



## 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 B: beoordeling**

### **Inleiding Deel B**

Deel A betrof het positieve recht. Het ging hier om de vraag hoe de toezichtsbevoegdheden binnen Europa nu verdeeld zijn. Deel B is normatief. In Deel B geef ik aan hoe de toezichtsbevoegdheden in een ideale wereld, althans een ideaal Europa, naar mijn oordeel verdeeld zouden moeten zijn. In het eerste hoofdstuk van dit deel introduceer ik de gezichtspunten die naar mijn oordeel bij de toedeling van toezichtsbevoegdheden moeten worden afgewogen. In de opvolgende hoofdstukken pas ik deze gezichtspunten toe op concrete financiële regelgeving.

## 1. De ideale verdeling van toezichtsbevoegdheden; het theoretische model

### 1.1. De klassieke uitgangspunten bij de internationale verdeling van toezichtsbevoegdheden

#### 1.1.1. Aansluiting bij territorium lidstaat

Van oudsher is het territorialiteitsbeginsel leidend bij zowel de internationale verdeling van toezichtsbevoegdheden als bij de verdeling van toezichtsbevoegdheden tussen lidstaten van de Europese Unie.<sup>1836</sup> Daarbij wordt het begrip territorium letterlijk opgevat als een deel van de wereld.<sup>1837</sup> Dat vanouds wordt aangesloten bij het letterlijke begrip van territorium ligt voor de hand, aangezien het tot relatief recent niet goed mogelijk was vanuit een territorium een ander territorium te beïnvloeden zonder hier fysiek aanwezig te zijn. Reguleerde de staat dus de activiteiten op het eigen territorium, dan had deze grip op alle voor zijn burgers relevante activiteiten. Pas met de opkomst van de telefoon en met name internet wordt de koppeling tussen fysieke aanwezigheid en invloed op een land verbroken. Het is pas vrij recent dat burgers online beleggen en online sparen zonder hiervoor naar een bankkantoor te gaan. Zelfs voor dienstverlening aan professionele partijen was het voor de opkomst van telefoon en internet moeilijk om op grote schaal buitenlandse markten te bewerken.

Echter ook in de nieuwe economie blijft het begrip territorium vaak leidend, zij het dat er ‘proxies’ voor het territorium worden gebruikt. Bij financiële dienstverlening gaat het dan bijvoorbeeld om het feit dat de deposito’s worden aangetrokken van burgers in een territorium, dat effecten worden aangeboden aan het publiek in een territorium of dat gebruik wordt gemaakt van lokaal aanwezige infrastructuur, bijvoorbeeld de beurs.<sup>1838</sup> Met andere woorden: de activiteit vindt letterlijk/fysiek niet plaats in het territorium, maar het economische effect wordt wel gevoeld in het territorium. Op dit economische effect wordt de toezichtbevoegdheid gebaseerd.<sup>1839</sup>

Het is in het internationale recht niet verboden om ook gedrag te reguleren, dat geen fysieke of economische connectie heeft met het territorium, maar aangezien handhaving alleen binnen het territorium kan plaatsvinden, is dergelijke regulering in de praktijk moeilijk te handhaven, als de (financiële) onderneming niet wil meewerken.<sup>1840</sup> Andere (lid)staten zullen immers weinig genegen zijn te assisteren bij de handhaving van normen in hun territorium, als zij niet inzien welk rechtmatig belang de (lid)staat heeft die om assistentie vraagt. Bovendien kan de keuze om gedrag te reguleren dat nauwelijks een band heeft met het eigen territorium tot wrevel leiden bij andere (lid)staten.

#### 1.1.2. Aansluiting bij het territorium leidt tot een te kleine jurisdictie

Zolang de financiële markten betrekkelijk nationaal georganiseerd waren, werkte regulering op basis van het territorium goed. Tot relatief recent werden alle voor een lidstaat relevante financiële diensten

<sup>1836</sup> Ch. Brummer, *Territoriality as a Regulatory Technique: Notes from the Financial Crisis*, 79 *U. CIN. L. REV.* 2011, p. 502, A.E. Goodhart, R.M. Lastra, Border Problems, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 714, E. Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, *CML Rev.* 2005, p. 995 en 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, 40 en 41.

<sup>1837</sup> Ch. Brummer, *Territoriality as a Regulatory Technique: Notes from the Financial Crisis*, 79 *U. CIN. L. REV.* 2011, p. 502.

<sup>1838</sup> Ch. Brummer, *Territoriality as a Regulatory Technique: Notes from the Financial Crisis*, 79 *U. CIN. L. REV.* 2011, p. 503 en en A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 58. Zie voor de Europese regels uitvoerig hoofdstuk 3 t/m 7 van dit proefschrift waarin deze aangrijppingspunten gedetailleerd worden beschreven. Zie voor de Amerikaanse regels E.F. Greene en O.S. Oztan, The attack on national regulation: why we need a global framework for domestic regulation, *Capital Markets Law Journal* 2008, p. 7.

<sup>1839</sup> Deze ruime interpretatie van het territorium is niet uniek voor het financiële recht. Ook binnen het mededingingsrecht is de vraag gesteld of een lidstaat of de Europese Unie als geheel kan optreden, als buiten de Europese Unie een kartel wordt gesmeed of een fusie wordt aangegaan die de markt van de Europese Unie beïnvloedt. Dit is positief beantwoord. Zie nader A. Dashwood, M. Dougan, B. Rodger, E. Spaventa en D. Wyatt, *European Union Law*, Hart publishing, Oxford en Portland Oregon 2012, p. 721.

<sup>1840</sup> Conclusie AG Jääskinen 20 november 2014, C-507/13 (*CRD IV Bonus cap*), rov. 36 e.v. HvJEU 1 oktober 2015, C-230/14 (*Weltimmo s. r. o.*), rov. 56 en R. M. Lastra, Do We Need a World Financial Organization?, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 793.

en activiteiten op het territorium van deze lidstaat zelf uitgevoerd. Met name was er geen internationale mobiliteit van kapitaal.<sup>1841</sup> Aansluiting bij het territorium leidde ertoe dat alle voor deze lidstaat relevante financiële diensten en activiteiten werden gereguleerd.<sup>1842</sup> Omdat financiële ondernemingen hun activiteiten in grote mate beperkten tot één lidstaat, werd elke financiële activiteit of onderneming dus door één (lid)staat gereguleerd.

Inmiddels echter is in ieder geval binnen de Europese Unie de financiële dienstverlening in grote mate geïnternationaliseerd, waarbij in sommige lidstaten zelfs het merendeel van de financiële dienstverlening wordt verricht door buitenlandse spelers.<sup>1843</sup> Niet alleen zijn de markten meer vervlochten geraakt, maar ook de focus op systeemrisico sinds de financiële crisis heeft ertoe geleid dat toezicht, indien door elke lidstaat voor zich uitgevoerd, steeds meer overlap zou krijgen. Omdat het systeemrisico zich op zich onverwachtse manieren via onverwachtse kanalen kan realiseren, moet een land dat individueel, zonder te vertrouwen op andere landen, het systeemrisico wil bedwingen zijn territoriale grenzen zeer ruim trekken.<sup>1844</sup> Door deze ontwikkeling zou het onverkort vasthouden aan toezicht op alle financiële diensten of activiteiten die zich op het -aldus ruim gedefinieerde- territorium afspelen, ertoe leiden dat financiële ondernemingen en activiteiten niet met één maar enkele tientallen toezichthouders zouden worden geconfronteerd. Deze neiging van sterke oprekking van het territorium valt in de praktijk ook al waar te nemen.

Ten eerste bestaat namelijk de neiging om de jurisdictie door middel van ‘kettingbedingen’ uit te breiden. Dit fenomeen komt thans, vanwege de Europese coördinatie, niet veel voor binnen de Europese Unie,<sup>1845</sup> maar wel wereldwijd. Zo mag een Europese kredietinstelling alleen gebruik maken van ratings die zijn afgegeven door Europees gereguleerde rating agencies,<sup>1846</sup> mag een Europese asset manager alleen het portefeuillebeheer delegeren aan een asset manager die voldoet aan even stringente beloningsregels<sup>1847</sup> en moeten derivaten ingevolge EMIR in beginsel gerapporteerd worden aan Europese TRs en geclareed worden via Europese CCPs.<sup>1848</sup> Het gevolg is, dat partijen die zaken willen doen met Europa, onder Europees toezicht moeten staan of op zijn minst Europese regels moeten naleven.

Ten tweede rekt men het territorium op tot activiteiten die niet één van de klassieke territoriale banden met een jurisdictie hebben. Een sprekend voorbeeld betreft het initiatief van Frankrijk om alle beleggingsondernemingen die door middel van algoritmen handelen in aandelen die op de Franse beurs genoteerd zijn, te verplichten zich bij de Franse toezichthouder te melden.<sup>1849</sup> Dit is immers een opmaat om de algoritmen van deze beleggingsondernemingen dan ook te gaan reguleren met als gevolg dat alle algoritmen die wereldwijd gebruikt worden om in Franse aandelen te handelen, zelfs indien de daadwerkelijke verhandeling buiten een Franse beurs plaatsvindt, door de Franse toezichthouder moeten worden gecontroleerd. Een ander voorbeeld betreft de bepaling in EMIR die de

---

<sup>1841</sup> 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. 688.

<sup>1842</sup> Ch. Brummer, *Territoriality as a Regulatory Technique: Notes from the Financial Crisis*, 79 *U. CIN. L. REV.* 2011, p. 503.

<sup>1843</sup> Zie uitvoerig hoofdstuk 3.3.2 en 4.2.2.1.

<sup>1844</sup> Ch. H. Dallara, Containing extraterritoriality to promote financial stability, *Banque de France Financial Stability Review*, no. 17 April 2013, p. 49.

<sup>1845</sup> Het enige Europese voorbeeld dat mij meteen te binnen schiet is het toezicht op depositaries. UCITS en AIFs moet verplicht gebruik maken van de depositaries. Omdat er geen Europese vergunning voor depositaries bestaat, houden lidstaten in de praktijk toezicht op de depositaries via de UCITS/AIF beheerder. Dit heeft onder meer tot gevolg, dat de bestuurders van de depositaries in diverse lidstaten door de toezichthouder op de UCITS/AIF beheerder op geschiktheid en betrouwbaarheid worden getoetst.

<sup>1846</sup> Ch. Brummer, *Territoriality as a Regulatory Technique: Notes from the Financial Crisis*, 79 *U. CIN. L. REV.* 2011, p. 506 en J. Scott, The New EU “Extraterritoriality”, *CML Rev.* 2014, p. 1349.

<sup>1847</sup> ESMA, Richtsnoeren voor een goed beloningsbeleid in het kader van de AIFMD, 3 juli 2013, ESMA/2013/232.

<sup>1848</sup> Zie de EMIR Verordening. Ik schrijf in beginsel, omdat EMIR wel voorziet in equivalentie regels waarbij na beoordeling van de Europese Commissie niet Europees toezicht ook geacht wordt te voldoen.

<sup>1849</sup> Zie nader de website van de Franse Autorité des Marchés Financiers, op [http://www.amf-france.org/en\\_US/Acteurs-et-produits/Marches-financiers-et-infrastructures/Loi-bancaire---LSRAB/Notification-des-DTA.html](http://www.amf-france.org/en_US/Acteurs-et-produits/Marches-financiers-et-infrastructures/Loi-bancaire---LSRAB/Notification-des-DTA.html).

clearingverplichting ook oplegt aan partijen die in het geheel niet in de Europese Unie gevestigd zijn als het te clearen contract aanzienlijke en voorzienbare rechtstreekse gevolgen binnen de Europese Unie heeft of indien een daartoe strekkende verplichting passend of noodzakelijk is om te voorkomen dat bepalingen uit EMIR worden omzeild.<sup>1850</sup>

### **1.1.3. Van zelf doen naar vertrouwen op toezicht van andere lidstaten of supranationale autoriteiten**

Zoals ik hierna uitvoerig zal toelichten, is toezicht op alle financiële activiteiten en diensten die invloed hebben op het eigen territorium voor de lidstaten geen reële optie meer, althans prohibitef belastend voor de financiële ondernemingen en toezichthouders. Daarom zullen de lidstaten hetzij in bepaalde mate moeten vertrouwen op toezicht door andere lidstaten hetzij op toezicht door Europese instellingen.

De situatie dat lidstaten vertrouwen op andere lidstaten wordt *mutual recognition of country of origin* beginsel genoemd. Deze begrippen houden in dat men (deels) vertrouwt op het toezicht van een andere lidstaat en daarom niet zelf toezicht houdt.<sup>1851</sup> Het *country of origin* beginsel gaat hierbij verder dan *mutual recognition*. Mutual recognition betekent slechts dat de host-state geen toezicht uitoefent voor zover de home-state hierin al voorziet. Voorziet de home-state echter niet in equivalent toezicht, dan mag de host-state alsnog toezicht houden. Bij het *country of origin* beginsel mag de host-state niet eens meer beoordelen of sprake is van equivalent toezicht, maar moet deze hier zonder meer vanuit gaan. Beide beginselen zijn gebaseerd op onderling vertrouwen tussen de lidstaten en volgen direct uit de verplichting van het VEU om loyaal samen te werken.<sup>1852</sup>

Als echter een lidstaat onvoldoende vertrouwen heeft in het toezicht van een andere lidstaat en het praktisch niet goed mogelijk is om het toezicht alsnog zelf ter hand te nemen,<sup>1853</sup> dan rest als enige optie om het toezicht samen met andere lidstaten (deels) bij een supranationale -in het geval van de Europese Unie: Europese- instelling te leggen.

De modellen die in deel A zijn gepresenteerd hebben alle met elkaar gemeen dat bepaalde lidstaten het toezicht (deels) overlaten aan andere lidstaten of aan Europese instellingen (of agentschappen). De keerzijde van al deze vormen van samenwerking is, dat men ervan afziet zelf toezicht te houden.

In essentie zijn er bij de vraag wie toezicht moet houden dus vier mogelijke antwoorden:<sup>1854</sup>

- (i) De lidstaten houden zelf toezicht op basis van een al dan niet expansieve opvatting van het territorium.
- (ii) De lidstaten vertrouwen op het toezicht door andere lidstaten.
- (iii) De lidstaten vertrouwen op supranationaal toezicht door Europese instellingen, welk supranationaal toezicht kan bestaan uit direct toezicht op financiële onderneming of

---

<sup>1850</sup> EMIR, art. 4 lid 1.

<sup>1851</sup> V. Hatzopoulous, '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.

<sup>1852</sup> VEU, art. 4 lid 3.

<sup>1853</sup> Hiermee doel ik op feitelijke redenen. Uiteraard is het binnen de Europese rechtsorde juridisch niet altijd mogelijk het toezicht alsnog te gaan uitoefenen. In dit hoofdstuk wordt dit genegeerd, omdat in dit hoofdstuk niet het positieve recht centraal staat, maar het recht zoals dit naar mijn oordeel zou moeten luiden.

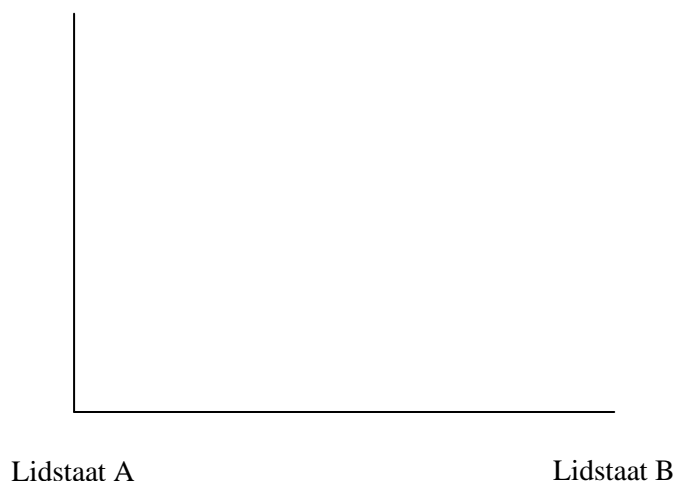
<sup>1854</sup> Zie tevens conclusie AG Bot 4 oktober 2012, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 71-74, 79 en 89 die hier uitlegt dat als een stelsel dat berust op uitsluitend de goede wil van lidstaten onvoldoende functioneert, de enige opties zijn het instellen van supranationaal toezicht of het toezicht zelf te hand nemen.

toezicht door een Europese instelling op het toezicht dat door lidstaten wordt uitgevoerd.<sup>1855</sup>

- (iv) Een mengeling van de drie opties hierboven.

Hieronder is dit grafisch weergegeven. Concreet kan de toezichtsverantwoordelijkheid en bevoegdheid voor een bepaalde financiële activiteit of onderneming zich ergens binnen de twee assen bevinden.

EU instelling, bijv.  
ESMA, EBA, EIOPA,  
ECB of SRB



## 1.2. Subsidiariteit en proportionaliteit als uitgangspunten voor de competentieverdeling tussen lidstaten en Europese instellingen

### 1.2.1. Inleiding

Bij de beantwoording van de vraag of bepaald overheidsoptreden op het niveau van de lidstaten of juist op het niveau van de Europese Unie moet worden georganiseerd, hanteert men het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel.<sup>1856</sup>

Zowel het subsidiariteitsbeginsel, als het proportionaliteitsbeginsel is vastgelegd in het VEU:<sup>1857</sup>

“Krachtens het subsidiariteitsbeginsel treedt de Unie op de gebieden die niet onder haar exclusieve bevoegdheid vallen, slechts op indien en voor zover de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten op centraal, regionaal of lokaal niveau kunnen worden verwezenlijkt, maar vanwege de omvang of de gevolgen van het overwogen optreden beter door de Unie kunnen worden bereikt.”

<sup>1855</sup> Zie in zelfde zin Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 122 die schrijft over Europese agentschappen in het algemeen: “Their existence is an admission of the lack of trust among Member States’ authorities and their subsequent unwillingness to apply the principle of mutual recognition in certain sensitive areas.”

<sup>1856</sup> Zie over het subsidiariteitsbeginsel en proportionaliteitsbeginsel uitvoerig R. Schütze, *EU Competences: Existence and Exercise in: A. Arnulf and D. Chalmers (red.), The Oxford Handbook of European Union Law*, OUP, Oxford 2015, p. 90 e.v., A. Buijze, *Shared Regulatory Regimes through the Lens of Subsidiarity: Towards a Substantive Approach*, *Utrecht Law Review* 2014, p. 67-79, G. Davies, *Subsidiarity: the wrong idea, in the wrong place, at the wrong time*, *CML Rev.* 2006, p. 63-84, G. A. Bermann, *Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community and The United States*, *Columbia Law Review* 1994, p. 331-456 en specifiek met betrekking tot regulering van de financiële sector Y. V. Avgerinos, *EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator*, *Jean Monnet Working Paper 7/03*, p. 11 e.v.

<sup>1857</sup> VEU, art. 5 lid 3 en lid 4.

“Krachtens het evenredigheidsbeginsel gaan de inhoud en de vorm van het optreden van de Unie niet verder dan wat nodig is om de doelstellingen van de Verdragen te verwezenlijken.”

Ingevolge het subsidiariteitsbeginsel mag de Europese Unie pas optreden, als optreden door de lidstaten zelf onvoldoende soelaas biedt en optreden door de Europese Unie tot een betere oplossing leidt. Ingevolge het evenredigheidsbeginsel mag de Europese oplossing niet belastender zijn dan nodig om de Europese doelen te bereiken.<sup>1858</sup> Het subsidiariteitsbeginsel geldt ook voor de toepassing van de regels van de Europese Unie (*executive action*), waaronder dus ook het financiële toezicht.<sup>1859</sup> Davies stelt voor dat het Europese Hof bovendien zou moeten afwegen of het doel dat Europese ingrijpen zou moeten rechtvaardigen (bijvoorbeeld nadere realisering van interne markt) wel altijd in verhouding staat met de nadeling van de oplossing (bijvoorbeeld verlies van autonomie van de lidstaat).<sup>1860</sup> Craig is kritisch ten aanzien van deze gedachte, hoewel hij geen inhoudelijk bezwaar lijkt te hebben tegen deze politieke vraag, ziet hij hier geen rol voor het Hof weggelegd.<sup>1861</sup> Indien de Europese Unie zou kunnen volstaan met het maken van de financiële toezichtsregels, maar het toezicht even goed kan worden uitgeoefend door de lidstaten zelf of Europees toezicht zeer bezwaarlijke neveneffecten met zich brengt die zwaarder wegen dan het probleem dat het Europees toezicht oplost, dan dient dus de voorkeur te worden gegeven aan toezicht door de lidstaten.

Volgens Trachtman leidt het subsidiariteitsbeginsel tot de conclusie dat alleen voor een internationale (of Europese) oplossing wordt gekozen, als sprake is van een marktfalen dat niet op lokaal niveau kan worden opgelost.<sup>1862</sup> Marktfalen moet niet strikt economisch worden opgevat, maar het gaat erom of de nationale overheid alle doelen effectief kan bereiken.<sup>1863</sup> Overigens betekent aanwezigheid van enig marktfalen niet automatisch dat dan naar een hoger niveau moet worden uitgeweken, men kan ook tot de conclusie komen dat de redenen die pleiten voor lokaal toezicht niettemin in de concrete casus sterker zijn. Er is dus sprake van een afweging die op politiek niveau wordt gemaakt.<sup>1864</sup>

### 1.2.2. Toepassing van het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel

De meeste auteurs zijn van oordeel dat het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel in de praktijk moeilijk zijn te handhaven door het Hof van Justitie.<sup>1865</sup> Het ontbreekt niet aan een

<sup>1858</sup> G. A. Bermann, Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community And The United States, *Columbia Law Review* 1994, p. 386.

<sup>1859</sup> R. Schutze, EU Competences: Existence and Exercise in: A. Arnall and D. Chalmers (red.), *The Oxford Handbook of European Union Law*, OUP, Oxford 2015, p. 93 en R. M. Lastra, The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe, *Columbia Journal of European Law* 2003, p. 5. Op het subsidiariteitsbeginsel bij de execution action (in casu de handhaving van het mededingingsrecht) is tevergeefs een beroep gedaan in zaak GvEA 8 maart 2007, T-339/04 (*France Télécom SA/Commissie*), rov. 89. Naar mijn oordeel is deze zaak echter niet leidend voor het financiële toezichtsrecht omdat de Europese Commissie bij het mededingingsrecht haar handhavende bevoegdheid rechtstreeks uit het VWEU ontleende, terwijl bij financieel toezicht dit niet het geval is. Zie nader F. Rizzuto, Parallel competence and the power of the EC Commission under Regulation 1/2003 according to the Court of First Instance, *European Competition Law Review* 2008, p. 286-297.

<sup>1860</sup> Davies wijst erop dat het subsidiariteitsbeginsel deze vraag in praktijk niet stelt, omdat subsidiariteit louter kijkt hoe de doelen van de Europese Unie het best kunnen worden gerealiseerd. Het subsidiariteitsbeginsel beantwoordt anders dan het proportionaliteitsbeginsel stricto sensu niet of de Europese doelen moeten voorgaan op het nationale belang van autonomie (zie G. Davies, Subsidiarity: the wrong idea, in the wrong place, at the wrong time, *CML Rev.* 2006, p. 67).

<sup>1861</sup> P. Craig, Subsidiarity: A Political and Legal Analysis, *Journal of Common Market Studies* 2012, supplement p. 82.

<sup>1862</sup> J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 64.

<sup>1863</sup> J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 100.

<sup>1864</sup> Zie in zelfde zin Th. Fischer en N. Schley, Organizing a Federal Structure for Europe; An EU Catalogue of Competences, Bertelsmann Foundation Publishers, Gütersloh 2000, te verkrijgen op [http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal\\_structure.htm](http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal_structure.htm), p. 19, G. A. Bermann, Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community And The United States, *Columbia Law Review* 1994, p. 389 en G. Davies, Subsidiarity: the wrong idea, in the wrong place, at the wrong time, *CML Rev.* 2006, p. 81-83.

