentiek is en gaat na of de voorgenomen maatregelen niet willekeurig of buitensporig zijn in verhouding tot het voorwerp van de inspectie. De nationale rechter mag ESMA om nadere uitleg vragen, die in het bijzonder betrekking kan hebben op de redenen die ESMA heeft om aan te nemen dat inbreuk is gemaakt op deze verordening en op de ernst van de vermoedelijke inbreuk en de aard van de betrokkenheid van de aan de dwangmaatregelen onderworpen persoon. De nationale rechter mag echter niet de noodzakelijkheid van het onderzoek toetsen, noch de informatie in het dossier van de ESMA opvragen. Dit is voorbehouden aan het Hof of Board of Appeal van de ESAs.

Dwangsommen en boetes wordt geïnd volgens het nationaal procesrecht door hiertoe aangewezen nationale instanties.¹⁸¹⁶ De nationale rechter kan de rechtmatigheid van de boete of dwangsom niet toetsen. Dat is voorbehouden aan het Hof of de Board of Appeal van de ESAs. Wel kan de nationale rechter de rechtmatigheid van de tenuitvoerlegging van de boete/dwangsom toetsen.

7.10. Verantwoording ESMA en financiering ESMA

Verantwoording ESMA

ESMA verantwoordt zich voor het toezicht. Zo moet ESMA elk jaar een verslag opstellen over de wijze waarop de CRA Verordening is toegepast door de onder toezicht staande CRAs.¹⁸¹⁷ Daarnaast rapporteert ESMA jaarlijks aan het Europees Parlement, de Raad en de Commissie over de genomen toezichtmaatregelen en opgelegde sancties.¹⁸¹⁸

Vergoeding voor toezicht

ESMA ontvangt van de CRAs een vergoeding voor het toezicht. Voor zover ESMA taken delegeert aan lidstaten, betaalt ESMA deze vergoeding door.¹⁸¹⁹

7.11. Trade Repositories

TRs zijn bedrijven die data over derivaten transacties ontvangen van deelnemers aan de financiële markten en deze data doorsturen naar de relevante toezichthouders van de lidstaten en de Europese toezichthouders.¹⁸²⁰

Het toezicht op en de vergunningverlening aan TRs zijn geregeld in EMIR.¹⁸²¹ TRs krijgen hun vergunning van ESMA.¹⁸²² De vergunning van de TR geldt voor de hele Europese Unie en notificaties zijn niet nodig.¹⁸²³ Heeft de TR reeds een andere vergunning van een lidstaat, dan overlegt ESMA met deze lidstaat over de vergunningsverlening en het doorlopend toezicht.¹⁸²⁴ Het is ook mogelijk voor

¹⁸¹⁵ CRA Verordening II, art. 23 quater lid 5 en 6 voor het opvragen van dataverkeer en art. 23 quinquies lid 8 en 9. Deze situatie dat een nationale rechter toetst of optreden op het territorium van een lidstaat gerechtvaardigd is komt meer voor. Zie nader K. Lenaerts, I. Maselis en K. Gutman, *EU Procedural Law*, OUP, Oxford 2015, p. 278 en 279.

¹⁸¹⁶ CRA Verordening II, art. 36 quinquies

¹⁸¹⁷ CRA Verordening II, art. 21 lid 5. Het eerste rapport kwam uit op 12 januari 2012 en is te raadplegen op ESMA's website.

¹⁸¹⁸ CRA Verordening II, art. 21 lid 6.

¹⁸¹⁹ CRA Verordening II, art. 19.

¹⁸²⁰ EMIR, art. 81 lid 3.

¹⁸²¹ EMIR, art. 55 t/m 81.

¹⁸²² EMIR, art. 55 lid 1.

¹⁸²³ EMIR, art. 55 lid 3.

¹⁸²⁴ EMIR, art. 57.

ESMA om TRs uit derde landen te erkennen, mits zij in dit derde land onder adequaat toezicht staan.¹⁸²⁵ Deze TRs mogen dan ook in de Europese Unie als TR optreden.