<sup>1865</sup> R.H. van Ooik, Evenredigheid in het EU-recht, *RegelMaat* 2013, p. 168, R. Schutze, EU Competences: Existence and Exercise in: A. Arnall and D. Chalmers (red.), *The Oxford Handbook of European Union Law*, OUP, Oxford 2015, p. 92 en 94 en HM Government, Review of the Balance of Competences between the United Kingdom and the European Union, Subsidiarity and Proportionality, December 2014, p. 54 en 70. Zie bijv. voor afgewezen een beroep op het subsidiariteitsbeginsel in het financiële toezicht HvJEU 13 mei 1997, C-233/94 (*Duitsland/Europees Parlement en Raad*), rov. 26.

rechtsingang; een financiële onderneming of lidstaat die wordt geconfronteerd met een uitvoerend besluit van een Unie-instelling kan zich op grond van artikel 263 jo. 277 VWEU tegen dit besluit verzetten, indien de Uniewetgeving waaruit dit besluit volgt strijdig is met het subsidiariteitsvereiste.<sup>1866</sup> Het is echter moeilijk de zaak ook te winnen. Een reden hiervoor is dat het Hof de toevoegde waarde van een toekomstige maatregel moet vergelijken met de hypothetische situatie dat de maatregel niet wordt getroffen, een voor een rechter onmogelijke toets om aan te leggen.<sup>1867</sup> Craig meent daarentegen dat er te weinig zaken door het Hof zijn behandeld om tot een zinvolle conclusie te komen dat het Hof te makkelijk zou zijn.<sup>1868</sup> Ook voor het proportionaliteitsbeginsel geldt dat het naar zijn aard een politieke afweging is, als bijvoorbeeld moet worden gekozen tussen de ‘accountability’ voordelen van lokaal toezicht of de economische voordelen van Europees toezicht. Dit alles neemt echter niet weg dat deze beginselen wel de politieke richting aangeven en wel leidend zouden moeten zijn bij de beantwoording van de vraag of toezicht op Europees of nationaal niveau wordt ingericht. In de meeste richtlijnen echter wordt weliswaar naar het subsidiariteitsbeginsel verwezen, maar deze aanroep van het subsidiariteitsbeginsel is altijd zo beknopt en zo weinig feitelijk onderbouwd, dat niet duidelijk wordt waarom in het specifieke geval optreden door de Europese Unie gerechtvaardigd is.

Ik zal daarom hierna het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel operationaliseren. Hiermee bedoel dat ik aangeef welke concrete gezichtspunten zouden moeten worden afgewogen bij de beoordeling of toezicht op Europees niveau wel of niet aan deze beginselen voldoet. Uiteraard is het een kwestie van waardering welk gezichtspunt uiteindelijk doorslaggevend is.

### 1.3. Welke lidstaat moet toezicht houden?

Naast de vraag of toezicht op Europees niveau of nationaal niveau moet plaatsvinden, staat in dit proefschrift de vraag centraal hoe de toezichtsbevoegdheid tussen lidstaten moet worden verdeeld, als de toezichtsbevoegdheid zich dus niet op Europees niveau bevindt. Verrassend genoeg is hierover, in ieder geval voor zover het gaat om de verdeling van bevoegdheden tussen lidstaten binnen Europa onderling, weinig theorievorming. De discussie betreft steeds de vraag of een lidstaat (i) zijn eigen materiële regels moet toepassen of (ii) genoeg moet nemen met toepassing van de afwijkende materiële regels van een ander lidstaat, of (iii) dat de regels op Europees niveau geharmoniseerd moeten worden. Er is echter nauwelijks academische discussie over de vraag, welke lidstaat toezicht moet houden, als de materiële regels eenmaal zijn geharmoniseerd en niet is gekozen voor Europees toezicht. Met andere woorden: in de discussie wordt genegeerd dat gelijklopende regels in de praktijk verschillend kunnen worden toegepast, zowel bij de beoordeling of bepaald gedrag op basis van de regels is toegestaan als bij de keuze welke prioriteiten te stellen bij het toezicht.

Met name drie vragen komen in de discussie over de inrichting van het Europees toezichtslandschap zelden naar voren:

- (i) Is het redelijk dat de host-state ervan moet uitgaan dat de home-state mede in zijn belang toezicht zal houden? De facto heeft het Europese recht namelijk een -niet in de praktijk geteste- juridische fictie gecreëerd dat lidstaten zich altijd netjes zullen gedragen en dat lidstaten daarom op elkaar moeten vertrouwen.<sup>1869</sup>

<sup>1866</sup> Zie 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, waarin particulieren zich -weliswaar vergeefs, aangezien eraan was voldaan- beriepen op het principe van subsidiariteit en hierin door het Hof werden ontvangen.

<sup>1867</sup> G. A. Bermann, Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community And The United States, *Columbia Law Review* 1994, p. 385 en 391.

<sup>1868</sup> P. Craig, Subsidiarity: A Political and Legal Analysis, *Journal of Common Market Studies* 2012, supplement p. 80.

<sup>1869</sup> Zie uitvoerig hoofdstuk 4.2.2 van Deel A.



- (ii) Waarom is de lidstaat waar zich de statutaire zetel of vestiging van een financiële onderneming bevindt in beginsel de home-state, zelfs indien de activiteiten van de financiële onderneming en daarmee mogelijke impact in de host-state veel groter zijn?<sup>1870</sup>
- (iii) Waarom is er geen algemeen beginsel dat stelt dat een host-state zelf toezicht moet houden, tenzij erkenning van het toezicht door de home-state duidelijk iets toevoegt? Vreemd is namelijk dat overdracht van toezichtsbevoegdheden aan Europese instellingen ingevolge het subsidiariteitsbeginsel en proportionaliteitsbeginsel moet worden gerechtvaardigd, terwijl de overdracht van toezichtsbevoegdheden aan een andere lidstaat, waarover de host-state nog minder heeft te zeggen dan een Europese instelling, niet gerechtvaardigd behoeft te worden. Wederzijdse erkenning is namelijk in essentie een overdracht van bevoegdheden van de host-state naar de home-state.<sup>1871</sup> Het is dus geen verticale soevereiniteitsoverdracht maar een horizontale soevereiniteitsoverdracht.<sup>1872</sup> Deze horizontale soevereiniteitsoverdracht is verstrekkender, omdat anders dan bij een verticale soevereiniteitsoverdracht naar een Europese instelling, de host-state in het geheel niets heeft te zeggen over hoe de home-state de aldus overgedragen bevoegdheden invult. Bij overdracht naar een Europese instelling, heeft de host-state op zijn minst nog enige invloed (als 1 van de 28) op het beleid van de Europese instelling door middel van de diverse (indirecte) verantwoordingsmechanismen tussen (de vertegenwoordigers) van de lidstaten en de Europese instellingen.

De mogelijke verklaring voor het feit dat deze vragen nauwelijks gesteld worden, is dat deze haaks staan op een van de kerndoelen van de Europese Unie, namelijk de interne markt. De interne markt gaat immers van de fictie uit dat het niet uitmaakt welke lidstaat toezicht houdt, zolang de regels gelijkkluidend zijn. Wordt van deze fictie afstand genomen, dan zouden lidstaten toegang tot de nationale markt kunnen voorbehouden aan nationale partijen.<sup>1873</sup> Wat hiervan ook zijn, ik zal hierna proberen in deze leemte te voorzien. Ik beschrijf hierna namelijk welke gezichtspunten van belang zouden moeten zijn bij de keuze welke lidstaat toezicht moet houden.

Toegegeven dient te worden dat deze gezichtspunten gebaseerd zijn op een waardeoordeel. Zo zijn de hierna te bespreken gezichtspunten van marktintegratie of incentives alleen van belang, als men economische groei en efficiëntie belangrijk vindt. Is men echter tegen economische groei of efficiëntie, dan zijn deze gezichtspunten waardeloos. Ik ga er echter vanuit dat bepaalde waarden, als economische groei, het belang van de rechtsstaat en democratische legitimatie algemeen worden gedeeld.

## 1.4. Incentives, externaliteiten en public goods

### 1.4.1. Inleiding

Het wordt algemeen van belang geacht bij de keuze welke overheid voor een bepaald probleem bevoegd is, of deze overheid naar alle waarschijnlijkheid voldoende en de juiste prikkels zal krijgen om het probleem voortvarend en correct aan te pakken. Het gaat erom dat de gevolgen van de uitoefening van de (toezichts)bevoegdheden zowel in positieve zin als in negatieve zin door de

<sup>1870</sup> Deze vragen worden wel opgebracht, maar niet beantwoord met betrekking tot de vrijheid om onder home-state supervisie in een ander land te werken door de K. Nicolaïdis en S. K. Schmidt, Mutual recognition 'on trial': the long road to services liberalization, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 725.

<sup>1871</sup> J.P. Trachtman, Embedding mutual recognition at the WTO, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 785.

<sup>1872</sup> M. P. Maduro, So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 819.

<sup>1873</sup> Zie in zelfde zin H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1524 en 1525 die erop wijst dat de eis van de ECB dat alle CCPs die instrumenten in Euro clearen zich in de Eurozone moeten bevinden direct conflicteert met de vier vrijheden.

overheid worden gevoeld. Als er gevolgen zijn die de desbetreffende overheid niet raken, moeten deze worden geïnternaliseerd.<sup>1874</sup> Met geïnternaliseerd wordt simpelweg bedoeld, dat deze overheid alsnog de rekening ontvangt voor de kosten en de baten alsnog deze overheid ten goede komen. Trachtman onderscheidt twee typen situaties waarin gevolgen de desbetreffende overheid onvoldoende raken, namelijk ‘externaliteiten’ en ‘public goods’.<sup>1875</sup>

Bij externaliteiten gaat het om effecten van nationale regulering die zich over de grenzen laten voelen. Een voorbeeld van een negatieve externaliteit betreft een home-state die onvoldoende toezicht houdt op een internationale kredietinstelling met gevolg dat deze kredietinstelling failliet gaat. In dat geval zullen niet alleen lokale depositohouders gedupeerd worden, maar ook depositohouders in het buitenland. Voor zover de belangen van deze buitenlandse depositohouders, vanwege economische, politieke of institutionele structuren niet worden meegewogen door de home-state, is dit een externaliteit. Dit is weer niet het geval als deze negatieve externaliteiten door de home-state worden geïnternaliseerd, bijvoorbeeld doordat de home-state via zijn depositogarantiestelsel deze buitenlandse deposito's moet vergoeden. Een voorbeeld van een positieve externaliteit is als de home-state goed toeziet op het risicobeheer van een internationaal verhandelde beleggingsinstelling. Van dit toezicht profiteren namelijk niet alleen de deelnemers in de home-state, maar ook de deelnemers in de host-states.

Bij public goods gaat het om het probleem dat omdat de lidstaat die de positieve gevolgen van toezicht ‘produceert’ hier niet altijd volledig van profiteert. Het gevolg hiervan is dat soms onvoldoende wordt voorzien in toezicht, hoewel meer toezicht zinvol en kostenefficiënt zou zijn. Een voorbeeld hiervan betreft het systeemtoezicht op de derivatenmarkt. Hoe meer lidstaten bijdragen door relevante informatie te verzamelen en te delen, hoe beter het beeld wordt voor alle betrokken lidstaten. Voor elke individuele lidstaat is dit echter kostbaar om te organiseren. Een individuele lidstaat, zeker een kleinere lidstaat, zou hiertoe dan niet snel overgaan, omdat dit hem individueel weinig oplevert maar veel kost. Het probleem van public goods is, dat deze vaak onvoldoende worden geleverd vanwege free riders gedrag.<sup>1876</sup>

Een lidstaat kan ook in het nationale belang handelen door toegang tot zijn eigen markt te ontzeggen aan buitenlandse partijen.<sup>1877</sup> Dit is naar mijn oordeel echter geen externaliteit, aangezien alle kosten binnen de lidstaat vallen. De lidstaat bevoordeelt weliswaar de nationale industrie, maar benadeelt hierdoor vooral zijn eigen cliënten. Buitenlandse financiële ondernemingen of economieën lijden hier slechts indirect onder, namelijk slechts doordat de financiële ondernemingen een mogelijkheid om winst te maken of een grotere schaal te behalen wordt ontzegd.

Ik verklaar hierna nader waarom deze externaliteiten voorkomen.

---

<sup>1874</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 215 en 217 en M. p. Maduro, So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 816.

<sup>1875</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 720-721. Zie in zelfde zin A. Buijze, Shared Regulatory Regimes through the Lens of Subsidiarity: Towards a Substantive Approach, *Utrecht Law Review* 2014, p. 73, Th. Fischer en N. Schley, Organizing a Federal Structure for Europe; An EU Catalogue of Competences, Bertelsmann Foundation Publishers, Gütersloh 2000, te verkrijgen op [http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal\\_structure.htm](http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal_structure.htm), p. 22 en 23 en R. E. Levy, The law and economics of supranationalism: the European Union and the subsidiarity principle in collective action perspective, *European Journal of Law Economics* 2015, p. 16.

<sup>1876</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 721.

<sup>1877</sup> Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 28 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. 203.

### 1.4.2. Lidstaten en hun functionarissen beschermen en behartigen nationale belangen

De eerste reden waarom externaliteiten voorkomen is, omdat lidstaten nationale belangen behartigen. Lidstaten zullen de neiging hebben het toezicht voor zover zij daar zelf niet direct baat bij hebben niet te streng en nauwgezet uit te oefenen.<sup>1878</sup> Tevens kunnen zij keuzes maken waarbij zij het nationale belang laten voorgaan op het belang van andere lidstaten.<sup>1879</sup> Hoe groter het beroep op solidariteit tussen lidstaten, hoe minder gerechtvaardigd het is dat lidstaten op elkaar vertrouwen.<sup>1880</sup> Je kan de vraag stellen in hoeverre zich dit verdraagt met het beginsel van gemeenschapstrouw en de diverse oproepen in de Europese financiële regelgeving om toch vooral het Europese belang te behartigen, maar de praktijk is dat nationale toezichthouders vooral nationale belangen behartigen.

Er zijn vier onderliggende redenen waarom de belangen van toezichthouders uit verschillende lidstaten van elkaar kunnen afwijken.

#### (i) Allocatie van schaarse middelen

Toezichthouders hebben een beperkt budget. Zij zullen daarom moeten prioriteren en zich daarbij laten leiden door hun stakeholders. Bij veel toezichthouders bestaan de stakeholders uit de nationale politiek en bureaucratie. De nationale politiek en bureaucratie zullen vooral geïnteresseerd zijn in de belangen van lokale burgers, bedrijven en de lokale economie. Het gevolg hiervan is, dat een toezichthouder die zijn schaarse middelen moet verdelen tussen toezicht ten behoeve van lokale klanten en toezicht ten behoeve van klanten die zich over de grens bevinden, prioriteit zal geven aan de lokale klanten. Uiteraard kunnen er andere redenen zijn, bijvoorbeeld de reputatie van de nationale financiële sector, om toch wel toezicht te houden, maar uitgangspunt is dat lidstaten vooral toezicht houden op die zaken waarbij deze een nationaal belang hebben.

#### (ii) Keuze voor nationale belangen bij concrete beslissingen

Behalve dat men keuzes moet maken hoe men de schaarse toezichtscapaciteit inzet, zullen toezichthouders ook in concrete gevallen belangen moeten afwegen. Dit komt het meest pregnant naar voren in situaties waarbij faillissement van een financiële onderneming, in het bijzonder van een kredietinstelling, dreigt.<sup>1881</sup> Als de toezichthouder ingrijpt, dan leidt dit meestal direct tot het faillissement van de financiële onderneming. De zittende cliënten -bij kredietinstellingen depositohouders- en contractuele wederpartijen zullen hieronder lijden. Grijpt de toezichthouder niet in, dan bestaat de kans dat de financiële onderneming het tij weet te keren. Anderzijds zal de financiële onderneming nieuwe cliënten/depositohouders aantrekken. Als de zittende depositohouders zich in dezelfde lidstaat als de toezichthouder bevinden en de nieuwe depositohouders in het buitenland, dan zal de toezichthouder in de verleiding komen niet in te grijpen. In het bijzonder tijdens crisissituaties kiezen nationale toezichthouders voor nationale belangen.<sup>1882</sup>

<sup>1878</sup> P.H. Verdier, Mutual Recognition in International Finance, Harvard International Law Journal 2011, p. 55-107, p. 67 en 79.

<sup>1879</sup> E.J. Pan, Challenge of International Cooperation and Institutional Design in Financial Supervision: Beyond Transgovernmental Networks, *Chicago Journal of International Law* 2010, p. 272 en Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 4, 16 en 19.

<sup>1880</sup> M. p. Maduro, So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 823-824.

<sup>1881</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 737 (met voorbeelden), p. 739, Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 16 en FSB, Nordic experience of cooperation on cross-border regulation and crisis resolution, Report from a RCG Working Group, 28 juli 2016, p. 22 en 27.

<sup>1882</sup> 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. 205.

(iii) Promotie van de nationale financiële sector

Behalve dat toezichthouders toezicht moeten houden, hebben zij er ook belang bij dat het de nationale financiële sector goed gaat en dat deze groeit. Dit belang is zowel indirect als direct. Toezichthouders hebben hier een indirect belang bij, omdat de nationale overheid hierbij een belang heeft. Het belang van de nationale overheid bestaat uit de bijdrage aan de economie (belastinginkomsten en werkgelegenheid) van de nationale financiële sector. Het directe belang van de toezichthouder is erin gelegen dat de macht en status van de toezichthouder afhangt van de omvang van de financiële sector waarop hij toezicht houdt. Als de financiële sector krimpt, dan ligt het voor de hand dat ook de toezichthouder zal moeten inkrimpen. Een nationale toezichthouder kan dus ertoe genegen zijn een oogje dicht te knijpen, als dit in het belang wordt gedacht van de nationale financiële sector. Sommige toezichthouders hebben zelfs expliciet als opdracht om de groei van de nationale financiële sector te bevorderen.<sup>1883</sup>

(iv) Carrièrepaden van het personeel van de toezichthouder

Nationale belangen werken niet alleen door via de politieke verantwoording en de positie van stakeholders, maar eveneens via de carrièrepaden van het personeel bij de toezichthouder.<sup>1884</sup> Zolang het personeel zich in nationale carrièrepaden bevindt, zullen zij zich vooral richten op nationale belangen en onderwerpen. Dit verklaart niet alleen het belang en de opstelling van nationale toezichthouders, maar kan ook verklaren hoe besluitvorming binnen Europese toezichthouders tot stand komt, als de functionarissen via nationale lijnen zijn benoemd of na een vooraf in duur beperkte detachering hun carrière weer moeten voortzetten bij de nationale toezichthouder waar zij vandaan kwamen. De European Court of Auditors concludeerde dat de voorzitters van de nationale banktoezichthouders in hun functie als leden van de Board of Supervisors van EBA langs nationale lijnen stemden.<sup>1885</sup> Met andere woorden: door een functionaris van een Europese toezichthouder gevangen te houden in een nationaal carrièrepad of langs nationale lijnen te benoemen, blijft deze functionaris nationaal denken en handelen.

### 1.4.3. Wanneer komen externaliteiten voor?

Dat toezichthouders en nationale functionarissen in beginsel nationaal gedreven zullen handelen, betekent niet automatisch dat zij dit in een concreet geval zullen en/of kunnen doen. Er zijn diverse situaties waarin het waarschijnlijker is dat externaliteiten voorkomen, althans tot negatieve gevolgen leiden, maar ook diverse omstandigheden die het risico hierop verkleinen.

#### 1.4.3.1. Mitigerende factoren

De volgende omstandigheden verkleinen het risico op het zich realiseren van externaliteiten:

(i) Controle door de klant vooraf

Externaliteiten zullen minder snel voorkomen, als (i) de klant of wederpartijen hierdoor eveneens gedupeerd raken en (ii) deze klanten of wederpartijen over de kennis beschikken om hierop te monitoren. Zo zal inadequaat toezicht door de home-state op een financiële onderneming minder kans krijgen, als klanten de kwaliteit van het toezicht kunnen beoordelen. De klanten zullen dan immers

<sup>1883</sup> L. B. Smaghi, 'A Financial Stability Framework for Europe: Managing Financial Soundness in an Integrated Market' CFS-IMF Conference, Frankfurt am Main (26 September 2008), available at <http://www.ecb.int/press/key/date/2008/html/sp080926.en.html>.

<sup>1884</sup> 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. 475-477.

<sup>1885</sup> European Court of Auditors, Special report; European banking supervision taking shape - EBA and its changing context, 2014, p. 25.

hun geld niet aan financiële ondernemingen uit deze lidstaten toevertrouwen. Omdat professionele cliënten meestal beter in staat zijn de kwaliteit van toezicht te beoordelen, zal een toezichthouder op de professionele markten minder ruimte hebben om inadequaate toezicht te houden, tenzij uiteraard de professionele cliënten ook belang erbij hebben dat onvoldoende toezicht wordt gehouden. Anderzijds moet ook de mogelijkheid van professionele klanten om zich een oordeel te vormen over de kwaliteit van het toezicht niet worden overschat, aangezien toezicht meestal achter de schermen plaatsvindt.

(ii) Controle door de klant achteraf

Het is uiteraard mogelijk dat de klant de toezichthouder achteraf controleert, dat wil zeggen als de schade door het inadequate toezicht eenmaal is geleden. Dat de klant hiervoor tijd, geld en energie vrijmaakt, is waarschijnlijker dan dat hij dit doet voordat hij zaken doet met een financiële onderneming. De reden hiervoor is dat de klant dan niet al het toezicht moet onderzoeken, maar alleen het toezicht dat is misgegaan. Wil dit toezicht achteraf invloed hebben op de kwaliteit van het toezicht, dan is wel vereist dat dit alsnog tot gevolgen leidt voor de toezichthouder. Met andere woorden: dat de toezichthouder als nog de gevolgen van het inadequate toezicht internaliseert. Concreet vereist dit dat de toezichthouder door de klant achteraf aansprakelijk kan worden gesteld. Is hiervoor een reële mogelijkheid, dan is ook controle achteraf een rem op de neiging van de toezichthouder om uitsluitend in het nationale belang te handelen.

(iii) Controle door andere lidstaten

De home-state kan minder externaliteiten op de host-state afwentelen als de host-state (i) de home-state kan controleren<sup>1886</sup> en (iia) mogelijkheden heeft om in geval van gebleken ongeregelheden toegang tot zijn markt door financiële ondernemingen van de home-state te weigeren of (iib) op andere wijze de lidstaat die niet voldoet aan de regels kan straffen. Vandaar dat sommige schrijvers het als essentieel beoordelen dat de host-state ingeval van gebleken overtredingen toegang tot de markt moet kunnen opschorten.<sup>1887</sup> Netwerken van toezichthouders voldoen daarom alleen als er voldoende mogelijkheden zijn om deelnemers aan het netwerk die niet goed meedoen te straffen.

Problematisch is wel dat onvoldoende toezicht meestal moeilijk is aan te tonen, omdat toezichthouders zowel bij de inhoudelijke beslissingen die zij nemen als bij beslissingen over de intensiteit van het toezicht discretionaire marge hebben. Het is voor de host-state daarom moeilijk om aan te tonen dat de home-state zijn verplichtingen verzuimt, tenzij de home-state overduidelijk discriminerende beslissingen neemt. Dit betekent ook dat controle door de host-state alleen zinvol is, als niet al te hoge eisen worden gesteld aan een besluit van de host-state om financiële ondernemingen uit de home-state tijdelijk van de markt te weren.

(iv) Herhaalde samenwerking

Als lidstaten vaker met elkaar moeten samenwerken, hebben zij meer te verliezen bij een verslechtering van de samenwerking.<sup>1888</sup> Zelfs als de home-state in een concreet geval erbij kan winnen door minder adequaat toezicht te houden, zal deze hiervan afzien, omdat de host-state dan in een volgend geval ook minder zorgvuldig met de belangen van de home-state zal omgaan. Dit vooronderstelt uiteraard wel dat ook financiële ondernemingen uit de host-state actief zijn in de home-state. Er moet dus geen eenrichtingsverkeer zijn.

<sup>1886</sup> P.H. Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, Harvard International Law Journal 2011, p. 67.

<sup>1887</sup> 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. 90.

<sup>1888</sup> P.H. Verdier, *Mutual Recognition in International Finance*, Harvard International Law Journal 2011, p. 55-107, p. 67.

(v) Controle door supranationale instellingen

Als lidstaten elkaar niet kunnen controleren, kan voorkomen worden dat lidstaten hun nationale belangen laten prevaleren door supranationale instellingen te laten controleren.<sup>1889</sup> Net als bij controle door lidstaten onderling geldt wel dat de bewijslast voor de controlerende supranationale instellingen niet te hoog moet zijn, omdat inadequaat toezicht moeilijk is aan te tonen.

#### 1.4.3.2. Risico verhogende factoren

De volgende omstandigheden vergroten het risico dat externaliteiten zich zullen realiseren:

(i) De mogelijkheid onderscheid te maken tussen lokaal toezicht en toezicht in het buitenland

Als het praktisch mogelijk is voor de home-state bij het toezicht onderscheid te maken tussen zijn lokale burgers/belangen en buitenlandse burgers/belangen, heeft deze meer mogelijkheden de gevolgen van het beleid af te wentelen in het buitenland. Lokale burgers lijden daar dan immers niet onder. Een eenvoudig voorbeeld waarbij onderscheid kan worden gemaakt, betreft de controle op de naleving van het gedragstoezicht bij kredietverlening. Bij in de praktijk gescheiden markten, zoals bijvoorbeeld voor hypothecair krediet, kan de home-state er voor kiezen uitsluitend de brochures die gericht zijn op de thuismarkt te controleren. Bij UCITS prospectussen en KIIDs kan dit niet, omdat het UCITS prospectus en KIID in de hele Europese Unie -behoudens vertaling- precies gelijk moet zijn. Bij het toezicht op UCITS prospectussen en KIIDs geldt dus dat de home-state door de belangen van de nationale klanten te behartigen automatisch de belangen behartigt van de buitenlandse klanten.

(ii) Een kleine thuismarkt

Lidstaten met een kleine thuismarkt hebben eerder belang erbij de belangen van de financiële ondernemingen boven die van de klant, de integriteit van de financiële markten of de reële economie te laten prevaleren. Als risico zich realiseren worden deze immers afgewenteld op de hoofdzakelijk buitenlandse klanten, terwijl de winsten, de werkgelegenheid en de belastingopbrengsten van de financiële ondernemingen lokaal worden genoten. Zonder te pretenderen uitputtend feitelijk onderzoek te hebben gedaan, durf ik de stelling aan dat het met name kleine lidstaten zijn die zich bijzonder inspannen om bedrijven uit de financiële sector aan te trekken met licht toezicht.<sup>1890</sup>

Een voordeel dat wel wordt genoemd van een Europese toezichthouder, is dat deze minder snel onderhevig zal worden aan 'regulatory capture'.<sup>1891</sup> Regulatory capture is het fenomeen dat de toezichthouder alleen in het belang van de industrie of bepaalde lobby groepen gaat handelen. De reden dat een Europese toezichthouder hiervoor minder vatbaar zou zijn, is omdat deze zich verder van de marktpartijen bevindt. Ik verklaar dit anders. Een Europese toezichthouder bevindt zich niet zo zeer verder van de marktpartijen, maar binnen zijn jurisdictie bevinden zich automatisch alle partijen, zowel industrie als cliënten, als de belastingbetaler. Met andere woorden: toezicht op Europees niveau is het tegenovergestelde van een kleine thuismarkt.

<sup>1889</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 720-722 en 739-740 en p. H. Verdier, Mutual Recognition in International Finance, *Harvard International Law Journal* 2011, p. 55-107, p. 68.

<sup>1890</sup> Ik noem Cyprus en Malta en -in ieder geval voor de crisis- IJsland. Daarnaast zijn er Luxemburg en Ierland voor de fondsenindustrie. Andere landen doen ook moeite om financiële instellingen aan te trekken -denk aan alle lidstaten op het vaste land die zich nu voortuilopend op de Brexit inspannen om financiële instellingen uit Londen aan te trekken-, maar doen dit naar mijn oordeel niet door het niveau van het toezicht te verlagen.

<sup>1891</sup> Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 30.

(iii) Immunititeit van de toezichthouder

Sommige toezichthouders zijn de facto niet aansprakelijk voor hun handelen, omdat in nationale regelgeving en jurisprudentie is geregeld dat deze toezichthouders slechts bij hoge uitzondering aansprakelijk zijn.<sup>1892</sup> Dit kan enerzijds ertoe leiden dat de toezichthouder te weinig toezicht houdt. Cliënten die schade hebben geleden doordat de toezichthouder onvoldoende toezicht heeft gehouden, kunnen dit immers niet op de toezichthouder verhalen. Anderzijds kan de toezichthouder ook te activistisch gaan optreden, doordat financiële ondernemingen hun schade van de naderhand gebleken onrechtmatige toezichtbesluiten niet op de toezichthouder kunnen verhalen. Met andere woorden: de facto immunititeit van toezichthouders leidt ertoe dat de gevolgen van het toezicht niet worden geïnternaliseerd door de toezichthouder. Dit maakt dat de toezichthouder niet ertoe wordt gedwongen met deze belangen rekening te houden. Externaliteiten blijven dus voortbestaan.

(iv) De omvang van het risico dat buiten de home-state valt

Bij hele grote risico's die zich voor een groot deel buiten de home-state realiseren, is het risico op gedrag dat andere lidstaten benadeelt het grootst.<sup>1893</sup> Dan is voor de home-state immers in één keer heel veel te winnen in het heden, terwijl de winst van goede samenwerking zich pas over de lange termijn uitbetaalt. Rationele actoren zullen dan niet samenwerken, maar voor hun eigen belang kiezen.<sup>1894</sup> Dan is controle na afloop te laat en kan alleen controle en dwang vooraf een oplossing bieden.

Bovendien kan het risico zo groot zijn, dat de toezichthouder dit in de praktijk niet kan dragen. Als een toezichthouder toezicht moet houden op financiële ondernemingen die vanuit de optiek van de desbetreffende toezichthouder *too big to save* zijn, leidt dit tot *moral hazard*. De voordelen van licht toezicht worden lokaal genoten, maar de nadelen worden internationaal afgewend. Een treffend voorbeeld betrof de ondergang van de IJslandse banken Landsbanki en Kaupthing die in verhouding tot de economie van IJsland zo groot waren, dat IJsland niets anders kon dan deze failliet laten gaan.<sup>1895</sup>

#### 1.4.4. Territorium en incentives

Als wij uitgaan van de huidige gedachte dat wordt aangesloten bij het territorium om te bepalen welke lidstaat primair toezicht houdt, dan houdt men in de huidige wereld daardoor vaak geen rekening met de incentives van deze toezichthouder. Aansluiting bij het territorium leidt dus niet alleen tot onderregulatie, waarbij de host-state onvoldoende grip heeft op de activiteiten die van belang zijn voor zijn territorium (zie paragraaf 1.1.2 hiervoor). Aansluiting bij het territorium leidt ook tot overregulatie waarbij de home-state grip heeft op activiteiten terwijl deze geen of slechts een beperkt gevolg hebben op zijn territorium. Ook hierom voldoet territorium dus niet meer als gezichtspunt om de toezichtbevoegdheid toe te delen.

<sup>1892</sup> Zie over toezichthoudersaansprakelijkheid uitvoerig E.J. van Praag, Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders naar Europees recht, *SEW* 2014, p. 214-231 en de daar aangehaalde literatuur en jurisprudentie.

<sup>1893</sup> P.H. Verdier, Mutual Recognition in International Finance, *Harvard International Law Journal* 2011, p. 96.

<sup>1894</sup> D. Schoenmaker, Burden Sharing: From Theory To Practice, oktober 2010, DSF Policy Paper nr. 6, p. 1.

<sup>1895</sup> Zie in zelfde zin reeds voor de Landsbanki crisis R.A. Eisenbeis, Home Country versus Cross-Border Negative Externalities in Large Banking Organization Failures and How to Avoid Them, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series 2006, Working Paper 2006-18, p. 17. Zie over Kaupthing Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 12-14.

## 1.5. Efficiëntie (kosten van toezicht)

Toezicht dient ook (kosten)efficiënt te zijn.<sup>1896</sup> Die toezichthouder moet bevoegd zijn die tegen de laagste kosten het beste toezicht kan houden. In beginsel gaat het bij dit gezichtspunt om de kosten van de toezichthouder, maar uiteraard moeten ook de kosten van financiële ondernemingen in ogenschouw worden genomen. Een toezichthouder die, omdat hij de taal van de financiële onderneming niet machtig is, alle documentatie door de financiële onderneming laat vertalen is niet efficiënt ook al vallen de kosten strikt genomen niet bij de toezichthouder maar bij de financiële onderneming. De volgende aspecten zijn van belang om te kunnen beoordelen of lokaal toezicht efficiënter werkt dan Europees toezicht of toezicht door een andere lidstaat.

### (i) Fysieke nabijheid

Als de toezichthouder zich fysiek dicht bij de onder toezicht staande onderneming of de klanten bevindt, leidt dit doorgaans tot goedkoper en efficiënter toezicht.<sup>1897</sup> Hiervoor zijn zeer voor de hand liggende redenen, zoals beperkte reiskosten en kennis van de lokale taal. Ook heeft een lokale toezichthouder vaak een betere informatiepositie dan een toezichthouder die zich verder weg bevindt.<sup>1898</sup> Zo zal het voor een in Nederland gevestigde toezichthouder makkelijker zijn om via de media of door eigen ervaring de Nederlandse consumentenmarkten in de gaten te houden, dan een in het buitenland gevestigde toezichthouder.<sup>1899</sup> Frese echter wijst erop dat dit geen aparte toezichthouder per lidstaat met eigen onafhankelijke bevoegdheden vereist, maar dat het voldoende is dat de Europese toezichthouder beschikt over lokale liaison offices.<sup>1900</sup> Bij een Europese toezichthouder zijn dergelijke liaison offices een reële mogelijkheid, maar dit is niet mogelijk als de home-state toezicht gaat houden op het grondgebied van de host-state, aangezien weinig lidstaten een dermate vergaande inbreuk op hun soevereiniteit zullen accepteren.

Anderzijds zal een toezichthouder op internationaal niveau meer inzicht hebben in de inter-institutionele markten. Deze markten zijn namelijk zeer internationaal. Alleen een internationale toezichthouder, kan dan toegang krijgen tot alle relevante informatie.

### (ii) Informatiepositie en informatiedeling

Als de toezichthouder zich verder af bevindt, dan is van belang in hoeverre en tegen welke kosten lokale informatie ook op het supranationale niveau inzichtelijk kan worden gemaakt.<sup>1901</sup> Als dit lastiger is, dan pleit dit voor regulering op lokaal niveau. Is het toezicht datagedreven dan is lokale inkleuring minder relevant, dan als het bijvoorbeeld gaat om een oordeel over de governance van een financiële onderneming of de kwaliteit van informatiemateriaal.

---

<sup>1896</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 215 en European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 10.

<sup>1897</sup> Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 30-33.

<sup>1898</sup> A. Buijze, Shared Regulatory Regimes through the Lens of Subsidiarity: Towards a Substantive Approach, *Utrecht Law Review* 2014, p. 69 en R. E. Levy, The law and economics of supranationalism: the European Union and the subsidiarity principle in collective action perspective, *European Journal of Law Economics* 2015, p. 22.

<sup>1899</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, p. 37.

<sup>1900</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, p. 37

<sup>1901</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 217.



(iii) Economies en diseconomies of scale

Sommige soorten van toezicht worden goedkoper als deze op supranationaal niveau kunnen worden uitgevoerd, omdat dit dubbele werkzaamheden voorkomt.<sup>1902</sup> Frese noemt het voorbeeld dat elke toezichthouder bepaalde diensten individueel zal ontwikkelen, zoals een bibliotheek, persafdeling, domeinnaam etc.<sup>1903</sup> De toezichthouders van kleine lidstaten hebben vaak simpelweg onvoldoende omvang en expertise om op grote internationale financiële ondernemingen toezicht te houden. In de Europese Unie (en internationaal) wordt weliswaar van de juridische fictie uitgegaan dat alle (lid)staten dezelfde capaciteiten hebben, maar dit is feitelijk niet waar.<sup>1904</sup> Goed toezicht vereist een minimale omvang.

Bovendien is het bij toezicht per lidstaat duurder om juridische duidelijkheid te krijgen.<sup>1905</sup> Als in een lidstaat A over een bepaalde kwestie is geprocedeerd, is de toezichthouder in lidstaat B hieraan niet gebonden en zal opnieuw geprocedeerd moeten worden om in lidstaat B juridische duidelijkheid te krijgen. Houdt een Europese instelling toezicht, dan is één oordeel van de Europese rechter voldoende om binnen de hele Europese Unie duidelijkheid te krijgen.

### 1.6. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen

Binnen de Europese Unie probeert men één interne binnenmarkt te creëren waarbij het voor een financiële onderneming niet uitmaakt waar hij gevestigd is. De gedachte hierachter is dat op een grotere interne markt (i) goedkoper geproduceerd wordt omdat bedrijven een grotere schaal halen en (ii) consumenten en bedrijven meer keuze hebben, omdat meer bedrijven in elke lidstaat actief zijn.<sup>1906</sup> Uniek voor de financiële sector is dat marktintegratie ertoe kan leiden dat gespaard kapitaal binnen de Europese Unie de beste -meest redenerende- bestemming vindt, in plaats van dat kapitaal daar geïnvesteerd moet worden waar het is opgehaald.<sup>1907</sup> Er is daarmee een dubbel voordeel, waarbij geldgevers profiteren van een efficiëntere financiële sector met meer investeringsmogelijkheden en geldvragers profiteren van goedkoper kapitaal uit lidstaten waar verhoudingsgewijs meer investeringskapitaal beschikbaar is. Er is dus een economisch belang om deze interne binnenmarkt te creëren. Om deze markt te creëren zijn vier aspecten ten aanzien van de keuze welke toezichthouder toezicht houdt van belang.

(i) Marktintegratie

Het moet voor een financiële onderneming voor zo veel mogelijk om het even zijn of hij in zijn home-state opereert of erbuiten. Als de keuze om buiten de home-state actief te zijn, leidt tot nieuwe

---

<sup>1902</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 726, Th. Fischer en N. Schley, Organizing a Federal Structure for Europe; An EU Catalogue of Competences, Bertelsmann Foundation Publishers, Gütersloh 2000, p. 23, J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 67, en A. Buijze, Shared Regulatory Regimes through the Lens of Subsidiarity: Towards a Substantive Approach, *Utrecht Law Review* 2014, p. 74.

<sup>1903</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, verkregen op <http://dare.uva.nl/document/2/113050>, p. 35.

<sup>1904</sup> 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. 14.

<sup>1905</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, verkregen op <http://dare.uva.nl/document/2/113050>, p. 35.

<sup>1906</sup> Zie uitvoerig, Londen Economics, Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, november 2002, European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 10, Rh. Bollen, The Slow Journey Towards a Global Regulator, *Journal of International Banking Law and Regulation*, p. 458-473, geraadpleegd via SSRN daar p. 15 en Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 24.

<sup>1907</sup> G. A. Ferrarini en 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. 204.

vergunningplichten en nieuwe rapportages naar de toezichthouder van de host-state, dan zal de financiële onderneming deze keuze minder snel maken.<sup>1908</sup> De praktijk leert dat als een lidstaat bevoegd is om toezicht te houden, deze dan om informatie zal verzoeken en bepaalde handelingen zal willen beoordelen, wat tot kosten en praktische afstemmingsproblemen leidt.<sup>1909</sup> Het gevolg is, dat consumenten en bedrijven in de host-state tussen minder financiële ondernemingen kunnen kiezen en dat financiële ondernemingen een minder grote schaal zullen bereiken. Omdat er minder financiële ondernemingen actief zijn in de host-state, zal er minder prijsdruk ontstaan. Consumenten betalen daarom te veel.<sup>1910</sup> Overigens zelfs in geval de financiële onderneming ervoor kiest ondanks de kosten toch in de host-state activiteiten te ontplooiën, zijn de kosten van het dubbele toezicht nadelig voor de cliënt.<sup>1911</sup> Immers deze kosten zullen voor een deel worden doorberekend aan de cliënt.

Daarbij komt dat zelfs als toezichthouders op basis van dezelfde regels toezicht houden zij niettemin andere interpretaties kunnen hebben.<sup>1912</sup> Zelfs als een financiële onderneming geen lokale rapportages hoeft te doen of een lokale vergunning hoeft aan te vragen, dan leidt slechts het risico dat de host-state dezelfde normen afwijkend interpreteert dan de home-state tot de noodzaak zich in deze afwijkende normen te verdiepen, wat kosten met zich brengt.<sup>1913</sup> Als deze afwijkende normen bovendien ertoe leiden dat afwijkende producten of processen moeten worden ingeregeld, dan leidt dit weer tot een extra kostenlaag, wat haaks staat op het doel van marktintegratie. Dit probleem wordt versterkt door de groepsdimensie binnen financiële groepen. Zelfs als strikt genomen de activiteiten in de verschillende lidstaten juridisch te scheiden zijn, dan nog ligt het binnen één commerciële organisatie vaak voor de hand om één governance systeem te hebben.<sup>1914</sup> In de praktijk worden daardoor binnen financiële groepen vaak de strengste normen van de diverse toezichthouders op alle groepsentiteiten toegepast. Feitelijk zijn dan dus alle nationale normen op elkaar gestapeld.

Dit leidt dus tot de conclusie dat een financiële onderneming voor al zijn activiteiten onder het toezicht van één toezichthouder moet staan, althans met zo min mogelijk verschillende toezichthouders van doen moet hebben.<sup>1915</sup>

## (ii) Level playing field

Er moet voor zover mogelijk sprake zijn van een level playing field.<sup>1916</sup> Onder een level playing field wordt verstaan dat de spelregels voor en eisen aan financiële ondernemingen hetzelfde zijn, onafhankelijk van waar zij zijn gevestigd. Zelfs nu de Europese regels in vergaande mate zijn geharmoniseerd, blijken in de praktijk toezichthouders bestaande regels anders in te vullen. Een tekenend voorbeeld is het verschil in houding van de AFM enerzijds en de Engelse en Cypriotische

<sup>1908</sup> E.F. Greene en O.S. Oztan, The attack on national regulation: why we need a global framework for domestic regulation, *Capital Markets Law Journal* 2008, p. 8. E. Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, *CML Rev.* 2005, p. 991.

<sup>1909</sup> Ch. H. Dallara, Containing extraterritoriality to promote financial stability, *Banque de France Financial Stability Review*, no. 17 April 2013, p. 51.

<sup>1910</sup> Zo wordt herhaaldelijk opgebracht dat op de Nederlandse markt consumenten te veel betalen voor hun hypotheek vanwege een gebrek aan buitenlandse toetreders tot de Nederlandse markt. Zie bijv. het bericht op de website van de ACM van 18 april 2013, 'Winstmarges hypotheek gestegen door strengere eisen aan banken', geraadpleegd op <https://www.acm.nl/nl/publicaties/publicatie/11340/Winstmarges-hypotheek-gestegen-door-strengere-eisen-aan-banken/>.

<sup>1911</sup> Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 25.

<sup>1912</sup> Zie in zelfde zin N. Véron en G.B. Wolff, Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, *Journal of Financial Regulation* 2016, p. 145-146.

<sup>1913</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, verkregen op <http://dare.uva.nl/document/2/113050>, p. 34.

<sup>1914</sup> Ch. Brummer, *Territoriality as a Regulatory Technique: Notes from the Financial Crisis*, 79 *U. CIN. L. REV.* 2011, p. 505.

<sup>1915</sup> J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 65. Rh. Bollen, The Slow Journey Towards a Global Regulator, *Journal of International Banking Law and Regulation*, p. 458-473, geraadpleegd via SSRN daar p. 15.

<sup>1916</sup> Dit belang van een level playing wordt ook benoemd in European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 10.

autoriteiten anderzijds jegens aanbieders van binaire opties. De AFM heeft tot aan de hoogste Nederlandse rechter doorgeprocedeerd om geen MiFID vergunning te hoeven verlenen aan een aanbieder van binaire opties, omdat de AFM binaire opties beschouwt als een kansspel.<sup>1917</sup> Ondertussen waren er reeds diverse aanbieders van dezelfde binaire opties actief in Nederland op basis van een Engelse of Cypriotische MiFID vergunning. Met andere woorden: uitsluitend doordat een financiële onderneming in Nederland was gevestigd kon deze minder makkelijk bepaalde diensten verlenen dan buitenlandse concurrenten. Pogingen van de ESAs om de uitleg van regels tussen toezichthouders te harmoniseren lukken niet altijd.<sup>1918</sup> Ook uit mijn eigen werkkkring, als jurist bij financiële ondernemingen, ken ik diverse voorbeelden waarbij toezichthouders gelijklopende regels verschillend interpreteren.<sup>1919</sup>

Een level playing field is vanwege vier redenen van belang.

Ten eerste dient een *race to the bottom* te worden voorkomen waarbij financiële ondernemingen zich daar vestigen waar het toezicht het lichtst is en lidstaten onder druk komen te staan de toezichtseisen eveneens te verlagen, hoewel zij menen dat dit niet in het algemene belang is. Ik ga hierop nader in in paragraaf 1.7.

Ten tweede strijdt het met het rechtsgevoel van individuele financiële ondernemingen als zij op dezelfde markt moeten concurreren met andere financiële ondernemingen die aan lichtere normen zijn gebonden.<sup>1920</sup> Verschillen in opvattingen van toezichthouders kunnen tot daadwerkelijke concurrentieverschillen leiden. Een tekenend voorbeeld is dat Europese toezichthouders tot op heden niet erin geslaagd zijn overeenstemming te bereiken of zogenaamde securities lending kosten moeten worden opgenomen in de UCITS KIID. Concreet betekent dit dat bepaalde UCITS beheerders in de concurrentie op achterstand staan, omdat zij vanwege de visie van hun home-state duurder lijken richting de klant dan andere beheerders met een andere home-state. Een unlevel playing field ondermijnt het begrip van een draagvlak onder financiële ondernemingen (en andere partijen) voor regulering. Overigens is het ook aan de lokale cliënt moeilijk uit te leggen dat hij minder beschermd werd, omdat hij de ‘pech’ had zaken te doen met een financiële onderneming uit een andere home-state waar de toezichthouder een andere visie had.

Ten derde is het doel van de interne markt dat alle Europese financiële ondernemingen onder gelijke spelregels met elkaar kunnen concurreren, zodat die financiële onderneming wint die de beste diensten biedt voor de beste prijs en niet die financiële onderneming die daar gevestigd is waar de toezichthouder soepeler is.

Ten vierde kan een unlevel playing field in de financiële sector leiden tot macro-economische risico's, als risico's zich ophopen in bepaalde ondergereguleerde of in het geheel niet gereguleerde plekken. Zo verschillen toezichthouders in Europa met elkaar van mening over de definitie van kredietinstelling.<sup>1921</sup> Omdat deze definitie het haakje vormt waaraan het toezicht op kredietinstellingen is opgehangen, betekent dit dat dezelfde activiteit in de ene lidstaat wel en de andere lidstaat niet onder

---

<sup>1917</sup> CbB 24 maart 2015, *JOR* 2015/167 m. nt. Lieverse.

<sup>1918</sup> Zie bijv. EBA Guidelines on sound remuneration policies under Articles 74 (3) and 75 (2) of Directive 2013/36/EU and disclosures under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013 compliance table, EBA/GL/2015/22 Appendix 1 30 August 2016 - Updated 3 October 2016, waaruit blijkt dat nationale toezichthouders, niettegenstaande inspanningen van EBA, regels nog steeds verschillend uitleggen.

<sup>1919</sup> Zo is de ESMA Opinion, Share classes of UCITS, 30 januari 2017, ESMA 34-43 ingegeven door het feit dat sommige lidstaten het gebruik van share classes op basis van de UCITS Richtlijn wel toestaan, maar andere lidstaten andere niet.

<sup>1920</sup> De Larosièrre Rapport, p. 39.

<sup>1921</sup> EBA Report to the European Commission on the perimeter of credit institutions established in the Member States, 27 november 2014.

toezicht staat. Dergelijke shadowbanking activiteiten zoeken dan die jurisdicties op waar zij niet onder toezicht staan.<sup>1922</sup>

(iii) Lokale afwijkingen

Anderzijds kan het ook juist wenselijk zijn om geen marktintegratie te hebben.<sup>1923</sup> Dit is het geval als lokale markten door externe factoren, d.w.z. factoren die niet door het toezicht worden veroorzaakt, van elkaar afwijken of als lokale burgers andere voorkeuren hebben.<sup>1924</sup> Zo vereist toezicht op een markt met enkele grote spelers een andere inspanning dan wanneer de markt bestaat uit veel meer kleine spelers en kunnen Europese burgers verschillende verwachtingen hebben in hoeverre zij door financiële ondernemingen beschermd worden tegen hun eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht.<sup>1925</sup>

Als markten of wensen van de burgers van elkaar afwijken, is maatwerk door een lokale toezichthouders meer op zijn plaats.<sup>1926</sup> Home-state toezicht houdt dan onvoldoende rekening met de lokale wensen in de host-state<sup>1927</sup> om de simpele reden dat er geen democratische mechanismen zijn die de home-state ertoe zullen bewegen rekening te houden met de specifieke belangen en wensen van de host-state. De home-state heeft bovendien geen ruimte om speciaal voor de host-state een ander regime in te voeren om aan de afwijkende wensen in de host-state tegemoet te komen, aangezien de home-state alleen zijn eigen recht toepast.<sup>1928</sup>

Bij Europees toezicht bestaat er wel een democratische relatie tussen de afwijkende lidstaat en de Europese instelling, maar voor zover de wensen van de afwijkende lidstaat al niet ondergesneeuwd raken in het grotere geheel,<sup>1929</sup> zal deze Europese instelling meestal kiezen voor de grote gemene deler tussen alle lidstaten.<sup>1930</sup> Naast de vraag of de home-state of de Europese toezichthouder tegemoet *wil* komen aan de specifieke wensen van de desbetreffende lidstaat, speelt het probleem dat de home-state of Europese toezichthouder vaak niet tegemoet *kan* komen aan de specifieke wensen van deze lidstaat. De reden hiervoor is dat dezelfde overheid al zijn burgers gelijk moet behandelen.<sup>1931</sup> Een Europese toezichthouder is daarom gedwongen gelijklopende normen in de hele Europese Unie gelijk in te vullen. In het bijzondere geval dat de Europese toezichthouder nationale implementatiewetgeving van

---

<sup>1922</sup> Ook EBA maakt zich zorgen dat shadow banking activiteiten naar niet gereguleerde entiteiten en constructies verhuizen. EBA, Consultation Paper Draft EBA Guidelines on limits on exposures to shadow banking entities which carry out banking activities outside a regulated framework under Article 395 para. 2 Regulation (EU) No. 575/2013, 19 maart 2015, EBA/CP/2015/06, p. 12.