De reden om het toezicht op de TRs bij ESMA te leggen, is dat alle lidstaten de informatie die de TR verzamelt, moeten kunnen opvragen. Zou op de TRs toezicht worden gehouden door de lidstaten zelf, dan moest worden voorzien in samenwerkingsregelingen om de informatie tussen deze lidstaten uit te wisselen en om ervoor te zorgen dat deze informatie consistent zou zijn.¹⁸²⁶

Net als bij CRAs heeft ESMA diverse onderzoeksbevoegdheden en dwangmiddelen.¹⁸²⁷ Net als bij CRAs geldt dat als ESMA onderzoek ter plekke doet, de nationale rechter voorziet in rechtsbescherming.¹⁸²⁸ Voor boetes geldt net als bij CRAs dat gedetailleerd is voorgeschreven wanneer deze moeten worden opgelegd en welke boetebedragen moeten worden gehanteerd.¹⁸²⁹ Boetes worden door het Hof (en de Board of Appeal van de ESAs) integraal getoetst.¹⁸³⁰

Net als bij CRAs moeten de TRs zelf voor hun toezicht aan ESMA betalen.¹⁸³¹

7.12. Waaronder staan CCPs en benchmark beheerders niet onder toezicht van ESMA?

Oorspronkelijk was er sprake van dat ook het EMIR toezicht op Central Counterparties (CCPs) onder ESMA zou vallen. Zo overwoog de Europese Commissie bij het voorstel tot oprichting van de ESAs:¹⁸³²

“In May, the Commission announced the possibility of granting the European Supervisory Authorities responsibility for the supervision of entities with a Community-wide reach (such as credit rating agencies or possibly central counterparty clearing houses). The supervision of such entities involves a clear Community dimension. For example, central counterparty clearing houses can process and settle operations from a large number of states and credit rating agencies based in one country can issue ratings which affect a large number of countries. Consequently, it is not optimal that a single national authority should be entrusted with the task of supervising them. From this perspective, granting this power to a European body could be more effective and coherent than sharing this competence with national supervisors. It would also be more efficient as it would concentrate the costs of supervision in only one authority avoiding any overlaps.

In this context, entities with a Community-wide reach refers to entities which by their nature can operate throughout the EU. It does not refer to cross-border financial institutions which are supervised by national supervisors operating in colleges of supervisors. A hierarchy of possibilities is thus established: for national entities supervision is totally national, for crossborder groups colleges of supervisors is key, and for entities with a Community-wide reach there is the possibility of European supervision.”

¹⁸²⁵ Verordening 648/2012/EU van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, art. 77.

¹⁸²⁶ Commission Staff Working Document Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, Impact Assessment, 15 september 2010, SEC (2010) 1058/2, p. 42 en 85.

¹⁸²⁷ EMIR, art. 61 t/m 62.

¹⁸²⁸ EMIR, art. 62 lid 6 en 63 lid 9.

¹⁸²⁹ EMIR, art. 65.

¹⁸³⁰ EMIR, art. 69.

¹⁸³¹ EMIR, art. 72.

¹⁸³² Commission Staff Working Document accompanying document to the Proposal for the ESA Regulations and ESRB Regulations, impact assessment, 23 september 2009, SEC (2009) 1234, p. 26.

De reden dat CCPs zijn afgefallen is, zo blijkt uit de Commissie toelichting, dat als ESMA op CCPs toezicht zou houden dan ook van ESMA zou worden verwacht dat deze zou bijspringen als een CCP gered moest worden. Er is echter geen budget op Europees niveau hiervoor.¹⁸³³

In 2014 is ook wel gesuggereerd dat beheerders van grote benchmarks onder rechtstreeks toezicht van ESMA zouden vallen.¹⁸³⁴ Echter ook dit voorstel heeft niet gehaald. De Europese Commissie heeft bij indiening van het voorstel voor de regulering van benchmark beheerders bekeken of het logisch zou zijn als benchmark beheerders rechtstreeks onder toezicht van ESMA zouden komen te staan.¹⁸³⁵ De Europese Commissie heeft hiervan afgezien, omdat veel benchmarks slechts voor één lidstaat relevant zijn. Dan zou toezicht op nationaal niveau efficiënter zijn.

¹⁸³³ Commission Staff Working Document Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, Impact Assessment, 15 september 2010, SEC (2010) 1058/2, p. 76.

¹⁸³⁴ Zie Opinion of the ECB of 7 January 2014 on a proposal for a regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts, p. 4 en 5 en over de benchmark verordening in het algemeen E.J. van Praag, Benchmark Verordening, ook voor u relevant, *Tijdschrift Ondernemingsrecht* 2014, p. 580-586.

¹⁸³⁵ Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts, 18 september 2013, SWD (2013) 336 final, p. 42.