<sup>1923</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 725, J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 6 en G. A. Bermann, Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community And The United States, *Columbia Law Review* 1994, p. 341.

<sup>1924</sup> Th. Fischer en N. Schley, Organizing a Federal Structure for Europe; An EU Catalogue of Competences, Bertelsmann Foundation Publishers, Gütersloh 2000, te verkrijgen op [http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal\\_structure.htm](http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal_structure.htm), p. 25.

<sup>1925</sup> Het feit dat markten van elkaar kunnen afwijken en daarom een ander type regulering kunnen rechtvaardigen wordt erkend door de Europese Unie. Zie bijv. HvJEU 28 januari 1986, 188/84 (*Commissie/Frankrijk*), rov. 10 t/m 23, MiFID II, art. 24 lid 12. Zie tevens Ch. Janssens, *The Principle of Mutual Recognition in EU Law* (serie Oxford Studies in European Law), OUP, Oxford 2013, p. 55 waar Janssen bespreekt dat het Hof erkent dat de gemiddelde consument per lidstaat verschillend kan zijn.

<sup>1926</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 217.

<sup>1927</sup> M. p. Maduro, So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 822-823.

<sup>1928</sup> In theorie is het ook mogelijk dat de home-state het recht van de host-state toepast, maar ik ken geen voorbeelden waarin dit gebeurt. De reden hiervoor is enerzijds praktisch, aangezien de home-state geen kennis heeft van alle 28 rechtssystemen van de Europese Unie. Anderzijds is het moeilijk voorstelbaar dat een bestuursorgaan vreemd recht zou handhaven, aangezien een lidstaat daarmee ervoor zou kiezen regels te handhaven waarop deze geen invloed heeft. Andersom is het ook moeilijk voorstelbaar dat de host-state het recht van de home-state toepast. Zie uitvoerig HvJEU 1 oktober 2015, C-230/14 (*Weltimmo s. r. o.*), rov. 42-60.

<sup>1929</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, verkregen op <http://dare.uva.nl/document/2/113050>, p. 37.

<sup>1930</sup> In zelfde zin M. Scholten en A. Ottow, Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets, *Utrecht Law Review* 2014, p. 88.

<sup>1931</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 216.

Europese richtlijnen handhaaft, kan deze wel lokaal afwijken, maar ook dit staat naar mijn oordeel op gespannen voet met het beginsel dat een overheid zijn burgers gelijk moet behandelen.

Met lokale afwijkingen kan dus alleen rekening worden gehouden als de host-state zelf toezicht kan houden.

(iv) Voorkomen kuddegedrag van toezichthouders

Diversiteit in toezicht voorkomt kuddegedrag bij toezichthouders.<sup>1932</sup> Kuddegedrag bij toezichthouders kan net als kuddegedrag bij financiële ondernemingen het risico op systeemcrises juist vergroten.<sup>1933</sup> Als de enige toezichthouder het fout heeft, dan lijdt meteen de hele financiële sector en/of alle cliënten hieronder. Als er verschillende toezichthouders zijn, treden problemen niet automatisch overal op. Tietje en Lehman noemen het voorbeeld dat Italiaanse en Spaanse banken nauwelijks geraakt werden door de subprime crisis vanwege de afwijkende opstellingen van hun lokale toezichthouders.<sup>1934</sup>

## 1.7. Regulatory competition in het toezicht

### 1.7.1. Inleiding

Regulatory competition is een theorie die ervan uitgaat dat niet alleen bedrijven onderling met elkaar dienen te concurreren, maar ook overheden.<sup>1935</sup> De gedachte is dan dat overheden allen proberen ‘het beste’ toezicht te houden en met elkaar concurreren op de markt voor toezicht.<sup>1936</sup> Om regulatory competition mogelijk te maken, is het noodzakelijk dat er verschillende jurisdicties zijn.<sup>1937</sup> Dit is uiteraard niet het geval als op Europees niveau toezicht wordt gehouden. Dan valt er immers niets te kiezen.

Er zijn twee manieren waarop deze regulatory competition ertoe kan leiden dat de beste toezichthouder wint. Ten eerste kan de beste toezichthouder winnen, doordat dit goede toezicht nieuwe bedrijvigheid aantrekt.<sup>1938</sup> Dit is alleen mogelijk als bedrijven in de praktijk de mogelijkheid hebben hun toezichthouder te kiezen door van jurisdictie te verhuizen. Ten tweede kan de beste toezichthouder winnen, doordat de bedrijven waarop hij toezicht houdt winnen van hun concurrenten vanwege het goede toezicht dat worden gehouden, bijvoorbeeld omdat het toezicht wordt gewaardeerd door de cliënt.<sup>1939</sup> Dit werkt ook in het geval bedrijven niet de mogelijkheid hebben hun toezichthouder te kiezen. Deze tweede mogelijkheid leidt echter tot minder intense competitie tussen lidstaten.<sup>1940</sup> Er is immers geen directe druk van bedrijven die dreigen te vertrekken of nieuwe bedrijven die dreigen zich elders te vestigen.

---

<sup>1932</sup> Ch. Tietje en M. Lehman, *The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision*, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 680.

<sup>1933</sup> Een mooi voorbeeld van de kuddegedrag dat juist door toezicht wordt veroorzaakt is het vertrouwen op credit ratings. Dit wordt door toezichthouders onderkend en men probeert nu maatregelen te nemen om dit te beheersen. Zie voor deze maatregelen EBA, EIOPA and ESMA, *Final Report on Mechanistic references to credit ratings in the ESAs’ guidelines and recommendations*, 6 februari 2014, JC 2014 04.

<sup>1934</sup> Ch. Tietje en M. Lehman, *The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision*, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 680. Inmiddels in 2016 kan men anders aankijken tegen de kwaliteit van het Italiaanse en Spaanse banktoezicht, maar feit blijft dat Spaanse en Italiaanse banken nauwelijks zijn geraakt door de Amerikaanse sub-prime hypotheek.

<sup>1935</sup> Zie nader N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3<sup>de</sup> druk, OUP, Oxford 2014, p. 19-23 en daar aangehaalde literatuur. De bedenker van deze theorie is Ch. M. Tiebout, *A Pure Theory of Local Expenditures*, *Journal of Political Economy* 1956, p. 416-424.

<sup>1936</sup> J.P. Trachtman, *International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction*, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 65.

<sup>1937</sup> A. Engert, *Transnational Hedge Fund Regulation*, *European Business Organization Law Review* 2010, p. 362.

<sup>1938</sup> M. p. Maduro, *So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition*, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 816.

<sup>1939</sup> M. p. Maduro, *So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition*, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 816.

<sup>1940</sup> J.P. Trachtman, *International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction*, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 59-60.

### 1.7.2. Voordelen van regulatory competition

In de literatuur wordt een aantal redenen genoemd waarom regulatory competition in het algemeen belang zou zijn.<sup>1941</sup>

(i) Experimenteren bij toezicht

Regulatory competition biedt de mogelijkheid om te experimenteren met verschillende wijze van toezicht.<sup>1942</sup> Toezichthouders kunnen dan van elkaar leren en ervoor kiezen die experimenteren van collega-toezichthouders die tot de beste resultaten leiden over te nemen.<sup>1943</sup> Randvoorwaarde is uiteraard dat toezichthouders voor veranderingen openstaan.

(ii) Voorkomen monopolistisch gedrag van toezichthouder

Regulatory competition voorkomt monopolistisch gedrag bij toezichthouders waarbij de toezichthouder zich niets van bepaalde delen van het publiek aantrekt, omdat het publiek toch tot de desbetreffende toezichthouder is veroordeeld.<sup>1944</sup> Naar mijn oordeel kan dit ook populistische tendensen bij toezichthouders voorkomen. De wens om voor het thuispubliek te worden gezien als strenge toezichthouder is namelijk niet altijd in het belang van de samenleving en economie als geheel. Een reëel dreigement van financiële ondernemingen om te vertrekken naar andere lidstaten kan tegenwicht bieden.

(iii) Inachtneming nieuwe belangen door toezichthouder

Regulatory competition kan ertoe leiden, dat belangen die binnen de uitsluitend nationale context niet in aanmerking werden genomen alsnog worden gehoord.<sup>1945</sup> Als bijvoorbeeld de nationale toezichthouder vanouds meer waarde hecht aan het belang van de industrie dan dat van de consumenten vanwege de stevige lobby van de industrie of het expliciete mandaat van de politiek om financiële industrie bevorderen, dan zal regulatory competition ertoe leiden dat consumenten door voor buitenlandse ondernemingen te kiezen alsnog kunnen worden gehoord. Een zeer tekenend voorbeeld, weliswaar van buiten het financiële toezicht, is dat Chinese consumenten Nederlandse babymelk hamsterren, omdat zij na enkele schandalen het toezicht van hun eigen Chinese autoriteiten op de productie van deze goederen niet meer vertrouwen.<sup>1946</sup>

### 1.7.3. Risico's bij regulatory competition

Het grote risico bij regulatory competition is, dat geen race to the top plaatsvindt, waarbij toezichthouders elkaar beconcurreren om zo goed mogelijk toezicht te houden, maar juist een 'race to

---

<sup>1941</sup> Ch. Tietje en M. Lehman, The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 679.

<sup>1942</sup> P.H. Verdier, Mutual Recognition in International Finance, *Harvard International Law Journal* 2011, p. 55-107, p. 65 en R. E. Levy, The law and economics of supranationalism: the European Union and the subsidiarity principle in collective action perspective, *European Journal of Law Economics* 2015, p. 21.

<sup>1943</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 724.

<sup>1944</sup> Rh. Bollen, The Slow Journey Towards a Global Regulator, *Journal of International Banking Law and Regulation*, p. 458-473, geraadpleegd via SSRN daar p. 17, p. H. Verdier, Mutual Recognition in International Finance, *Harvard International Law Journal* 2011, p. 55-107, p. 65 en G. A. Bermann, Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community And The United States, *Columbia Law Review* 1994, p. 341.

<sup>1945</sup> M. p. Maduro, So close and yet so far: the paradoxes of mutual recognition, *Journal of European Public Policy* 2007, p. 815-816 en 820.

<sup>1946</sup> Het echte witte goud heet Nutrilon, *NRC* 29 september 2015. Geraadpleegd op 5 februari 2017 op <https://www.nrc.nl/nieuws/2015/09/29/gezocht-nutrilon-bel-06-het-echte-witte-goud-h-1542262-a1262325>.

the bottom'.<sup>1947</sup> In dat laatste geval zullen toezichthouders proberen zelf alle voordelen op te strijken door bijvoorbeeld een gunstig vestigingsklimaat voor buitenlandse partijen te regelen en de negatieve gevolgen extern af te wentelen.

Regulatory competition leidt dus alleen tot wenselijke uitkomsten als de lidstaat die experimenteert alle, althans de meeste, van de gevolgen van zijn handelen zelf moet dragen,<sup>1948</sup> of wanneer er voldoende tegenkrachten zijn. Ik verwijs naar wat hierover is opgemerkt onder paragraaf 1.4.

Frese noemt in het kader van de handhaving van het mededingingsrecht ook nog de mogelijkheid dat toezichthouders ertoe worden aangezet extra hun best te doen, omdat zij, althans hun lidstaat, de boetes die zij opleggen mogen houden.<sup>1949</sup> Bij financieel toezicht speelde dit vanouds geen rol, maar nu de boetes steeds hoger worden, kan dit zeer wel een overweging gaan worden en zelfs ertoe leiden dat toezichthouders té streng gaan handhaven om de andere toezichthouders maar voor te zijn.<sup>1950</sup> Anders moet een toezichthouder zich publiekelijk verantwoorden waarom hij een bepaalde handeling zelf niet eerder op het spoor is gekomen en waarom de buitenlandse toezichthouder nu een significante boete oplegt en ontvangt. Vergelijk de wrevel bij de Franse regering, toen de Franse kredietinstelling BNP Paribas een aanzienlijke boete kreeg opgelegd van de Amerikaanse banktoezichthouder vanwege schendingen van Amerikaanse handelsbargo's.<sup>1951</sup> Meer algemeen speelt op Europees niveau de zorg dat de Verenigde Staten Europese kredietinstellingen hard treffen met boetes, wat de stabiliteit van het Europese bankensysteem kan schaden.<sup>1952</sup>

#### 1.7.4. Kritiek op de regulatory competition theorie

De regulatory competition theorie kan niet onbesproken blijven, maar heeft naar mijn oordeel in ieder geval bij financieel toezicht maar een beperkte verklarende kracht. Hiervoor zijn vier redenen:

(i) First mover advantage

Er kan een status quo zijn ontstaan waarbij een jurisdictie een dermate grote 'first mover' advantage heeft, dat deze niet meer is in te halen.<sup>1953</sup> Dit geldt naar mijn oordeel bijvoorbeeld voor de Luxemburgse fondsenindustrie. Zelfs indien het toezicht van de Luxemburgse toezichthouder CSSF inmiddels niet meer het best zou zijn, dan zijn beleggers dermate gewend aan Luxemburgse fondsen en hebben de financiële industrie en de ondersteunende diensten, zoals juristen en accountants, dermate veel kennis opgebouwd over Luxemburgse fondsen, dat het niet waarschijnlijk is dat beheerders hun fondsen weghalen of in het vervolg elders gaan oprichten.

(ii) Toezicht is slechts één variabele

Bij de keuze voor een financiële onderneming voor een bepaalde jurisdictie is toezicht slechts één variabele.

---

<sup>1947</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 217 en Rh. Bollen, The Slow Journey Towards a Global Regulator, *Journal of International Banking Law and Regulation*, p. 458-473, geraadpleegd via SSRN daar p. 15.

<sup>1948</sup> J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 102.

<sup>1949</sup> M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, verkregen op <http://dare.uva.nl/document/2/113050>, p. 41.

<sup>1950</sup> Zie voor deze vrees bij het mededingingsrecht M.J. Frese, *Sanctions in EU Competition Law: Principles and Practice* (diss.), 2012, verkregen op <http://dare.uva.nl/document/2/113050>, p. 46.

<sup>1951</sup> Zie p. Vermaas, Vijf vragen over... Hoe BNP Paribas een recordboete opliep, *NRC* 1 juli 2014. Geraadpleegd op 29 december 2014 op <http://www.nrcq.nl/2014/07/01/hoebnp-paribas-een-recordboete-opliep>.

<sup>1952</sup> Zie minister Dijsselbloem in het Financieel Dagblad van 29 september 2016.

<sup>1953</sup> J.P. Trachtman, International Regulatory Competition, Externalization, and Jurisdiction, *Harvard International Law Journal* 1993, p. 61-63.

Andere variabelen zijn de kwaliteit van de vennootschapswetgeving en de belastingwetgeving. Zo worden in Nederland voornamelijk Nederlandse beleggingsinstellingen aangeboden, omdat deze vanuit belastingoptiek gunstiger zijn voor de Nederlandse cliënt.

Omdat het Europese recht eist dat een financiële onderneming ook daadwerkelijk in de jurisdictie met personeel en gebouwen aanwezig is, zijn nog elementen zoals de beschikbaarheid van goed personeel en ondersteunende diensten van belang. In het hypothetische geval dat een kredietinstelling zich vanwege het goede financiële toezicht bijvoorbeeld in Slowakije zou vestigen, speelt het probleem dat daar geen pool van talent is voor bancaire werk en dat ondersteunende diensten van bijvoorbeeld advocaten en accountants eveneens missen. Deze zouden dus mee moeten verhuizen. In de praktijk is dat niet altijd eenvoudig, omdat bijvoorbeeld personeel en de andere partijen waarmee zaken wordt gedaan niet mobiel zijn.<sup>1954</sup>

(iii) Verhuizen is kostbaar

Regulatory competition is vooral van belang voor nieuwe toetreders op een markt. Bestaande financiële ondernemingen zullen niet snel vanwege het financiële toezicht verhuizen. Reeds als het alleen gaat om een juridische verhuizing zijn er significante drempels, zoals belastingclaims,<sup>1955</sup> vragen van cliënten en juridische problemen bij de verhuizing van bezittingen. Moeten het personeel en het gebouw ook mee, dan wordt het nog veel kostbaarder. Daarom zal een grote financiële onderneming in de praktijk niet snel van jurisdictie verhuizen. Regulatory competition heeft daarom alleen effect als er regelmatig nieuwe toetreders zijn.

(iv) De retailcliënt is nationaal georiënteerd

De retailcliënt is vaak nationaal georiënteerd. Hiermee wordt bedoeld dat zelfs indien een onderneming uit een andere lidstaat betere of goedkopere producten en diensten zou maken vanwege beter financieel toezicht, de retailcliënt toch voor een nationale oplossing van lokale hem bekende spelers zal kiezen. Op de professionele markt geldt dit minder en heeft regulatory competition daardoor meer kans.

## 1.8. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren

### 1.8.1. Inleiding

Bij de vraag op welke niveau toezicht moet worden gehouden dient de juridische structuur van de toezichtsregelgeving te worden beoordeeld.<sup>1956</sup> De juridische structuur dient naar mijn oordeel aan twee voorwaarden te voldoen. Ten eerste moet de juridische structuur mogelijk maken, dat de gewenste uitkomsten worden bereikt. De juridische structuur moet de doelen van het toezicht dus niet in de praktijk ondergraven. Ten tweede moet de gekozen juridische structuur geen gevolgen meebrengen die strijdig zijn met de rechtsstaat of het rechtsgevoel. Deze twee doelen wordt het best bereikt als aan de volgende voorwaarden wordt voldaan.

<sup>1954</sup> A. Engert, Transnational Hedge Fund Regulation, *European Business Organization Law Review* 2010, p. 358.

<sup>1955</sup> G.T. Siew, Regulatory Challenges in the Development of a Global Securities Market-Harmonisation of Mandatory Disclosure Rules, *Singapore Journal of Legal Studies* 2004, p. 180.

<sup>1956</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 217 spreekt over juridisch-systematische aspecten, maar maakt niet duidelijk wat hij hieronder verstaat.



## 1.8.2. Duidelijke beslissingsstructuren

Goed financieel toezicht vereist duidelijke beslissingsstructuren, waarbij snel tot een eindbeslissing kan worden gekomen.<sup>1957</sup> Bij financieel toezicht moeten namelijk vaak onder hoge tijdsdruk beslissingen met grote financiële gevolgen worden genomen. Dit verdraagt zich niet met ingewikkelde beslissingsstructuren waarbij veel instanties geraadpleegd moeten worden en veel instanties met vaak afwijkende belangen met elkaar tot overeenstemming moeten komen.

Evenmin verdraagt zich dit met de mogelijkheid dat andere instanties nadien beslissingen kunnen herroepen. Het is namelijk belangrijk dat alle betrokken partijen en in het bijzonder de financiële onderneming of marktpartij die het betreft, weten naar wie zij moeten luisteren en op wiens woord zij mogen vertrouwen. Nog daargelaten dat het ook vanuit rechtstatelijk oogpunt onwenselijk is als bestuursorganen op beslissingen terugkomen.<sup>1958</sup> Ook onduidelijkheid over de vraag waar en hoe rechtsbescherming kan worden gekregen tegen besluiten van toezichthouders en te lange procedures doen af aan de effectiviteit van toezicht.<sup>1959</sup> Besluiten van financiële toezichthouders mogen niet te lang in de lucht blijven hangen.

In het bijzonder tijdens een financiële crisis is het in de praktijk moeilijk overeenstemming te bereiken tussen allerlei betrokken financiële toezichthouders. Zelfs als de regels gelijklozend zijn, is het tijdens een crisis met de vele betrokken belangen niet eenvoudig om tot een eensluidende interpretatie te komen. Overigens blijken tijdens een crisis juist de regels tekort te schieten. Dan wordt juist gekozen voor oplossingen waarvoor de wet strikt genomen geen basis biedt<sup>1960</sup> of wordt gekozen voor een juridische basis die niet tot het financiële recht behoort.<sup>1961</sup> Als niet is voorzien in wettelijke regels, is de discretionaire marge van de toezichthouder en daarmee het risico op afwijkende en tegenstrijdige beslissingen tussen toezichthouders onderling het grootst. Juist tijdens een crisis is een duidelijke beslissingsstructuur met één *baas* dus van belang.<sup>1962</sup>

Duidelijke beslissingsstructuren zijn niet alleen van belang om overlap en daardoor vertraging in de besluitvorming te voorkomen, maar hebben ook als voordeel dat gaten in het toezicht worden voorkomen. In de huidige post-crisis wereld waar toezichthouders over elkaar heen buitelen om toezicht te houden, valt dit misschien moeilijk voor te stellen, maar in het verleden zijn diverse ongelukken veroorzaakt doordat iedereen ervan uitging dat een ander toezicht zou houden.<sup>1963</sup>

Een te ingewikkeld systeem is bovendien onbegrijpelijk en leidt daardoor tot gebrek aan vertrouwen van het publiek.<sup>1964</sup>

---

<sup>1957</sup> CEBS response to the European Commission's Communication on an EU Framework for Cross-Border Crisis Management in the Banking Sector, 19 januari 2010, p. 5, te verkrijgen op <http://www.eba.europa.eu/documents/Publications/Other-Publications/Comment-letters-by-CEBS/Other-Areas/CEBSresponseCOMoncrisismanagement.aspx>.

<sup>1958</sup> Zie over de beperkte juridische toelaatbaarheid van het herroepen of later wijzigen van besluiten H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 635.

<sup>1959</sup> Tevens L. Wissink, Het (nieuwe) Europese banktoezicht en de uitdagingen in een gemengde rechtsorde, *SEW* 2014, p. 12.

<sup>1960</sup> Denk aan alle short selling maatregelen die zonder wettelijke basis werden genomen. Zie nader H. Oppelaar, 'Maatregelen AFM tegen Short-Selling; turbulente regelgeving in turbulente tijden', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 552-554

<sup>1961</sup> Denk in Nederland aan de nationalisatie van Fortis. Zie over de redding van Fortis nader Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 10.

<sup>1962</sup> Zie in zelfde zin Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 52.

<sup>1963</sup> Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 49-52.

<sup>1964</sup> European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 10.

### 1.8.3. Geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht

Financieel toezicht, en eigenlijk al het toezicht, verdraagt zich slecht met gelaagde, parallelle of dubbele toezichtsbevoegdheden. Alle drie dragen namelijk het risico in zich van tegenstrijdige beslissingen. Voordat ik uitleg waarom tegenstrijdige beslissingen ongewenst zijn, zal ik kort toelichten wat ik met de termen gelaagde, parallelle of dubbele toezichtsbevoegdheden bedoel.

- Met gelaagd toezicht bedoel ik de situatie, dat een toezichthouder kan worden teruggeroepen door een hogere toezichthouder. Een voorbeeld hiervan is het indirecte toezicht dat ik uitvoerig heb besproken in hoofdstuk 2 van deel A.
- Met parallel toezicht bedoel ik de situatie dat binnen één lidstaat verschillende toezichthouders actief zijn en daarbij toezicht houden op dezelfde regels maar jegens verschillende ondernemingen. Het ECB banktoezicht dat ik heb besproken in hoofdstuk 6 van deel A is hiervan een voorbeeld. Het ECB toezicht bevindt zich zowel parallel aan het toezicht van de nationale toezichthouder die toezicht houdt op de niet significante kredietinstellingen, als aan het toezicht van de nationale toezichthouder die jegens andere typen financiële ondernemingen dezelfde normen handhaaft. Zo worden CRD IV en CRR volledig zelfstandig gehandhaafd door nationale toezichthouders jegens beleggingsondernemingen die bepaalde beleggingsdiensten verrichten.<sup>1965</sup>
- Met dubbel toezicht bedoel ik het geval dat één financiële onderneming zich voor hetzelfde feitencomplex en nagenoeg dezelfde normen moet verantwoorden jegens diverse toezichthouders.

Het risico op tegenstrijdige beslissing is reëel. Zelfs als de regels die de toezichthouders hanteren exact gelijk zouden zijn, kunnen de toezichthouders deze regels nog verschillend interpreteren. Dit probleem speelde bij de rechtszaak over koersgevoelige informatie tegen Fortis, besproken in hoofdstuk 5.4.2 van deel A, waarbij de Nederlandse AFM tot de conclusie kwam dat Fortis bepaalde informatie naar buiten had moeten brengen, terwijl de Belgische toezichthouder op basis van dezelfde regels tot de conclusie kwam dat dit niet nodig was.<sup>1966,1967</sup>

Tegenstrijdige beslissingen, die kunnen worden veroorzaakt door deze veelheid aan toezichthouders die gelijktijdig actief zijn in jurisdictie, zijn om verscheidene redenen ongewenst.

#### (i) Draagvlak

Het is aan financiële ondernemingen, marktpartijen en burgers moeilijk uit te leggen, als één toezichthouder bepaald handelen toestaat en een andere toezichthouder ditzelfde handelen vervolgens verbiedt. Dit kan weliswaar voor juridisch ingewijden verklaarbaar zijn, maar niettemin is dit moeilijk uit te leggen aan financiële ondernemingen. Zelfs binnen de Nederlandse nationale context waarbij DNB en AFM het regelmatig met elkaar oneens zijn, leidt dit al tot onbegrip.<sup>1968</sup> Dubbel toezicht leidt dus tot minder draagvlak onder financiële ondernemingen, marktpartijen en burgers voor dit toezicht.

<sup>1965</sup> Het gaat hier om de institutions in de zin van CRD IV die niet kwalificeren als kredietinstelling. Zie CRR, art. 4 lid 1 (2).

<sup>1966</sup> CBb 14 februari 2014, JOR 2014/104 (*Fortis*), m.nt. Arons.

<sup>1967</sup> Overigens zijn soms zelfs toezichthouders binnen hetzelfde land het niet eens met elkaar. Denk aan de afwijkende oordelen van DNB en AFM ten aanzien van de vraag of Gerrit Zalm geschikt was om ABN AMRO Bank te gaan leiden. Echter bij onenigheden binnen een land is meestal voorzien in een oplossing. In het geval van de heer Zalm ging het oordeel van DNB als lead toezichthouder op kredietinstellingen binnen Nederland voor op dat van de AFM.

<sup>1968</sup> Zie bijv. Rb. Rotterdam 3 april 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:2413, rov. 6.5 waar een financiële onderneming zich tevergeefs verweert met de stelling dat DNB zijn beloningsbeleid heeft goedgekeurd tegen een boete van de AFM vanwege ditzelfde beloningsbeleid.

(ii) Rechtszekerheid

Het is in strijd met de rechtszekerheid als een bepaalde toezichthouder bepaald handelen (impliciet) goedkeurt en een andere toezichthouder op basis van dezelfde regels dit handelen afkeurt.<sup>1969</sup> Dit risico bestaat als twee financiële toezichthouders zich na elkaar over hetzelfde handelen uitspreken.

(iii) Gelijkheid

Tegenstrijdige beslissingen zijn in strijd met het beginsel dat burgers gelijk moeten worden behandeld door de overheid. Een financiële onderneming of marktpartij dient onafhankelijk van aan welke toezichthouder hij een vraag voorlegt of die bepaald handelen onderzoekt, hetzelfde antwoord te krijgen of dezelfde handhavingsmaatregel opgelegd te krijgen. Zoals hiervoor in paragraaf 1.6 toegelicht, bestond binnen Europa al lange tijd de situatie dat een financiële onderneming uit een andere lidstaat anders werd behandeld dan lokale ondernemingen die in de host-state zelf zijn gevestigd. Naar mijn oordeel staat dit reeds op gespannen voet met het beginsel dat eenieder gelijk moet worden behandeld. De situatie wordt echter nog ernstiger als binnen één jurisdictie twee toezichthouders actief zijn die tot afwijkende beslissingen komen op basis van dezelfde materiële regels.

(iv) Dubbele juridische procedures

Dubbel toezicht kan tot parallelle juridische procedures leiden waarbij een financiële onderneming gelijktijdig tegen beide toezichthouders in het geweer moet komen (zie nader paragraaf 2.7.5 en 6.7.2. van deel A). Los daarvan dat dit onhandig en duur is, bestaat ook het risico op tegenstrijdige beslissingen van de rechterlijke macht.

(v) Eindbeslissing duurt lang

Dubbel toezicht staat eraan in de weg dat snel tot een bindende eindbeslissing wordt gekomen. Dubbel toezicht betekent dus automatisch dat er geen duidelijke beslissingsstructuur is.

#### **1.8.4. Het systeem kan niet eenvoudig ontweken worden**

De toedeling van toezichtsbevoegdheden dient niet eenvoudig ontweken te kunnen worden. Tenzij bewust ervoor wordt gekozen dat financiële ondernemingen en marktpartijen zelf hun toezichthouder kiezen, dienen de regels zo te zijn opgesteld dat eenieder die toezichthouder krijgt die volgt uit de regels. Anders wordt alsnog, maar dan onbedoeld, gekozen voor het model *regulatory competition*. In de praktijk lost men dit op door heldere regels te stellen waarin bepaald wordt welke lidstaat toezicht houdt. Volgens Hatzopoulous is dit gezichtspunten minder van belang naarmate de regels verder zijn geharmoniseerd.<sup>1970</sup> Ik ben dit niet met hem eens, omdat in de praktijk de wijze en met name de intensiteit van toezicht ook bij gelijkkluidende regels kan verschillen en bovendien de ervaring leert dat regels altijd moet worden geïnterpreteerd en nader ingevuld door de toezichthouders.

---

<sup>1969</sup> Zie over de beperkte juridische toelaatbaarheid van het herroepen of later wijzigen van besluiten H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 635 en over de mate waarin mag worden vertrouwd om impliciet mededelingen van (Europese) overheidsinstellingen GvEA 7 oktober 2015, T-79/13 (*Accorinti/ECB*), rov. 75.

<sup>1970</sup> V. Hatzopoulous, '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.

### 1.8.5. Aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking

Bij samenwerking dient te worden voorzien in gelijke regels omtrent de aansprakelijkheid van toezichthouders. Hiervoor zijn twee redenen. Ten eerste zal het de samenwerking bemoeilijken als toezichthouders een verschillend aansprakelijkheidsregime hebben. De toezichthouder die een zwaarder aansprakelijkheidsregime heeft, zal geneigd zijn in de samenwerking voorzichtiger op te treden. Er kunnen dan dus makkelijker verschillen van inzicht of belangentegenstellingen ontstaan. Ten tweede indien twee toezichthouders samenwerken, is het niet eerlijk als, slechts één van beiden voor de eventuele gevolgen aansprakelijk is en dus de rekening moet betalen voor het gezamenlijke handelen. Dit ondergraaft dan het draagvlak van het publiek voor het toezicht.

### 1.8.6. Handhaafbaarheid

De toezichthouder moet in staat zijn daadwerkelijk te handhaven.<sup>1971</sup>

Binnen Europa mogen lidstaten of Europese instellingen niet zonder toestemming op het territorium van de andere lidstaat de wet handhaven of opsporingshandelingen verrichten. Zolang opsporing en vervolging nationale bevoegdheden zijn en niet voorzien is in een afdoende samenwerkingsregeling, dient het toezicht de opsporingsbevoegdheid te volgen.<sup>1972</sup> Zo overwoog de Europese Commissie:<sup>1973</sup>

*“Onlinediensten kunnen in een andere lidstaat worden verleend zonder dat daar enige fysieke aanwezigheid of activiteit voor nodig is. Dat kan vragen oproepen over de manier waarop naar tevredenheid toezicht kan worden gehouden op dergelijke diensten. Vanwege de aard van deze onlinediensten, kan de controle waarschijnlijk het snelst en het best worden uitgeoefend in de lidstaat waar de dienstverlener is gevestigd en van waaruit hij zijn website beheert (de lidstaat van oorsprong). Voor een andere lidstaat zou het in de praktijk moeilijk kunnen zijn om maatregelen te nemen tegen een dienstverlener die buiten de grenzen is gevestigd. De staat waar de dienst wordt ontvangen zal daarom vertrouwen op maatregelen die door de autoriteiten van de lidstaat van oorsprong worden genomen.”*

Tornberg wijst erop dat die lidstaat waar de handeling waarop toezicht moet worden gehouden wordt verricht in de beste positie is om naleving van de relevante regels af te dwingen en wel in het bijzonder bij online dienstverlening.<sup>1974</sup>

Ik zie dit iets genuanceerder dan de Europese Commissie en Tornberg. Ten eerste zijn er wel degelijk mogelijkheden om online dienstverlening vanuit een andere lidstaat zonder de medewerking van die andere lidstaat ‘plat te leggen’. Ik noem de *notice en takedown* procedure waarbij de Internet Service Provider verboden wordt een bepaalde website nog langer door te geven aan zijn klanten.<sup>1975</sup> Ook de partijen die de betalingen aan buitenlandse online dienstverleners faciliteren kan worden verboden nog langer met een bepaalde partij zaken te doen.<sup>1976</sup> Ten tweede zal een fatsoenlijke financiële

<sup>1971</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 217. Het is traditioneel het geval dat een buitenlandse toezichthouder niet kan handhaven op het territorium van een andere staat. Zie A.E. Goodhart en R.M. Lastra, Border Problems, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 717.

<sup>1972</sup> Zie tevens conclusie AG Bot 4 oktober 2012, C-212/11 (*Jyske Bank Gibraltar*), rov. 76.

<sup>1973</sup> 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. 7.

<sup>1974</sup> N. Tornberg, The Commission’s Communications of the General Good -magna carta or law-making?, *European Business Law Review* 1999, p. 29. In zelfde zin 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. 264.

<sup>1975</sup> Zie nader over de notice and takedown procedure ter handhaving van publiekrechtelijke normen de memorie van toelichting bij de Wijziging van de Wet op de kansspelen, de Wet op de kansspelbelasting en enkele andere wetten in verband met het organiseren van kansspelen op afstand, *Kamerstukken II* 2013-2014, 33996 nr. 3, p. 136-146

<sup>1976</sup> Zie voor een voorbeeld in waarbij de Nederlandse Kansspelautoriteit het een betaaldienstverlener verbiedt aan een aanbieder van illegale kansspelen diensten te verlenen Rb. Oost-Brabant 18 november 2016, ECLI:NL:RBOBR:2016:6400.

onderneming het niet op een botsing met een buitenlandse toezichthouder laten aankomen, zelfs indien deze toezichthouder de financiële onderneming formeel weinig kan maken.<sup>1977</sup> Dit is namelijk slecht voor de reputatie van de financiële onderneming. Concreet komt het dus erop neer dat de host-state voldoende middelen heeft om bij fatsoenlijke online financiële ondernemingen het gedrag bij te sturen en om overduidelijk onfatsoenlijke financiële ondernemingen toegang tot de markt feitelijk onmogelijk te maken. Wel zal het inderdaad moeilijker zijn om onderzoek te doen om vast te stellen dat een financiële onderneming inderdaad de regels overtreedt. De moeilijkste categorie is daarom de buitenlandse financiële onderneming die niet overduidelijk onfatsoenlijk is, maar wel scherp aan de wind vaart. Daarnaast is het platleggen van de website van een financiële onderneming enigszins een nucleaire optie en zijn reeds bestaande cliënten, bijvoorbeeld cliënten die deposito's houden bij een kredietinstelling, hiermee niet geholpen.

### 1.8.7. Rechtsstatelijkheid

Een ander element dat naar mijn oordeel van belang is, is de rechtsstatelijkheid van het toezicht. Hiermee bedoel ik ten eerste dat het toezicht niet ertoe mag leiden dat burgers die zich in dezelfde omstandigheden bevinden verschillend worden behandeld door hetzelfde bestuursorgaan. Dit risico is zeer reëel als één toezichthouder, zoals de ECB, binnen Europa verschillende nationale regelgevingen moet toepassen op kredietinstellingen. Naar mijn mening staat dit nog meer op gespannen voet met het rechtsgevoel dan de hierboven behandelde mogelijkheid dat financiële ondernemingen door verschillende toezichthouders anders worden behandeld. Ten tweede verhoudt het zich niet met het beginsel van rechtsstatelijkheid als een toezichthouder rechtens overruled door uiteindelijk anders te beslissen dan de rechter. Dit risico bestaat ook in de praktijk als toezichthouders zich niet alleen jegens hun nationale rechter, maar ook jegens de Europese toezichthouder moeten verantwoorden.

### 1.9. Politieke legitimatie

Los van alle hiervoor genoemde aspecten, zal men de politieke legitimatie en haalbaarheid moeten beoordelen.<sup>1978</sup> Hiermee bedoel ik dat de toezichtscompetentie moet aansluiten bij de verwachting van de burgers dat hun nationale overheid bepaalde belangen behartigt. Zelfs als het op basis van bovenstaande gezichtspunten beter zou zijn om het toezicht op een bepaalde activiteit te laten uitvoeren door een andere lidstaat, dan kan het nog zijn dat dit voor de burgers onacceptabel is.<sup>1979</sup> Zo zijn er auteurs die menen dat de bescherming van consumenten een van de basistaken van de nationale overheid is en dat burgers in hun rol van consument hun eigen overheid zullen aankijken in geval van gebrek aan toezicht.<sup>1980</sup> Wat politiek acceptabel is, kan natuurlijk met de tijdsgeest veranderen en is niet altijd duidelijk.

Een manier om financieel toezicht voor burgers acceptabel te maken is door ervoor te zorgen dat dit voldoende (democratisch) is gelegitimeerd. In het bijzonder vanwege de grote financiële gevolgen die financieel toezicht voor de burger of de economie van een land kunnen hebben is dit noodzakelijk. Omdat de lokale overheid dichterbij de burger staat, is het optreden van de lokale overheid beter

---

<sup>1977</sup> A. Ath. Gkoutzinis, *Internet Banking and the Law in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge 2006, p. 69.

<sup>1978</sup> In zelfde zin H.E. Jackson, *Substituted Compliance: The Emergence, Challenges, and Evolution of a New Regulatory Paradigm*, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 198.

<sup>1979</sup> Th. Fischer en N. Schley, *Organizing a Federal Structure for Europe; An EU Catalogue of Competences*, Bertelsmann Foundation Publishers, Gütersloh 2000, te verkrijgen op [http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal\\_structure.htm](http://www.cap.uni-muenchen.de/publikationen/strategien/federal_structure.htm), 24.

<sup>1980</sup> Zie nader 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. 263.

democratisch gelegitimeerd.<sup>1981</sup> Dit pleit voor toezicht door die lidsta(a)t(en) waarvan de burgers de gevolgen van het toezicht voelen.

Bij toezicht door een Europese instelling is extra inspanning nodig om in deze (democratische) legitimatie te voorzien. Hoewel dit niet alle politieke zorgen wegneemt is daarom voor bij toezicht op Europees niveau essentieel dat de toedeling van de toezichtbevoegdheid voldoende democratisch en rechtstatelijk is gelegitimeerd<sup>1982</sup> en uitoefening voldoende via democratische kanalen wordt gecontroleerd.<sup>1983</sup> Elementen die hierbij onder meer van belang zijn is (i) controle door een rechter, (ii) benoeming van het management door politiek gelegitimeerde instanties, (iii) vaststelling van het budget door politieke gelegitimeerde instanties, en (iv) verantwoording jegens democratische instanties.<sup>1984</sup>

Bij toezicht door een andere lidstaat is het zo goed als onmogelijk om in legitimatie te voorzien.<sup>1985</sup> Dit is naar mijn oordeel een groot probleem bij home-state toezicht en pleit ervoor dat bij echt belangrijke toezichtstaken met een significante invloed op de economie en de burgers van de host-state het home-state controle in beginsel geen toepassing dient te vinden.

Er zijn ook schrijvers, zoals Majone, die menen dat legitimiteit kan worden ontleend aan de kwaliteit van de output van een instelling.<sup>1986</sup> In het bijzonder bij vooral technische regulering en toezicht waarbij geen keuzes over verdeling van voordelen en nadelen (*redistributive effects*) moeten worden gemaakt, zouden kwaliteit en expertise voldoende legitimatie geven. Het voornaamste en naar mijn oordeel terechte kritiekpunt hierop is, dat elke regulering wel enige *redistributive effects* heeft. Zoals hiervoor in paragraaf 1.4 toegelicht kent in het bijzonder financieel toezicht, juist wel *redistributive effects* en afwegingen van verschillende belangen.

Anderzijds is belangrijk op te merken dat democratische legitimatie ook te ver kan gaan. Een toezichthouder dient namelijk ook onafhankelijk te zijn, omdat dit anders ertoe kan leiden dat de verkeerde belangen een rol gaan spelen bij het toezicht.<sup>1987</sup> Hierbij kan met name gedacht worden aan lidstaten die proberen via de Europese toezichthouder nationale belangen te behartigen.

---

<sup>1981</sup> A. Buijze, Shared Regulatory Regimes through the Lens of Subsidiarity: Towards a Substantive Approach, *Utrecht Law Review* 2014, p. 69 en G. A. Bermann, Taking Subsidiarity Seriously: Federalism in the European Community And The United States, *Columbia Law Review* 1994, p. 340.

<sup>1982</sup> J.M. Smits, Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de lidstaten, *NtEr* 2013, p. 217.

<sup>1983</sup> European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 10.

<sup>1984</sup> Rh. Bollen, The Slow Journey Towards a Global Regulator, *Journal of International Banking Law and Regulation*, p. 458-473, geraadpleegd via SSRN daar p. 29 en D. Geradin, The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from American experience, *Columbia Journal of European Law* 2005, p. 31-35.

<sup>1985</sup> Zie in zelfde zin A.M. Corcoran en T.L. Hart, The Regulation of Cross-Border Financial Services in the EU Internal Market, *Columbia Journal of European Law* 2002, p. 263.

<sup>1986</sup> Zie hierover uitvoerig 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. 22.

<sup>1987</sup> D. Geradin, The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from American experience, *Columbia Journal of European Law* 2005, p. 31.

## 2. Evaluatie model 1: uitsluitend nationaal toezicht

### 2.1. Inleiding

Model 1 kent de minste mate van samenwerking. In paragraaf 3.6 van deel A, heb ik model 1 samengevat. Om onnodig bladeren te voorkomen herhaal ik deze samenvatting hieronder. Daarna zal ik dit model toetsen aan de uitgangspunten in hoofdstuk 1 van deel.

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.

(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.

## **2.2. Incentives, externaliteiten en public goods**

### **2.2.1. Inleiding**

Hoewel de host-state onder model 1 diverse bevoegdheden kan hebben, komen toch externaliteiten voor. De voornaamste reden hiervoor is, dat niet wordt afgewogen welke lidstaat het grootste belang heeft bij het toezicht. Ook model 1 gaat van de -al dan niet terechte- fictie uit dat als de home-state toezicht houdt, deze zich voldoende zal inspannen om ook de belangen van de host-state te behartigen. Mocht deze fictie in de praktijk niet waar blijken te zijn, dan staat de host-state met lege handen. Dit zal waarschijnlijk tot negatieve externaliteiten leiden. Ik licht dit toe.

### **2.2.2. Waar bevinden zich de toezichtsbevoegdheden en belangen**

Ik zal in deze paragraaf nader toelichten waar zich enerzijds de toezichtsbevoegdheden en anderzijds de toezichtsbelangen bevinden. Hier maak ik de meer abstracte positiefrechtelijke analyse in hoofdstuk 3 van deel A dus concreet. Omdat het echter vrij veel interpretatie betreft, heb ik er van afgezien dit in het positiefrechtelijke hoofdstuk in deel A op te nemen. Ik maak hierbij onderscheid tussen de diverse soorten van toezicht.

#### Beperkte band home-state en commerciële activiteiten algemeen

Ten eerste is het belangrijk nogmaals vast te stellen dat onder model 1 nauwelijks eisen worden gesteld aan de economische band tussen de home-state en de financiële onderneming. Uit de jurisprudentie van het Hof volgt namelijk dat niet snel sprake is van misbruik van een verkeersvrijheid. Dit betekent dat een financiële onderneming ook gebruik kan maken van de

verkeersvrijheden, als deze zich heeft gevestigd in een lidstaat waar deze slechts zeer beperkt commercieel actief is en dat ook dan deze lidstaat zal gelden als home-state.

Ten tweede geldt dat voor zover de home-state toezicht houdt, de host-state dit niet ook mag doen. Dit wordt pas anders als de home-state hetzij geen enkel belang heeft bij het toezicht, hetzij de host-state in een betere positie verkeert om toezicht te houden. Aan de voorwaarde dat de home-state geen enkel belang bij het toezicht heeft zal niet snel zijn voldaan, aangezien het Hof ook de reputatie van de nationale financiële sector als legitiem belang heeft geaccepteerd voor de home-state om toezicht te houden. Dit betekent dus concreet dat de host-state alleen toezicht kan houden, als de host-state kan aantonen dat hij in een betere positie is om toezicht te houden. Toegepast op de verschillen soorten financieel toezicht betekent dit naar mijn oordeel het volgende.

### Gedragtoezicht

Voor gedragtoezicht zal de host-state betrekkelijk veel macht hebben.<sup>1988</sup> De reden hiervoor is, dat de host-state de aandachtspunten die relevant zijn om de financiële situatie van de klant te beoordelen het best kent. Gaat het bijvoorbeeld om normen ter voorkoming van overkreditering of wat een geschikt financieel advies inhoudt, dan zal de home-state dit het best kunnen beoordelen. Dit is immers in grote mate afhankelijk van het belastingstelsel, het pensioenstelsel, de nationale huizenmarkt, ontslagbescherming e.d. Bij dienstverlening aan professionele cliënten geldt dit minder, aangezien de professionele markten nauwelijks van elkaar verschillen.

Bij delen van het gedragtoezicht die meer de financiële onderneming zelf of diens producten betreffen, zoals regels omtrent belangenconflicten en transparantie naar de klant, maak ik onderscheid tussen dienstverrichting via een bijkantoor en dienstverrichting zonder bijkantoor. Bij dienstverrichting zonder bijkantoor zal de home-state leidend zijn. De host-state kan naar mijn verwachting moeilijk aantonen dat lokale kennis nodig is om op deze aspecten van de dienstverlening toe te zien. Bij dienstverrichting vanuit een bijkantoor werd aangenomen dat de host-state ook makkelijker toezicht kan houden op regels die vooral de financiële onderneming zelf betreffen. De reden hiervoor dat de host-state het dichtst op het bijkantoor zit. Als een dienst vanuit een bijkantoor wordt verricht, dan zal de informatie die de lokale cliënten of lokale procedures betreft ook in dit bijkantoor aanwezig zijn en hier worden verwerkt. Naar mijn oordeel echter heeft dit aandachtspunt door de verdergaande digitalisering aan relevantie ingeboet. De gedachte dat in een bijkantoor een archiefkast staat, die door de toezichthouder kan worden geraadpleegd is niet meer van deze tijd. Inmiddels is de realiteit dat financiële ondernemingen een online archief hebben en louter vanwege de regelgeving nog een lokaal archief bijhouden in het bijkantoor.

Bij online dienstverlening wordt wel eens het standpunt ingenomen, dat alleen de home-state handhavend kan optreden en daarom alleen de home-state bevoegd zou moeten zijn. Naar mijn oordeel gaat dit uit van een onjuiste premisse. Naar mijn oordeel heeft de host-state in de praktijk voldoende mogelijkheden om ongewenste dienstverlening vanuit een andere lidstaat te verhinderen (zie nader paragraaf 1.8.6 van deel B). Mijn oordeel is daarom dat ook bij online dienstverlening de huidige positie van het Europese recht is dat de host-state toeziet op het gedragsrecht.

---

<sup>1988</sup> Zie ook 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. 248 en 255 die aangeven dat de verdeling van toezichtsbevoegdheden onder de ISD, die de destijds in 1993 gelden principes weerspiegelden, eveneens ervan uitgaat dat het gedragtoezicht onder de regels van general good van de host-state vallen.

## Markttoezicht

Het markttoezicht op de effectenmarkten zal in ieder geval bij de home-state berusten. De reden hiervoor is dat de home-state in een goede positie verkeert hierop toezicht te houden, omdat de home-state de hele markt kan overzien.<sup>1989</sup> Om toezicht te houden op de integriteit van de effectenmarkten is het essentieel om een compleet overzicht te hebben. Om bijvoorbeeld tot de conclusie te komen dat een transactie mogelijk met voorkennis is gepleegd, is essentieel om te weten wat er bij de uitgevende instelling aan de hand is.

Echter ook de host-state kan toezicht houden. De reden hiervoor is, dat zo lang niet is voorzien in een Europese samenwerkingsregeling op grond waarvan informatie wordt uitgewisseld, de home-state niet over alle relevante informatie beschikt. Toezicht door de host-state voegt dan iets toe. Bovendien kan alleen de host-state dwangmiddelen en opsporingsmiddelen hanteren op zijn grondgebied.

In de praktijk echter zullen bij het markttoezicht weinig belangenconflicten spelen. Weinig lidstaten hebben immers belang bij oneerlijke markten. Een lidstaat haalt hier weinig voordeel uit. Daarbij komt dat grote internationale markten belang hebben bij een goede internationale reputatie en daarom goed zullen handhaven, terwijl kleine markten vooral lokale uitgevende instellingen en lokale beleggers bedienen met als gevolg dat onvoldoende toezicht vooral de lokale burger raakt.

## Micro-prudentieel toezicht

Bij het micro-prudentieel toezicht zal in beginsel de home-state leidend zijn. Micro-prudentieel toezicht betreft naar zijn aard de hele onderneming. Dit betekent dat voor zover de home-state toezicht houdt, de host-state dit niet ook mag doen. Dan voegt het toezicht van de host-state immers niets toe.

Wel geldt dat de host-state voor bepaalde elementen van het toezicht in de beste gelegenheid verkeert hierop toe te zien, omdat de host-state beschikt over lokale kennis. De lokale kennis zal bijvoorbeeld de waarde en kredietrisico's van activa betreffen of de technische voorzieningen die voor lokale verzekeringsrisico's moeten worden aangehouden. Ook voor het liquiditeitstoezicht verkeert de host-state in de beste positie om toezicht te houden. Dit geldt met name als de liquiditeiten in lokale munteenheid worden aangehouden. De host-state zal immers het beste zicht hebben op liquiditeitsspanningen in de lokale valuta en alleen de centrale bank van de host-state kan onbeperkt liquiditeitssteun geven in deze lokale valuta. Deze lokale kennis betreft echter in ieder geval niet de waarde van het regulatorisch kapitaal dat wordt aangehouden of de interne governance van de financiële onderneming.

De conclusie is dus, dat onder model 1 de host-state voor het microprudentiële toezicht in grote mate zal moeten vertrouwen op het toezicht door de home-state. Hiermee komt model 1 dus op grote lijnen overeen met model 2 waarbij voor het microprudentiële toezicht eveneens moet worden vertrouwd op de home-state.

## Macro-prudentieel/systeemtoezicht

Bij het macro-prudentieel/systeemtoezicht heeft de host-state wel eigen bevoegdheden. Doorgaans zal het toezicht van de home-state immers geen rekening houden met de macro-prudentiële/systeemrisico's in de host-state. Met andere woorden: macro-prudentieel en systeemtoezicht door de host-state voegt iets toe en is daarom toegestaan.

---

<sup>1989</sup> Anders Tison die meent dat juist de host-state over de noodzakelijke kennis beschikt. M. Tison, What is 'General Good' in EU Financial Services Law?, Legal Issues of Economic Integration 1997, p. 18.

Qua incentives bevindt het voornaamste probleem zich dus op het gebied van het micro-prudentiële toezicht. Hier zal de host-state in grote mate moeten vertrouwen op de home-state. Bij de andere soorten van toezicht heeft de host-state eigen bevoegdheden waardoor de host-state zijn eigen belangen kan verdedigen of zijn belangentegenstellingen niet te verwachten.

### **2.2.3.Risico's bij micro-prudentieel toezicht**

In voorafgaande paragraaf heb ik aangegeven dat met name bij het micro-prudentiële toezicht de toezichtsbelangen en bevoegdheden uiteen zullen lopen. De kans dat het uiteen lopen van belangen daadwerkelijk tot problemen gaat leiden is significant. Ik verwijs op dit punt naar paragraaf 3.3.3 van deel B.

## **2.3. Efficiëntie**

Model 1 is redelijk efficiënt zowel indien gezien vanuit de toezichthouder, als indien gezien vanuit de financiële onderneming.

### **2.3.1.Fysieke nabijheid**

Onder model 1 zal de host-state gedragtoezicht en systeemtoezicht moeten houden op ondernemingen die zich ver weg bevinden. In geval van dienstverlening via een bijkantoor bevindt het kantoor zelf zich dichtbij, maar bevindt de leiding van de financiële onderneming zich elders. Bij dienstverrichting zonder bijkantoor is er überhaupt geen lokale vertegenwoordiging. Dit maakt toezicht moeilijk, omdat er geen lokaal kantoor is, dat kan worden geïnspecteerd. Anderzijds is het belang van fysieke nabijheid naar mijn oordeel inmiddels sterk afgenomen. Door de IT ontwikkelingen en de mogelijkheid goedkoop te reizen, is het goed mogelijk een financiële onderneming ter verantwoording te roepen of om informatie te verzoeken zonder dat deze onderneming over een lokaal kantoor beschikt. Anderzijds heeft toezicht door de host-state, met name bij de consumentenmarkten, als groot voordeel dat de host-state zijn nationale markt goed kent.

### **2.3.2.Informatiepositie en informatiedeling**

Het gezichtspunt van informatiepositie en informatiedeling is alleen van belang, als het toezicht zich op Europees niveau bevindt en lokale toezichthouders informatie aan de Europese toezichthouder moeten leveren. Hiervan is echter geen sprake bij model 1.

### **2.3.3.Economies en diseconomies of scale**

Model 1 veroorzaakt ongetwijfeld enige diseconomies of scale. Zo hebben de diverse nationale toezichthouders overlappende afdelingen en stafdiensten. Anderzijds dienen deze effecten niet overdreven te worden. Ten opzichte van de omvang van de financiële sector als geheel zijn de directe toezichtskosten -d.w.z. de kosten van de financiële toezichthouders- naar mijn oordeel gering.<sup>1990</sup> De indirecte toezichtskosten -d.w.z. de kosten om aan de diverse regels te voldoen- zijn naar mijn oordeel veel groter. Deze behandel ik hierna in paragraaf 2.4.1.

---

<sup>1990</sup> In zelfde zin Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 25.

## 2.4. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen

### 2.4.1. Marktintegratie

Model 1 scoort slecht op het gezichtspunt marktintegratie.

Naast de home-state zal de host-state vaak ook toezicht mogen houden. Namelijk in die gevallen dat het toezicht van de home-state iets toevoegt. Dit maakt dus, dat een financiële onderneming uit een andere lidstaat die over de grens activiteiten ontplooit, automatisch geconfronteerd wordt met een extra toezichthouder. Dit belemmert de marktintegratie, doordat deze financiële onderneming vanwege de extra kosten die dit extra toezicht met zich brengt van grensoverschrijdende activiteiten zal afzien, althans hiertoe pas over zal gaan als deze meent een hele sterke *business case* te hebben.

Als wij conform het uitgangspunt van dit proefschrift ervan uitgaan dat de regels in home-state en host-state strikt gelijklopend zijn, dan wordt de financiële onderneming slechts geconfronteerd met twee toezichthouders die materieel dezelfde regels toepassen. Het extra werk is dan beperkt tot extra rapportages naar toezichthouders. Gaan wij echter conform de werkelijkheid er vanuit dat de verschillende lidstaten verschillende materiële regels of interpretaties van de regels kennen, dan belemmert dit de marktintegratie nog meer. Ten eerste zal de financiële onderneming moeten voldoen aan verschillende sets regelgeving. In het bijzonder bij een strenge gereguleerde sector als de financiële sector is dit kostbaar. Ten tweede is het voor een financiële onderneming moeilijk om bij voorbaat duidelijkheid te krijgen over in hoeverre de host-state op hem toezicht kan houden. De reden hiervoor is dat de kracht van de host-state afhangt van de regels in de home-state.<sup>1991</sup> Kent de home-state meer regels, dan zullen minder regels uit de host-state toegevoegde waarde hebben en zal de host-state dus op een beperkte set regels toezicht mogen houden. Als de home-state slechts een beperkt toezicht kent, dan zullen meer regels uit de host-state toegevoegde waarde hebben en daarmee van toepassing zijn. Omdat de host-state echter niet per mogelijke home-state een set met toepasselijke regels heeft opgesteld, betekent dit dat host-state zal proberen al zijn regels toe te passen. Pas als blijkt dat toepassing van een regel een doublure inhoudt, zal de host-state gedwongen zijn hiervan af te zien. Dit vereist dus een beoordeling per geval. De financiële onderneming kan alleen zekerheid krijgen over de uitkomst van deze beoordeling door een rechterlijke uitspraak achteraf of een toezegging van de toezichthouder van de host-state vooraf. Omdat het veel tijd en moeite kost deze zekerheid te krijgen, zal de financiële onderneming zich in de praktijk bij al het toezicht van de host-state neerleggen.

Ten tweede wordt marktintegratie belemmerd doordat kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen niet als één bedrijf kunnen worden georganiseerd. Doordat host-states uit hoofde van hun macro-prudentiële en systeembevoegdheden en hun beperkte micro-prudentiële bevoegdheden lokale eisen kunnen stellen, zullen zij in de praktijk in staat zijn lokale entiteiten te isoleren van de groep (*ringfencen*). Dit betekent dat een lokale entiteit financieel of zelfs operationeel op eigen benen moet kunnen staan. Dit betekent dus dat kapitaal moeilijker over grenzen kan worden ingezet en ook IT-systemen en andere support functies lokaal moeten worden gedupliceerd.

### 2.4.2. Level playing field

Model 1 scoort in theorie goed op het element level playing field. De reden hiervoor is, dat de host-state niet kan worden gedwongen financiële ondernemingen uit andere lidstaten te accepteren die

---

<sup>1991</sup> M. Tison, What is 'General Good' in EU Financial Services Law?, Legal Issues of Economic Integration 1997, p. 14.

onder minder streng toezicht staan. Immers staat een financiële onderneming onder minder streng toezicht, dan voegt het toezicht van de host-state iets toe en is dit toegestaan.

Hierbij moet echter wel opgemerkt dat het gaat om home-state toezicht, zoals dit in de wet van de home-state staat. Hiermee bedoel ik dat als op grond van de wet van de home-state bepaalde regels en toezicht worden toegepast, het toezicht door de host-state dit niet mag dupliceren. Hierbij wordt van de fictie uitgegaan dat de home-state zijn regelgeving adequaat handhaaft. Dit volgt immers uit het vertrouwensbeginsel binnen de Europese Unie. De kwaliteit van het toezicht zoals dat in de praktijk wordt uitgevoerd is bovendien moeilijk te controleren.<sup>1992</sup> Dit betekent dat als er formeel een level playing field bestaat doordat de regels equivalent zijn, dit level playing field niettemin in de praktijk kan ontbreken doordat de home-state zijn regels anders of minder streng toepast. In de praktijk dus kan een financiële onderneming uit de home-state wel degelijk onder lichter toezicht staan dan financiële ondernemingen in de host-state, zonder dat de host-state hieraan iets kan doen. Dit lichtere toezicht is dan echter niet veroorzaakt doordat regelgeving in de home-state afwijkt, maar doordat de toezichthouder in de home-state deze regelgeving slecht handhaaft of anders interpreteert.

### **2.4.3. Lokale afwijkingen**

Onder model 1 is het goed mogelijk voor lokale toezichthouders om in te spelen op lokale afwijkingen. De reden hiervoor is de grote macht van de host-state. Juist het feit dat de lokale regels of lokale omstandigheden afwijken, is immers een rechtvaardiging dat dit lokale toezicht onder model 1 is toegestaan.

### **2.4.4. Kuddegedrag toezichthouders**

Model 1 voorkomt kuddegedrag van toezichthouders. Omdat er geen sprake is van harmonisatie en elke toezichthouder zelf zijn markt kan sturen, is er veel diversiteit aan toezicht.<sup>1993</sup>

## **2.5. Regulatory competition**

Model 1 kent slechts beperkte regulatory competition. De reden hiervoor is dat financiële ondernemingen in grote mate onder host-state toezicht staan. Met andere woorden: zelfs als een financiële onderneming in zijn home-state kan profiteren van lichter of beter toezicht, dan nog heeft deze daar in de host-state geen voordeel van. In de host-state zal deze financiële onderneming immers onder lokaal toezicht staan. Belangrijk is echter wel dat de vergelijking wordt gemaakt tussen de juridische regels en niet wordt beoordeeld hoe streng de home-state in de praktijk toezicht houdt. Een home-state die -weliswaar op basis van veeleisende formele regels- in de praktijk niet zo streng of juist efficiënt toezicht houdt, kan zijn financiële onderneming ook in de host-state een voordeel geven.

## **2.6. Juridische aspecten**

### **2.6.1. Duidelijke beslissingsstructuren en duidelijke toezicht**

Model 1 scoort goed op juridische aspecten. Het is namelijk zeer eenvoudig. Elke financiële onderneming moet voldoen aan de lokale normen en hierbij luisteren naar de lokale toezichthouder. Er is dus geen gelaagd toezicht met alle problemen van dien.

Het enige risico op tegenstrijdige beslissingen ontstaat als de toezichthouder van de host-state een besluit neemt dat haaks staat op dat van de home-state en dat de financiële onderneming als geheel

---

<sup>1992</sup> P.H. Verdier, Mutual Recognition in International Finance, *Harvard International Law Journal* 2011, p. 67.

<sup>1993</sup> Een voorbeeld is het toezicht op crowdfunding in Europa. Dit valt onder model 1 en is zeer divers.

betreft. Denk aan een host-state die erop staat liquiditeit vast te houden in het bijkantoor, terwijl de home-state deze liquiditeit juist wil gebruiken om andere verplichtingen van de kredietinstelling te dekken. Omdat onder model 1 niet is voorzien in enig samenwerkingsmechanisme, betekent dit dat de financiële onderneming één van beide toezichthouders teleur zal moeten stellen.<sup>1994</sup>

### **2.6.2. Ontwikingsmogelijkheden**

Model 1 kan gemakkelijk ontweken worden. Een financiële onderneming kan namelijk zijn eigen home-state kiezen. De financiële onderneming kan hiermee kiezen welke lidstaat toezicht houdt op de regels die home-state en host-state met elkaar gemeen hebben. Omdat niet snel sprake is van misbruik, kan de financiële onderneming een home-state kiezen waarmee deze in de praktijk weinig economische connectie heeft.

### **2.6.3. Aansprakelijkheid bij samenwerking**

Model 1 voorziet nauwelijks in samenwerking. De aansprakelijkheidsregels bij deze samenwerking zijn hiermee niet heel relevant. Alleen bij het micro-prudentiële toezicht en het gedragstoezicht voor zo ver dit de processen van de hele onderneming betreft, zal de host-state soms moeten vertrouwen op de home-state. De aansprakelijkheid van de home-state is echter geregeld in nationaal recht. Dit betekent dat een home-state ervoor kan kiezen niet al te strikt toezicht te houden en gelijktijdig de aansprakelijkheid te beperken. Mocht het dan misgaan, dan ondergraaft dit het vertrouwen in deze beperkte Europese samenwerking.

### **2.6.4. Handhaafbaarheid**

Qua handhaafbaarheid scoort model 1 goed. De home-state kan in ieder geval goed handhaven, omdat hier zich de statutaire zetel bevindt.

De host-state kan ook goed handhaven. Het Hof staat het host-states namelijk toe maatregelen te treffen om te verzekeren dat zij de regels ook daadwerkelijk kunnen handhaven. Zo suggereerde het Hof aan Italië van financiële ondernemingen te verlangen 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.<sup>1995</sup> Ook oordeelde het Hof het denkbaar, van financiële ondernemingen 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 financiële ondernemingen betreft, kon de uitoefening van de activiteit in Italië afhankelijk worden gesteld van het verschaffen van op Italiaans grondgebied gelocaliseerde financiële garanties ter dekking van de aldaar verrichte werkzaamheden. Omdat het Hof een eis van lokale financiële garanties toestaat, hebben de host-states de mogelijkheid de regels ook daadwerkelijk te handhaven. Verder kan de host-state uiteraard het de financiële onderneming verbieden nog verder zaken te doen, eventueel door potentiële cliënten door middel van publieke mededelingen te waarschuwen.

### **2.6.5. Politieke legitimatie**

Model 1 voorziet in matig sterke politieke legitimatie. Het toezicht door de home-state is in de home-state zelf goed politiek gelegitimeerd. Dit spreekt voor zich. Het toezicht in de host-state is goed gelegitimeerd, voor zover de host-state zelf toezicht kan houden. Dan immers worden lokale belangen

---

<sup>1994</sup> 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. 256

<sup>1995</sup> HvJEU 6 juni 1996, C-101/94 (*Commissie/Italië*), rov. 20-24.

behartigd door toezichthouders die zich lokaal moeten verantwoorden. Gaat het echter om de situatie dat de host-state moet vertrouwen op de home-state, bijvoorbeeld in het geval van micro-prudentieel toezicht, dan ontbreekt de politieke legitimatie volledig. Omdat geen voorafgaande harmonisatie heeft plaatsgevonden en niet is voorzien in een samenwerkingsregeling tussen toezichthouders, heeft de host-state geen politieke grip op wat er in zijn jurisdictie afspeelt.



### **3. Evaluatie model 2 (paspoorten en tweedelijns toezicht door ESAs)**

#### **3.1. Inleiding**

In dit hoofdstuk beoordeel ik model 2. Zoals beschreven in hoofdstuk 2 en 4 van deel A, bestaat model 2 uit diverse sectorale richtlijnen en verordeningen met overkoepelend het tweedelijns toezicht door de ESAs. Strikt genomen bestaat model 2 dus uit evenveel submodellen als er sectorale richtlijnen en verordeningen zijn. Het zou echter tot veel duplicatie leiden, als ik al deze submodellen individueel zou toetsen aangezien deze submodellen op hoofdlijnen gelijk aan elkaar zijn. Daarom behandel ik model 2 als ware alle sectorale regelgeving eensluidend en benoem ik alleen eventuele afwijkingen in specifieke sectorale regelgeving, indien voor dit onderzoek relevant. Hieronder geef ik eerst beknopt de machtsverdeling weer. Dit is een samenvatting en versimpeling van hoofdstuk 2 en 4 van deel A. Daarna toets ik deze versimpelde weergave van model 2 aan de gezichtspunten in hoofdstuk 1 van deel B.

#### **3.2. Machtsverdeling tussen verschillende betrokken lidstaten en de ESAs**

##### Hoofdrol home-state

Uitgangspunt van model 2 is toezicht door de home-state. De home-state heeft alle toezichtsbevoegdheden, tenzij expliciet toegekend aan de host-state of een ESA. Zoals uitvoerig toegelicht in hoofdstuk 4.3 van deel A, is de home-state die lidstaat waar de financiële onderneming zijn statutaire zetel en hoofdkantoor heeft.

##### Bijrol host-state bijkantoor

Als een financiële onderneming ervoor kiest een bijkantoor te openen in een andere lidstaat, dan krijgt de host-state soms enkele toezichtsbevoegdheden met betrekking tot dit bijkantoor. Dit brengt dan enig evenwicht in de machtsbalans tussen home-state en host-state. De toezichtsbevoegdheid van de host-state is echter beperkt tot die domeinen die expliciet aan de host-state zijn toegewezen in de sectorale regelgeving. Ik licht dit toe:

- Bij beleggingsondernemingen en verzekeringsdistributeurs houdt de host-state toezicht op de naleving van de gedragsregels op het grondgebied van de host-state door een bijkantoor.
- Bij kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen is de invloed van de host-state ook bij een bijkantoor zeer beperkt. Het prudentiële toezicht behoort, ook indien de financiële onderneming door middel van een bijkantoor actief is in de host-state, volledig tot het domein van de home-state.
- Bij de UCITS en AIF beheerders is de macht van de host-state afhankelijk van welke activiteiten de beheerder in het bijkantoor uitvoert. Kiest de beheerder ervoor een lokale UCITS beleggingsinstelling op te richten die wordt beheerd vanuit het bijkantoor, dan is de macht van de host-state groot. Zowel de gedragsregels die van toepassing zijn op het beheer als de regels die van toepassing zijn op de beleggingsinstelling, worden dan gehandhaafd door de host-state. Gebruikt de UCITS beheerder het bijkantoor echter alleen voor de marketing van in zijn home-state (of in een andere lidstaat) gevestigde beleggingsinstellingen, dan is de macht van de host-state beperkt. De host-state houdt dan weliswaar toezicht op de naleving van de gedragsregels door het bijkantoor, maar alleen voor dat deel van de activiteiten dat daadwerkelijk in het bijkantoor wordt uitgevoerd. Dit is dan dus beperkt tot de naleving van de gedragsregels bij de distributie van de UCITS beleggingsinstelling. Bij de AIF beleggingsinstelling rusten ook de Europese regels die de AIF beleggingsinstelling betreffen

in hoofdzaak op de beheerder. De macht van de home-state is daardoor ook bij grensoverschrijdend beheer relatief groot. De gedragsregels behoren echter ook bij een AIF beleggingsinstelling tot het domein van de host-state van het bijkantoor.

- Bij CCPs is niet voorzien in bijzondere bevoegdheden van de home-state van een bijkantoor, maar dit wordt geregeld in bijzondere regels over een college van toezichthouders. Bij CCPs hebben de host-states en ESMA relatief veel macht en kunnen zij daadwerkelijk beslissingen van de home-state blokkeren.

#### Nog kleinere bijrol host-state zonder bijkantoor

Is sprake van grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor, dan wordt de macht van de host-state nog beperkter. De host-state kan dan niet proactief toezicht houden. Dan geldt de algemene regel dat de host-state alleen kan ingrijpen als (i) deze een overtreding van de geharmoniseerde regels toevallig -de host-state mag immers geen proactief onderzoek doen- ter oren komt (ii) het gaat om een ernstige overtreding, en (iii) de home-state in de gelegenheid is gesteld zelf maatregelen te treffen. Omdat de host-state een slechte informatiepositie heeft en alleen kan ingrijpen bij een ernstige en duidelijke overtreding van de financiële toezichtsregels door een financiële onderneming, is de macht van de host-state zeer beperkt.

#### Geconsolideerd toezicht

Zoals toegelicht in hoofdstuk 4.5.3.10 e.v. 4.5.6.13, wordt bij groepen van kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen voorzien in geconsolideerd toezicht en samenwerking in colleges van toezichthouders. Dit geconsolideerde toezicht werkt twee kanten op.

Eenzijds geeft het geconsolideerde toezicht de home-state van de topholding (de consoliderend toezichthouder) de mogelijkheid zich te bemoeien met het toezicht door de home-states van de dochtermaatschappijen. Hoewel de consoliderend toezichthouder zijn visie uitzonderingen daargelaten niet kan doordrukken bij de dochtermaatschappijen, geeft dit geconsolideerde toezicht de consoliderend toezichthouder wel veel macht. De consoliderend toezichthouder krijgt namelijk een goed beeld van de activiteiten van de dochtermaatschappijen. Voor zover de home-states van de dochtermaatschappijen risico's naar het oordeel van de consoliderend toezichthouder onvoldoende adresseren, kan de consoliderend toezichthouder op het niveau van de topholding extra maatregelen treffen. Omdat de consoliderend toezichthouder maatregelen kan treffen jegens de topholding, zal deze topholding in de praktijk ervoor zorgen dat de dochters medewerking verlenen aan het geconsolideerd toezicht, onder meer door de benodigde informatie aan te leveren. In de praktijk geeft dit de consoliderend toezichthouder een sterke positie om ten aanzien van de dochterondernemingen zijn belangen te verdedigen. De consoliderend toezichthouder heeft echter geen bevoegdheden om in het belang van de bankengroep als geheel te kunnen handelen, als de lidstaat van de bankendochter de assets lokaal vasthoudt.<sup>1996</sup>

Anderzijds mogen de home-states van de dochters meevergaderen over het toezicht op de hele groep. Zij hebben slechts informele invloed. Informele samenwerking kan echter niets afdoen aan de uiteindelijke verantwoordelijkheden en beslissingsbevoegdheden van lidstaten.<sup>1997</sup> De home-states van de dochters kunnen dus niet hun wil doordrukken op het niveau van de topholding. Zij kunnen de verkregen informatie wel gebruiken om op het niveau van de dochters extra eisen te stellen. In de

---

<sup>1996</sup> 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. 227.

<sup>1997</sup> E. Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, *CML Rev.* 2005, p. 996.

praktijk is deze invloed naar alle waarschijnlijkheid toch gering, aangezien het moeilijk is een dochtermaatschappij te isoleren voor problemen bij de rest van de groep. Ook delen toezichthouders niet altijd meteen alle beschikbare en relevante informatie met elkaar.<sup>1998</sup> De reden hiervoor is dat de andere toezichthouder dan kan dreigen actie te ondernemen, wat de vrijheid van de ene toezichthouder om zelf de situatie ter hand te nemen ondermijnt. Sommige toezichthouders gaan zelfs zo ver dat zij eerst de situatie in hun voordeel veranderen, voordat zij andere toezichthouders informeren over de problemen, onder meer door de bezittingen naar het hoofdkantoor te halen.<sup>1999</sup>

Solvency II en CRD IV kennen ook de voor het geconsolideerde toezicht relevante categorie van significante bijkantoren. Deze hebben echter geen bijzondere bevoegdheden, anders dan het recht mee te vergaderen in de colleges van toezichthouders.

### Tweedelijns toezicht van de ESAs

Het tweedelijns toezicht door de ESAs verandert de hierboven beschreven machtsverdeling niet substantieel. Hiervoor bestaan zeven redenen:

(i) Beoordelingsmarge bij lidstaten

De ESAs houden weliswaar tweedelijns toezicht op de lidstaten, maar de beoordelingsmarge blijft berusten bij de lidstaten zelf. Zo kunnen de ESAs pas ingrijpen op basis van artikel 17 van de ESA Verordening bij een *kennelijke* schending van het Europese recht. Ook bij de ESA Geschillenprocedure blijft de discretionaire marge berusten bij de lidstaten. Een ESA kan daarom weinig ondernemen als een lidstaat *gewoon* niet zo goed oplet op de buitenlandse activiteiten van een financiële onderneming of binnen zijn discretionaire marge een beslissing neemt die ongunstig is voor de host-state. ESAs kunnen weliswaar ook informeel druk uitoefenen op lidstaten, maar het is zeer de vraag of informele druk van een ESA voldoende is om een lidstaat van gedachten te doen veranderen, als het er werkelijk om spant.<sup>2000</sup>

Bij toepassing van artikel 9 of 18 van de ESA Verordening, berust de discretionaire marge wel bij de ESAs of is de discretionaire marge zeer beperkt doordat de wetgever deze volledig heeft ingevuld. Feit is echter dat aan zo veel voorwaarden moet zijn voldaan voordat de ESAs deze bevoegdheden kunnen hanteren, dat deze bevoegdheden in de praktijk hoogst zelden gebruikt zullen kunnen worden. Voor zover mij bekend zijn deze bevoegdheden ook nog nooit gebruikt.<sup>2001</sup>

(ii) ESA Geschillenprocedure beperkt geactiveerd

De ESA Geschillenprocedure kan alleen worden toegepast, als in deze mogelijkheid is voorzien in de relevante regelgeving. Dit is slechts beperkt gebeurd en niet op die punten die als echt belangrijk worden gezien door de lidstaten bijvoorbeeld geschillen over de financiële gezondheid van een kredietinstelling. Dan kiezen lidstaten vaak voor nationale autonomie.

<sup>1998</sup> 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. 10.

<sup>1999</sup> 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. 708.

<sup>2000</sup> G. A. Ferrarini en 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. 206.

<sup>2001</sup> Zie in zelfde zin Europese Commissie die aangeeft dat de bevoegdheid van art. 9 in de praktijk niet echt bruikbaar is, omdat deze bevoegdheid of moet zijn geactiveerd in sectorale regelgeving (wat in ieder geval tot de introductie van MiFID II per 1 januari 2018 slechts zeer beperkt het geval is), of er sprake moet zijn van een financiële noodtoestand (zie European Commission, final Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), 8 augustus 2014, COM (2014) 509, p. 8).

(iii) Samenstelling Board of Supervisors

De Board of Supervisors van de ESAs, het belangrijkste besluitvormingsorgaan, bestaat uit de nationale toezichthouders zelf. In de diverse Europese regelgeving wordt weliswaar aangegeven dat de ESAs en hun functionarissen moeten handelen in het Europese belang, maar dit neemt niet weg dat de leden van de Board of Supervisors worden benoemd en afgerekend volgens nationale lijnen.<sup>2002</sup> Het is zeer de vraag of deze functionarissen collectief bereid zullen zijn één van hun collega's, die aan de tafel aanwezig is, tot de orde te roepen of dat ze ieder voor zich nationale belangen zullen behartigen.<sup>2003</sup>

(iv) Middelen ESAs

Er zijn ook diverse andere redenen waarom de ESAs in de praktijk weinig tegenwicht kunnen bieden tegen individuele lidstaten. Zo hebben de ESAs geen basis in het verdrag, waardoor politici kunnen dreigen met opheffing<sup>2004</sup> of het dichtdraaien van de geldkraan.<sup>2005</sup> Bovendien zijn de ESAs in de praktijk armer en minder ruim voorzien van werknemers -die vaak ook nog eens tijdelijk zijn uitgezonden door de nationale toezichthouders- dan de toezichthouders van de grote lidstaten. Zo is EBA waarschijnlijk te arm om goed tegenwicht te kunnen bieden tegen de twee dominante banktoezichthouders in Europa, te weten de ECB en de Bank of England.<sup>2006</sup> ESMA bijvoorbeeld had in 2015 een totaal budget van ca. € 40 miljoen terwijl alleen al de Nederlandse AFM ca. € 90 miljoen te besteden had.<sup>2007</sup>

(v) Gebrekkige handhavingsbevoegdheden

Mocht een lidstaat onvoldoende met de ESAs meewerken, dan is de gedachte dat de ESAs zich rechtstreeks tot financiële ondernemingen kunnen wenden. Deze bevoegdheid is echter beperkt. Ten eerste kunnen ESAs uitsluitend rechtstreeks werkend Europees recht afdwingen, dat wil zeggen verordeningen.<sup>2008</sup> Zo lang grote en belangrijke delen van het Europees recht nog in richtlijnen staan, staan de ESAs met lege handen. Ten tweede ontbreekt het de ESAs aan handhavingsmechanismen jegens de financiële ondernemingen.<sup>2009</sup>

---

<sup>2002</sup> 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*, Oxford, Oxford University Press 2012, p. 242 en A.T. Ottow, 'Europeanisering van het markttoezicht', *SEW* 2011, p. 14.

<sup>2003</sup> D. Geradin, The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from American experience, *Columbia Journal of European Law* 2005, p. 28-30 en zeer kritisch 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. 298, European Commission, final Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), 8 augustus 2014, COM (2014) 509, p. 9 en de daar aangehaalde literatuur. Ook bij de voorgangers van de ESAs speelde het probleem dat de vertegenwoordigers van de lidstaten voorrang gaven aan nationale belangen. Zie Communication from the Commission, Review of the Lamfalussy process Strengthening supervisory convergence, 20 november 2007, COM (2007) 727 final, p. 7.

<sup>2004</sup> D. Geradin, The development of European regulatory agencies: what the EU should learn from American experience, *Columbia Journal of European Law* 2005, p. 30.

<sup>2005</sup> 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.

<sup>2006</sup> S. McPhilemy, Integrating rules, disintegrating markets: the end of national discretion in European banking?, *Journal of European Public Policy* 2014, p. 1486. Zie in zelfde zin voor alle ESAs European Commission, final Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), 8 augustus 2014, COM (2014) 509, p. 11.

<sup>2007</sup> ESMA, Annual Report 2015, 15 juni 2016, ESMA/2016/960, p. 64 en AFM, Toezicht in tijden van verandering Agenda 2016-2018, januari 2016, p. 57

<sup>2008</sup> 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. 146.

<sup>2009</sup> 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. 146. R.J. de Doelder en I.M. Jansen, Een nieuw Europees Toezichtraamwerk, *FR* 2010, p. 21 echter merken op dat rechtstreeks optreden jegens een

(vi) Fiscal policy clause

De ESA Verordeningen bevatten een fiscal policy clause (zie nader paragraaf 2.6.7 van deel A). Deze houdt in dat als het optreden van een ESA invloed heeft op de budgettaire verantwoordelijkheid van een lidstaat, deze lidstaat dan bezwaar kan maken tegen dit optreden van de ESA. Het is dan aan de Europese Raad om de maatregel van de ESA alsnog te bekrachtigen. Ook dit doet af aan de kracht van de ESAs.<sup>2010</sup>

(vii) Informatiepositie ESA

Het is in de praktijk moeilijk voor de ESAs om een zich een beeld te vormen van de kwaliteit van het toezicht en de financiële markten in Europa.<sup>2011</sup> Hiervoor zijn twee redenen. Ten eerste zijn de ESAs voor hun informatievoorziening afhankelijk van de lidstaten die zij geacht worden te controleren. De ESAs moeten in grote mate voor hun onderzoek en beeldvorming vertrouwen op informatie die de lidstaten zelf aan de ESAs rapporteren. De ESAs mogen pas rechtstreeks informatie opvragen bij financiële ondernemingen, als de lidstaten deze informatie niet hebben. Ten tweede is niet al het toezicht gebaseerd op harde data. Dit betekent dat nationale toezichthouders in de praktijk hun eigen beoordeling aan de harde feiten toevoegen. Zo is het moeilijk voor een ESA de kwaliteit van de governance van een financiële onderneming te beoordelen, als de ESA niet zelf feitenonderzoek heeft gedaan. Alleen bij het toezicht op het kapitaal van kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en CCPs zijn harde kwantitatieve data leidend. Zolang de ESA deze data ongewijzigd van de lidstaat ontvangt, kan de ESA zich hier zelf een oordeel over vormen.

In 2010 beschreef Pan aan welk eisen een internationale toezichthouder zou moeten voldoen om effectief te zijn. Ik citeer:<sup>2012</sup>

*“First, it must have operational independence from states. (...) Second, the body must be expert. In order to regulate financial institutions, the body must have the ability to learn, retain, and apply detailed knowledge of the operations of financial institutions and the markets in which they do business. Third, the body must have enforcement powers. It must have the means to enforce its supervisory directives as they are applied to financial institutions. In addition, it must have the ability to ensure that national regulators implement the body’s decisions. Fourth, the body must have sufficient resources. The body must have a sizeable budget and a permanent staff. The possession of such resources is essential for the body to develop regulatory expertise and to initiate regulatory action. Fifth, the body must have a range of formal and informal regulatory tools at its disposal. Formal and informal tools are essential to the problem of supervision where the role of the supervisor is not to punish or sanction a financial institution but to ensure the financial institution operates in a sound and safe manner. Furthermore, the body must possess flexibility to identify and respond to supervisory problems in light of changing market conditions and continued financial innovation.”*

---

financiële onderneming niet vaak zal voorkomen, omdat dreiging hiermee al voldoende zou zijn om de nationale toezichthouder te doen handelen volgens het advies van de ESA.

<sup>2010</sup> 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. 49.

<sup>2011</sup> Ook de Europese Commissie suggereert om de informatiepositie van de ESAs te versterken. European Commission, final Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), 8 augustus 2014, COM (2014) 509, p. 7.

<sup>2012</sup> E.J. Pan, Challenge of International Cooperation and Institutional Design in Financial Supervision: Beyond Transgovernmental Networks, *Chicago Journal of International Law* 2010, p. 274-275.

In ieder geval aan eis 1, 3, 4, en 5 voldoen de ESAs niet. Ook Groenleer c.s. komen tot de conclusie dat de lidstaten niet echt macht hebben afgestaan aan de ESAs:<sup>2013</sup>

*“Yet, expansion of the regulatory regimes at the EU level does not necessarily involve centralization. A proposal for a new centralized, integrated European regulatory agency was not backed, as such centralization of powers was perceived as encroaching upon national sovereignty (Kudrna 2012; Bauer, Becker and Kern forthcoming). Instead, the chairs of the national regulatory agencies will still make up the board of the EBA, and thereby remain powerful. In addition, the EBA can bypass member states only if they have failed to act. So, what has emerged from the negotiations between the Commission, the Council and the European Parliament, is a body with the characteristic features of a network, but centralized elements.”*

De ESAs hebben hun dwingende bevoegdheden waaronder de Geschillenprocedure zelden gebruikt. Mij is één, tamelijk onbelangrijk, geval bekend (zie paragraaf 2.6.4 van deel A). Zij hebben verder, zo schreef de Commissie in 2014, enkele keren informeel bemiddeld.<sup>2014</sup> De Europese Commissie wijt dit enerzijds aan de governance structure van de ESA (het feit dat de Board of Supervisors bestaat uit de lidstaten zelf) en de onduidelijkheid waarmee de bevoegdheden zijn omgeven. Anderzijds wijst de Commissie op de ‘dissuasive effect’ van de bevoegdheden. Dit laatste zou erop duiden dat de ESAs hun formele bevoegdheden om geschillen tussen toezichthouders te beslechten niet hebben hoeven gebruiken, omdat de lidstaten voortijdig al inbonden. Desalniettemin suggereert de Commissie in de ESA Verordening duidelijker te maken wanneer de ESA Geschillenprocedure wordt geactiveerd en wat de ESAs dan precies kunnen doen.

De conclusie is dus dat de home-state de meeste toezichtsbevoegdheden heeft, host-states slechts zeer beperkt voor hun eigen belangen kunnen opkomen en de ESAs dit niet anders maken. De macht van de host-state is met name gering, als de dienstverlening zonder bijkantoor plaatsvindt. Het geconsolideerde toezicht op financiële groepen geeft vooral macht aan de consoliderend toezichthouder.

### **3.3. Incentives, externaliteiten en public goods**

#### **3.3.1. Inleiding**

Zoals hierboven toegelicht, gaat model 2 in sterke mate uit van home-state toezicht met beperkte macht voor de host-states en de ESAs. De home-state is echter niet altijd de lidstaat die de gevolgen voelt van zijn beslissingen of als het toezicht ondermaats is. Dit betekent dat de incentives vaak verkeerd zullen liggen. Het risico op negatieve externaliteiten is daardoor groot. Ik licht dit hierna toe. Ik geef daarbij eerst aan waar de toezichtsbelangen kunnen worden gelokaliseerd en motiveer daarna waarom het feit dat de toezichtsbevoegdheden en -belangen uiteenlopen waarschijnlijk zal leiden tot suboptimale uitkomsten.

---

<sup>2013</sup> M. Groenleer, A. Mijs, E. ten Heuvelhof, B. van Meeuwen en J. van der Puil, *Jerusalem Papers in Regulation & Governance* 2014, Working Paper No. 63, p. 14 en in zelfde zin 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. 196.

<sup>2014</sup> European Commission, final Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), 8 augustus 2014, COM (2014) 509, p. 7.

### 3.3.2. Waar bevinden zich de toezichtsbelangen?

Zoals hierboven toegelicht in 3.2, heeft de home-state de leiding over het toezicht. De home-state heeft echter niet noodzakelijk de sterkste band met de onder toezicht staande financiële onderneming.

#### Beperkte band home-state en commerciële activiteiten algemeen

Onder alle sectorale regelgeving wordt vereist dat het hoofdkantoor daadwerkelijk *substance* heeft in de home-state, wat betekent dat de leiding van de financiële onderneming zich in de home-state moet bevinden. Er zijn echter nauwelijks juridische waarborgen dat de financiële onderneming ook daadwerkelijk het merendeel van zijn commerciële activiteiten ontplooit in de home-state. Alleen op het moment van aanvraag van de vergunning door een financiële onderneming wordt beoordeeld of deze zich niet probeert te onttrekken aan het toezicht van een andere lidstaat waarmee deze gezien zijn werkzaamheden een sterkere band heeft. Niet alleen stelt deze toets in de praktijk weinig voor, ook wordt deze gedurende het leven van een financiële onderneming niet herhaald. Daarbij komt dat deze toets moet worden uitgevoerd door de home-state van de financiële onderneming. Met andere woorden: juist die lidstaat waarvoor de onderneming kiest om zich te onttrekken aan het veeleisender toezicht van een andere lidstaat, zou dus de poortwachterfunctie moeten vervullen om te voorkomen dat financiële ondernemingen zich onttrekken aan het zwaardere toezicht van een andere lidstaat. De verwachting dat juist deze ‘relaxte’ lidstaat hierop actief gaat toezien, lijkt mij irreëel.<sup>2015</sup>

#### Beperkte band home-state woonplaats cliënten

Niet alleen zijn er geen juridische waarborgen om te voorkomen dat een financiële onderneming voornamelijk buiten zijn home-state cliënten heeft. In de praktijk komt dit ook veel voor.

- Cyprus is een zeer voornamelijk vestigingsplaats van beleggingsondernemingen die online beleggingen in binaire opties aanbieden overal in de Unie.<sup>2016</sup> De professionele markten voor beleggingsproducten zijn volledig internationaal.<sup>2017</sup>
- Het voorbeeld van de IJslandse banken die deposito's aantrokken op de Nederlandse en Engelse markt behoeft voor de Nederlandse lezer geen toelichting. In Oost-Europese landen is het bancaire stelsel nagenoeg volledig in buitenlandse handen. Zo is 88% van alle leningen in Estland verstrekt door een buitenlandse bank.<sup>2018</sup>
- In Luxemburgse UCITS en AIF fondsen was eind 2013 € 2,615 triljoen Euro belegd.<sup>2019</sup> Dit was bijna evenveel als Frankrijk en Engeland tezamen met € 2,651 triljoen. Luxemburg heeft echter maar een fractie van de inwoners van Frankrijk en Engeland. Van alle beleggingsinstellingen die in Nederland worden verkocht, is slechts 70 % afkomstig van in Nederland gereguleerde beheerders.<sup>2020</sup>

<sup>2015</sup> Zie voor de praktische toepassing van deze anti-misbruikbepalingen EIOPA, Final Report on the Peer Review on Freedom to Provide Services, 29 april 2016, EIOPA-BoS-16-072, p. 16-17. EIOPA geeft hier slechts twee voorbeelden van hoe deze bepaling in de praktijk wordt toegepast.

<sup>2016</sup> Zie Financieel Dagblad 18 januari 2015, <http://fd.nl/frontpage/beurs/1089061/beleggen-in-cfd-s-kost-particulier-miljoenen> en de ESMA, Warning about CFDs, binary options and other speculative products, 25 juli 2016, ESMA/2016/1166 waarin Cyprus als enige land expliciet wordt benoemd.

<sup>2017</sup> 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. 75.

<sup>2018</sup> Zie voor mooie cijfermatige overzichten over in hoeverre Europese kredietinstellingen grensoverschrijdend actief zijn de tabellen in p. Hüttl en D. Schoenmaker, Should the ‘Ours’ Join the European Banking Union?, Bruegel Policy Contribution februari 2016 nr. 3, p. 4-6 en voor het voorbeeld in het bijzonder p. 7 en N. Véron en G.B. Wolff, Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, *Journal of Financial Regulation* 2016, p. 136.

<sup>2019</sup> EFAMA, Asset Management in Europe 8th Annual Review Facts and figures An overview of the Asset Management industry with a special focus on Capital Markets Union, april 2015, p. 18.

<sup>2020</sup> DUFAS jaarverslag 2015, p. 11.

- Verzekeraars zijn meestal wel voornamelijk actief in hun home-state. De reden hiervoor is dat verzekeringsproducten vaak gedreven zijn door fiscale redenen die per markt afwijken, dat de risico's per nationale markt van elkaar verschillen en dat voor de afhandeling van verzekeringsproducten kennis van de nationale taal en het privaatrecht noodzakelijk zijn. Hierdoor is op zijn minst een lokaal bijkantoor vereist.<sup>2021</sup> Anderzijds als wij dieper kijken en ook rekening houden met de vraag of een verzekeringsonderneming onderdeel uitmaakt van een verzekeringsgroep, dan ontstaat een geheel ander beeld. 32% van alle verzekeringspremies wordt door de verzekeringsgroep buiten de home-state verdiend.<sup>2022</sup> In sommige Oost-Europese lidstaten wordt meer dan 90% van verzekeringspremies betaald aan verzekeringsondernemingen uit buitenlandse groepen.<sup>2023</sup> Sommige kleine lidstaten hebben een buitenproportioneel grote verzekeringssector. Zo zijn de omvang van respectievelijk de Liechtensteinse, Luxemburgse en Ierse verzekeringssector respectievelijk 85%, 54% en 21% van het BNP, terwijl het Europees gemiddelde slechts 8,5% is.<sup>2024</sup>

### Beperkte band groepstoezichthouder en economisch zwaartepunt van de groep

Belangrijk is op te merken dat groepstoezichthouder niet noodzakelijk die lidstaat is waar de groep zijn grootste economische invloed heeft. De groepstoezichthouder is in beginsel namelijk de lidstaat waar de topholding van de groep is gevestigd, wat niet noodzakelijk overeenkomt met plek waar de groep de grootste economische invloed heeft.

### Beperkte band home-state macro-economisch en systeemtoezicht

Uiteraard beschermt financiële toezichtsregelgeving niet alleen de cliënten, maar ook de soliditeit van het financiële systeem als geheel. Echter ook hier loopt de aansluiting tussen belang en bevoegdheid niet soepel.

Zo is de AIFM Richtlijn primair gericht op het voorkomen van systeemrisico. Het feit dat voor het toezicht wordt gekoppeld aan de locatie van de AIF beheerder of de AIF beleggingsinstelling zou aansluiten bij deze doelstelling.<sup>2025</sup> Het systeemrisico kan zich echter wereldwijd manifesteren en met name op die financiële markten waar de AIF beheerder handelt of waar zijn tegenpartijen zich bevinden.<sup>2026</sup> Dit is niet noodzakelijk de vestigingsplaats van de AIF beheerder. Uit eigen ervaring kan ik vertellen dat de grotere Europese AIF beheerders wereldwijd beleggen in financiële instrumenten en hiervoor zaken doen met kredietinstellingen wereldwijd. Dit ligt ook voor de hand, aangezien een AIF beheerder uit een kleine lidstaat onvoldoende spreiding voor zijn cliënten kan creëren als deze alleen in lokale financiële instrumenten zou beleggen of alleen met lokale kredietinstellingen zaken zou doen.

Het financiële toezicht op kredietinstellingen kan dermate verstrekende gevolgen hebben voor de economie van een lidstaat, dat ook macro-economische aspecten, fiscale aspecten en systeemrisico's

<sup>2021</sup> 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. 75. Anders EIOPA die opmerkt dat het aantal dochterondernemingen zal afnemen (zie EIOPA, Final Report on the Peer Review on Freedom to Provide Services, 29 april 2016, EIOPA-BoS-16-072, p. 16).

<sup>2022</sup> D. Schoenmaker en J. Sass, Cross-border Insurace in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 3.

<sup>2023</sup> D. Schoenmaker en J. Sass, Cross-border Insurace in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 13.

<sup>2024</sup> D. Schoenmaker en J. Sass, Cross-border Insurace in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 10 en 14.

<sup>2025</sup> A. Duncan, E. Curtin en M. Crosignani, Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers, *Capital Markets Law Journal* 2011, p. 334.

<sup>2026</sup> J.P. Trachtman, The International Law of Financial Crisis: Spillovers, Subsidiarity, Fragmentation and cooperation, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 720. Zie over systeemrisico bij beleggingsinstellingen uitvoerig A. Engert, Transnational Hedge Fund Regulation, *European Business Organization Law Review* 2010, p. 393-343.



een rol spelen. Dit zelfde geldt voor CCPs.<sup>2027</sup> Dit betekent dat, wil men belang en bevoegdheid op elkaar laten aansluiten, ook de lidstaat weer deze macro-economische aspecten en fiscale aspecten gevoeld worden macht over de kredietinstelling zou moeten hebben. Dit is echter niet altijd het geval. Ik deel deze macro-economische aspecten en fiscale aspecten onder in 5 deelaspecten:

- (i) Van welke (staats)begroting komt het als een kredietinstelling moet worden gered? Dit is het fiscale aspect. Binnen een groep gaat fiscale verantwoordelijkheid niet altijd gepaard met de voornaamste toezichtbevoegdheid. Reddingspogingen werden tijdens de crisis volgens nationale lijnen en op basis van nationale belangen uitgevoerd.<sup>2028</sup> Ik noem het Fortis concern waarbij Nederland fiscaal heeft bijgesprongen, terwijl het groepstoezicht in Belgische handen lag, vanwege het grote belang van het Fortis concern voor de stabiliteit van de Nederlandse economie.<sup>2029</sup>
- (ii) Ten laste van welk depositogarantiestelsel komt het als een kredietinstelling moet worden gered? Lokale dochters -anders dan bijkantoren- van een groep zijn bij het lokale depositogarantiestelsel aangesloten, maar het groepstoezicht wordt elders uitgeoefend. Ook indien andere lidstaten juridisch niet verplicht zijn deposito's te verzekeren, kunnen zij zich wel moreel hiertoe verplicht voelen naar hun burgers, in het bijzonder in het geval van een bijkantoor.
- (iii) In hoeverre heeft een lidstaat de mogelijkheid om via het financiële stelsel macro-economisch beleid vorm te geven ten bate van de reële economie? Zo kan het in het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel van de home-state of een individuele kredietinstelling zijn om de mate waarin kredietinstellingen (hypothecaire) leningen kunnen verstrekken te beperken. Dit kan echter nadelig zijn voor de lokale economie in de host-state, omdat dit de (huizen)markt in de host-state belemmert. Zoals beschreven in hoofdstuk 4.5.3.15 van deel A, hebben host-states van kredietinstellingen diverse macro-economische bevoegdheden om de kredietverlening in hun lidstaat in te perken, althans kredietinstellingen te verplichten hiervoor meer kapitaal aan te houden. Host-states hebben echter niet de mogelijkheid ervoor te zorgen dat de kredietverlening op niveau blijft of wordt uitgebreid.<sup>2030</sup> Gedurende de crisis zetten toezichthouders kredietinstellingen die hun balans wilden of moesten inkrimpen namelijk ertoe aan deze krimp dan door te voeren in het buitenland, maar wel de lokale kredietverlening op peil te houden.<sup>2031</sup> Ook oefenden nationale toezichthouders achter de schermen druk uit op kredietinstellingen om vooral staatsobligaties van de desbetreffende lidstaat te kopen.<sup>2032</sup> Véron benoemt ook het risico dat overheden kredietinstellingen (en de schuldeisers en aandeelhouders van deze kredietinstellingen) juist te veel ontzien tijdens een crisissituatie om hun kredietinstellingen aantrekkelijk te houden op kapitaalmarkten.<sup>2033</sup>
- (iv) Het kan impact hebben op het financiële stelsel als geheel als een kredietinstelling failliet gaat, bijvoorbeeld omdat dan de betaalfuncties niet meer beschikbaar zijn en omdat

---

<sup>2027</sup> H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1500-1507.

<sup>2028</sup> E.P.M. Joosen en C.W.M. Lieverse, Financieel recht en internationale financiële groepen, *Ondernemingsrecht* 2015, p. 582.

<sup>2029</sup> Zie nader over de redding van het Fortis concern Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 10.

<sup>2030</sup> Zie bijv. Financial Times, Crisis hits central and eastern Europe, 22 november 2011, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6a22d214-1530-11e1-855a-00144feabdc0.html#axzz3zlnhZV3t> geraadpleegd op 5 februari 2016, waar wordt beschreven hoe Oostenrijk zijn kredietinstellingen opdracht geeft zich terug te trekken uit Oost Europa.

<sup>2031</sup> S. McPhilemy, Integrating rules, disintegrating markets: the end of national discretion in European banking?, *Journal of European Public Policy* 2014, p. 1483.

<sup>2032</sup> S. McPhilemy, Integrating rules, disintegrating markets: the end of national discretion in European banking?, *Journal of European Public Policy* 2014, p. 1483.

<sup>2033</sup> N. Véron, The Economic Consequences of Europe's Banking Union, in: D. Busch en G. Ferrarini, (red.), *European Banking Union*, OUP, Oxford 2015, p. 38.

burgers en bedrijven tijdelijk niet over hun geld kunnen beschikken. Doordat kredietinstellingen significant over de grens werken ontstaat vaak de situatie dat de lidstaat waar deze risico's worden gelopen niet de home-state is.<sup>2034</sup> Veel host-states maken zich daarom zorgen om bijkantoren, omdat ze over deze bijkantoren weinig te zeggen hebben, terwijl deze wel systeemrelevant kunnen zijn.<sup>2035</sup> Hetzelfde kan gelden voor de ondergang van een CCP waarbij de home-state van de CCP de schade kan afwentelen op buitenlandse gebruikers van de CCP.<sup>2036</sup>

- (v) Welke centrale bank zal liquiditeitssteun moeten verlenen? Hoewel de gedachte is dat liquiditeitssteun wordt terugbetaald -een centrale bank geeft alleen liquiditeitssteun aan solvabele instellingen- loopt deze centrale bank en daarmee de lidstaat toch risico. Een kredietinstelling of CCP zal liquiditeitssteun nodig hebben van de centrale bank in wiens valuta hij handelt.<sup>2037</sup> Dit is niet noodzakelijk de home-state van de CCP of kredietinstelling. Dit is problematisch voor de host-state, omdat deze minder informatie heeft over de kredietwaardigheid van deze kredietinstelling of CCP.<sup>2038</sup>

Het is mijn verwachting dat als financiële dienstverlening meer en meer online gaat plaatsvinden, financiële ondernemingen alleen maar meer commerciële activiteiten buiten hun home-state zullen gaan ontplooiën waardoor de band tussen de financiële onderneming en zijn home-state steeds kleiner zal worden.<sup>2039</sup> Mijn conclusie is: door aanknopng bij het territorium waar het hoofdkantoor van een financiële onderneming zich bevindt in plaats van bij waar de financiële onderneming zijn commerciële activiteiten ontplooit, is de home-state niet noodzakelijk -en regelmatig niet- die lidstaat met het grootste belang bij het toezicht op een financiële onderneming.

### 3.3.3. Gevolgen van uiteenlopen belangen en bevoegdheden

Aangezien de home-state de grootste macht heeft over het gedrag van de financiële onderneming, maar de gevolgen van het gedrag van de financiële onderneming niet exclusief in de home-state optreden, is het van belang te toetsen of er voldoende omstandigheden zijn die voorkomen dat de home-state schade op de host-state afwentelt of zich onvoldoende inspant om ook de belangen van de host-state te behartigen. Daarom toets ik hieronder aan de gezichtspunten benoemd in paragraaf 1.4.3 van deel B.

<sup>2034</sup> Zie uitvoerig 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. 15.

<sup>2035</sup> European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 18, G. A. Ferrarini and F. Chiadini, 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. 227, FSB, Nordic experience of cooperation on cross-border regulation and crisis resolution, Report from a RCG Working Group, 28 juli 2016, p. 7 en 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. 18.

<sup>2036</sup> ESMA, Speech Steven Maijor on Recovery and Resolution of CCPs: let's bring the lifeboats in place, 24 juni 2016, ESMA/2016/1002, p. 12.

<sup>2037</sup> H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1510.

<sup>2038</sup> R.A. Eisenbeis, Home Country versus Cross-Border Negative Externalities in Large Banking Organization Failures and How to Avoid Them, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series 2006, Working Paper 2006-18, p. 12. Om die zelf reden was -inmiddels is deze reden door het SSM niet meer relevant- de bevoegdheid om kredietinstellingen liquiditeitssteun te geven bij de nationale centrale banken gelegd en niet bij de ECB (zie A. Steinbach, The lender of last resort in the Eurozone, *CML Rev.* 2016, p. 379-381).

<sup>2039</sup> Zie nader E.J. van Praag, De retailklant in de FinTech wereld: een juridische verkenning, *Ondernemingsrecht* 2016, p. 509 en de daar aangehaalde bronnen.

### 3.3.3.1. Mitigerende factoren

Naar mijn oordeel zijn er weinig mitigerende factoren aanwezig die het risico op het optreden van negatieve externaliteiten beperken.

#### Controle door de klant vooraf

De mogelijkheden van de klant om vooraf te controleren of de home-state adequaat toezicht houdt, zijn gering. Hiervoor zijn twee redenen:

- (i) Toezicht speelt zich doorgaans in het geheim af. Tenzij er maatregelen worden opgelegd, maakt de toezichthouder geen informatie over het toezicht bekend. Dit is juist verboden.<sup>2040</sup> Het probleem is echter dat vaak geen maatregelen worden opgelegd, omdat toezicht op buitenlandse problemen voor de home-state geen prioriteit is of omdat de home-state er welbewust voor kiest bepaalde problemen te laten voortduren in de hoop dat deze zich zelf oplossen.
- (ii) In het bijzonder de retailklant, maar ook de professionele klant, is vaak niet in staat de kwaliteit van het toezicht te beoordelen en is ook niet bereid hier voldoende tijd en geld in te investeren, zelfs indien de informatie wel beschikbaar zou zijn. Deze cliënten vertrouwen juist op de toezichthouder, omdat ze zelf de kwaliteit van de financiële onderneming niet volledig kunnen beoordelen. Het ligt dan niet voor de hand dat deze cliënten wel de kwaliteit van de toezichthouder kunnen beoordelen.

#### Controle door de klant achteraf

Klanten kunnen wel achteraf toezicht houden op de kwaliteit van het toezicht. Dan weten de klanten immers waarnaar zij moeten kijken en zal meer informatie over het gedrag van de financiële onderneming en het toezicht op de financiële onderneming beschikbaar zijn. Dit kan echter alleen de financiële toezichthouder disciplineren, als dit alsnog leidt tot nadelige effecten voor de toezichthouder. Een voor de home-state nadelig effect zou zijn, dat de klanten alsnog de kosten voor het inadequate toezicht op de home-state kunnen afwentelen. In de praktijk is de mogelijkheid hiertoe zeer beperkt, omdat de lat voor aansprakelijkheid van toezichthouders in Europa hoog ligt.<sup>2041</sup>

Een andere nadelig effect dat de home-state zou kunnen disciplineren is een beschadiging van zijn reputatie met als gevolg dat klanten niet langer zaken willen doen met financiële ondernemingen uit lidstaten met zwak toezicht. Hoewel dit theoretisch mogelijk is, verwacht ik dat dit effect in de praktijk niet optreedt, omdat vaak moeilijk is vast te stellen dat een toezichthouder niet incidenteel, maar structureel onderpresteert. Kan men bijvoorbeeld uit de ondergang van zowel DSB, als SNS als de noodzaak voor staatssteun aan ING, ABN AMRO/Fortis, Aegon en NIBC concluderen dat het Nederlandse prudentiële toezicht ondermaats is en heeft dit gevolg gehad dat buitenlandse klanten geen zaken meer willen doen met in Nederland gereguleerde kredietinstellingen?

---

<sup>2040</sup> Zie bijv. CRD IV, art. 53.

<sup>2041</sup> Zie uitvoerig over de Europese aansprakelijkheid van toezichthouders E.J. van Praag, Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders naar Europees recht, *SEW* 2014, p. 214-231. Zie voor een overzichtsartikel van de nationale aansprakelijkheidsregimes van toezichthouders R.J. Dijkstra, *Liability of Financial Supervisory Authorities in the European Union*, *Journal of European Tort Law* 2012, 346-377.

### Controle door andere lidstaten

Andere lidstaten hebben weinig mogelijkheden controle uit te oefenen op de home-state. Hiervoor zijn drie redenen:

- (i) Andere lidstaten dan de home-state hebben doorgaans een informatieachterstand, omdat zij geen of slechts zeer beperkt eigen onderzoek mogen doen naar de financiële onderneming.
- (ii) Echter ook als de andere lidstaten een overtreding op het spoor zouden komen, hebben zij slechts zeer beperkte bevoegdheden. In het concrete geval kunnen zij slechts maatregelen nemen, als sprake is van een duidelijke ernstige overtreding door een financiële onderneming en de home-state ook na waarschuwingen niet optreedt.
- (iii) Host-states hebben in het geheel geen mogelijkheden om de home-state te straffen. Het is namelijk verboden om financiële ondernemingen uit andere lidstaten de toegang tot de markt te ontzeggen. Met andere woorden: ook als een lidstaat zich in het verleden aantoonbaar heeft misdragen, blijft men van de fictie uitgaan dat deze lidstaat moet worden vertrouwd.

Alleen als de financiële onderneming via een dochteronderneming actief is, heeft de host-state -die dan dus home-state is van de dochter- wel de mogelijkheid de home-state van de groep als geheel tegenwerk te bieden. Zo kan de host-state de financiële onderneming ertoe dwingen bezittingen lokaal aan te houden.<sup>2042</sup> De home-state moet dan dus meer rekening houden met de belangen van de host-state.

### Herhaalde samenwerking

Tussen de diverse lidstaten van de Europese Unie is sprake van herhaalde samenwerking. Dit zou de home-state enigszins kunnen disciplineren om ook te handelen in het belang van de host-state. Immers als de home-state de belangen van de host-state onvoldoende in ogenschouw neemt, dan zal de host-state dit andersom ook niet doen als deze de home-state is of überhaupt niet langer willen samenwerken. De vraag is echter welke disciplinerende werking hiervan in de praktijk zal uitgaan. Er zijn namelijk twee beperkende factoren.

Ten eerste is de Europese samenwerking een multilaterale samenwerking. Dit betekent dat zelfs als één lidstaat zich herhaaldelijk zou misdragen, men deze lidstaat niet van verdere samenwerking kan uitsluiten. Bij bilaterale samenwerking bestaat de mogelijkheid alleen met de welwillenden verder te gaan. Bij multilaterale samenwerking en in het bijzonder binnen de Europese Unie, bestaat die mogelijkheid niet. De lidstaat die zich misdraagt blijft daardoor profiteren van verdiepte samenwerking, tenzij het gedrag van deze lidstaat de samenwerking tussen allen ondergraaft.

Ten tweede is het zeer de vraag of sprake is van een evenwichtige relatie waarbij lidstaten beurtelings home-state en host-state zijn of dat in de praktijk sommige lidstaten meestal host-state zijn en andere lidstaten meestal home-state. Bepaalde lidstaten zijn voornamelijk home-state of de lidstaat van de topholding (met name de grote lidstaten in West-Europa) en andere lidstaten zijn voornamelijk host-state (met name staten uit Oost Europa).<sup>2043</sup> In dat geval is van herhaalde samenwerking geen sprake.

---

<sup>2042</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 18.

<sup>2043</sup> R.J. de Doelder en I.M. Jansen, Een nieuw Europees Toezichtraamwerk, *FR* 2010, p. 22 merken op dat 23 lidstaten overwegend host-state zijn en 4 overwegend home-state.

In de praktijk zal daarom het feit dat sprake is van herhaalde samenwerking niet noodzakelijk ertoe leiden, dat lidstaten voldoende met elkaars belangen rekening houden.

#### Controle door supranationale instellingen

Zoals hierboven in paragraaf 3.2 reeds aangegeven, zijn de bevoegdheden van de ESAs beperkt. Het is daarom niet aannemelijk dat de betrokkenheid van de ESAs ertoe gaat leiden dat lidstaten, als het er echt om gaat, beter met elkaars belangen rekening houden.

#### **3.3.3.2. Risicoverhogende factoren**

Aanwezigheid van de volgende risicoverhogende factoren zou het risico op het optreden van negatieve externaliteiten vergroten.

#### De mogelijkheid onderscheid te maken tussen lokaal toezicht en toezicht in het buitenland

Als het praktisch mogelijk is voor de home-state bij het toezicht onderscheid te maken tussen zijn lokale burgers/belangen en buitenlandse burgers/belangen, heeft deze meer mogelijkheden de gevolgen van het beleid af te wentelen. Lokale burgers lijden daar dan immers niet onder.

Bij het gedragstoezicht op beleggingsondernemingen bestaat inderdaad deze mogelijkheid voor de home-state. Zo kan de home-state ervoor kiezen alleen lokale relaties en informatiemateriaal in lokale talen nader te onderzoeken.

Het toezicht op beleggingsinstellingen kent in beginsel niet de mogelijkheid om te discrimineren tussen lokale belangen en buitenlandse belangen. Omdat er collectief wordt belegd zitten alle beleggers automatisch in 'hetzelfde schuitje'. Dit wordt echter anders, voor die beleggingsinstellingen die in de praktijk vooral buiten de home-state worden gedistribueerd. De home-state kan dan ervoor kiezen minder aandacht te besteden aan deze beleggingsinstellingen of beslissingen nemen die vooral in het belang zijn van de industrie in plaats van in het belang van de cliënt.

Bij het toezicht op kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen kan in beginsel niet worden gediscrimineerd tussen lokale cliënten en buitenlandse cliënten. De reden hiervoor is dat alle cliënten een gelijkwaardige claim hebben op de financiële onderneming. Wel kan men in geval van een faillissement proberen lokale cliënten voor te trekken, zoals is gebeurd bij de IJslandse bankencrisis. Dit wordt echter anders, als een kredietinstelling of verzekeringsonderneming bestaat uit een groep van vennootschappen. Dan kan men immers de binnenlandse vennootschappen voortrekken boven buitenlandse vennootschappen die onderdeel uitmaken van hetzelfde concern. Zo waren er tijdens de crisis toezichthouders die binnen een groep probeerden de liquide assets lokaal vast te houden, zodat deze in geval van faillissement voor lokale cliënten/depositohouders beschikbaar zijn.<sup>2044</sup> Dit wordt eveneens anders indien de bestaande cliënten vooral binnenlands zijn en nieuwe cliënten vooral buitenlands of indien het geld vooral in het buitenland wordt aangetrokken en in het binnenland wordt uitgezet.

---

<sup>2044</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, p. 16. Zie hierover uitvoerig K. D'Hulster en I. Ötker-Robe, Ring-fencing Cross-Border Banks: An Effective Supervisory Response? 2014, te verkrijgen op SSRN [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2384687](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2384687) en K. D'Hulster, Ring-fencing cross border banks: How is it done and it is important? 2014, te verkrijgen op [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2384905](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2384905).

Bovendien is het mogelijk onderscheid te maken tussen binnenlandse en buitenlandse macro-economische belangen, bijvoorbeeld door vooral de kredietverlening in het buitenland af te knippen, hetgeen ook gebeurde tijdens de crisis.<sup>2045</sup>

### Een kleine thuismarkt

Lidstaten met een kleine thuismarkt hebben eerder belang erbij de belangen van de financiële ondernemingen boven die van de klant of de reële economie te laten prevaleren. De Europese Unie, althans de voor de financiële regelgeving van belang zijnde Europese Economische Ruimte, kent een aantal lidstaten met een zeer kleine thuismarkt. Ik noem Luxemburg, Cyprus, Malta en IJsland en Liechtenstein.<sup>2046</sup> In het bijzonder bij deze lidstaten bestaat dus het risico dat de toezichthouders te veel in het belang van de financiële ondernemingen en te weinig in het belang van andere toezichtsdoelen handelen. Echter ook de Nederlandse economie is in verhouding met de omvang van de bancaire sector klein. Het is daarom de vraag of Nederland als er echt problemen komen wel in staat zal zijn zijn kredietinstellingen voldoende te steunen of dat al van te voren duidelijk is dat problemen dan op het buitenland zullen worden afgewenteld.<sup>2047</sup>

Tröger stelt de vraag of de kosten van bankfalen in de praktijk niet voor een groot deel geïnternaliseerd worden binnen de lidstaat. Met andere woorden: zou het kunnen dat er geen externaliteiten zijn? Tröger noemt het voorbeeld van de Spaanse banken die door invloed van de lokale Spaanse politiek te kwistig geld hebben uitgeleend.<sup>2048</sup> De vraag is of de politici en toezichthouders die dit hebben toegestaan zich op de lange duur in Spanje populair hebben gemaakt, nu het Spaanse publiek leed onder de bezuinigingen die nodig waren om de redding van de kredietinstellingen te financieren. Ook bij de IJslandse, Ierse en Cypriotische bankencrises hebben de IJslanders, Ieren en Cyprioten zelf fors geleden.

Het intuïtieve antwoord is dat de stelling van Tröger verworpen moet worden. Feit is namelijk dat ook een deel van de rekening van het bankfalen in bovengenoemde landen bij de rest van Europa terecht is gekomen. Zo hebben Nederland en Engeland depositohouders van de IJslandse banken vergoed, toen de IJslandse banken in de problemen kwamen en heeft de Eurozone de lidstaten Spanje en Cyprus gefinancierd, zodat zij hun banken konden helpen. Bij Cyprus zijn ook veel niet-Cyprioten hun deposito's boven € 100.000 definitief kwijtgeraakt. Ook de Nederlandse staat zal waarschijnlijk fors moeten inleveren op de aankoop van ABN AMRO wat in beginsel een Belgisch probleem had moeten zijn, nu België de consoliderend toezichthouder was. Inmiddels is ook data onderzoek gedaan naar de vraag of toezichthouders te laks zijn ten opzichte van hun kredietinstellingen, indien deze ook in het buitenland actief zijn. Het antwoord hierop is ja.<sup>2049</sup> Beck, Todorov en Wagner kwamen tot de conclusie dat toezichthouders minder snel ingrijpen als een kredietinstelling verhoudingsgewijs veel assets en deposito's buiten de home-state aanhoudt, terwijl de equity voornamelijk lokaal is bijeengebracht. Daarbij komt dat veel toezichthouders als zij ingrepen dit deden ten koste van de reële

---

<sup>2045</sup> S. McPhilemy, Integrating rules, disintegrating markets: the end of national discretion in European banking?, *Journal of European Public Policy* 2014, p. 1483.

<sup>2046</sup> IJsland maakt onderdeel uit van de Europese Economische Ruimte.

<sup>2047</sup> 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. 18.

<sup>2048</sup> 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. 474.

<sup>2049</sup> Th. Beck, R. Todorov en W. Wagner, Supervising Cross-Border Banks: Theory, Evidence and Policy, *Economic Policy* 2013, p. 35.

economie van het buitenland. Zo gingen veel toezichthouders ertoe over assets te repatriëren naar de home-state.<sup>2050</sup>

### Immunititeit van de toezichthouder

Zoals reeds hiervoor onder het kopje “controle door de klant achteraf” is opgemerkt, moet een home-state meer rekening houden met de belangen van het buitenland als de home-state door de buitenlandse klanten, financiële ondernemingen of overheden aansprakelijk kan worden gesteld. Deze mogelijkheid wordt echter ingeperkt doordat veel Europese toezichthouders moeilijk aansprakelijk zijn te stellen of zelfs immuun zijn voor aansprakelijkheid.<sup>2051</sup>

### De omvang van het risico's

Bij hele grote risico's is het risico op gedrag dat andere lidstaten benadeelt het grootst. Binnen de Europese Unie zijn in het verleden enkele van deze hele grote risico's gerealiseerd. Ik noem met name de IJslandse en Cypriotische bankencrises waarbij de omvang van de bankensector in verhouding tot de economie zo groot was dat het buitenland wel bij moest springen toen het mis ging.

#### **3.3.4.Suggesties**

Er zijn diverse maatregelen die Europa kan treffen om de kans op het optreden van negatieve externaliteiten te verkleinen.

Ten eerste kan men de kracht van de ESAs versterken. Hiervoor liggen vijf maatregelen het meest voor de hand:

- (i) Hevel de beoordelingsmarge van de nationale toezichthouders over naar de ESAs.<sup>2052</sup>
- (ii) Geef de ESAs een echt onafhankelijke Board of Supervisors die daadwerkelijk in het Europese belang kan handelen zonder dat de leden ook hoofd zijn van de nationale toezichthouders die zij geacht worden te controleren.
- (iii) Voorzie de ESAs van handhavingsmechanismen, zoals boetes, dwangsommen en stille curatele om besluiten jegens financiële ondernemingen af te dwingen.<sup>2053</sup>
- (iv) Neem het financieel recht meer op in verordeningen en andere direct werkende Uniewetgeving teneinde de ESAs in staat te stellen daadwerkelijk handhavend op te treden tegen financiële ondernemingen.<sup>2054</sup>

---

<sup>2050</sup> R.B. Thompson, Financial Regulation's Architecture within International Economic Law, *Journal of International Economic Law* 2014, p. 816.

<sup>2051</sup> Zie uitvoerig over de aansprakelijkheid naar Europese recht E.J. van Praag, Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders naar Europees recht, *SEW* 2014, p. 214-231. Zie voor een overzichtsartikel van de nationale aansprakelijkheidsregimes van toezichthouders R.J. Dijkstra, Liability of Financial Supervisory Authorities in the European Union, *Journal of European Tort Law* 2012, 346-377.

<sup>2052</sup> Ch. P. Buttigieg, *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS: A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition* (diss.), 2014, p. 152.

<sup>2053</sup> Daarnaast bestaat nog de theoretische mogelijkheid dat de ESA de handhavingsmechanismen van de desbetreffende nationale toezichthouders krijgt. Dit zou betekenen dat afhankelijk van tegen welke instelling een ESA optreedt, zij de bevoegdheden van de desbetreffende nationale toezichthouders krijgt, in geval van optreden tegen een Nederlandse financiële instelling de bevoegdheden van DNB en AFM zoals voorzien in de Wft. Ik acht deze ontwikkeling zeer onwaarschijnlijk, want niet in lijn met de historische ontwikkeling van de Europese integratie. Volgens Wymeersch is deze mogelijkheid wel in het Europees Parlement besproken. Zie de speech van E. Wymeersch van 6 november 2009, p. 5, die is te verkrijgen op <http://www.law.ugent.be/fli/wps/pdf/S&C2010-01.pdf>.

<sup>2054</sup> Gelijk als bij de handhavingbevoegdheden is het ook bij de materiële regelgeving voorstelbaar dat de ESAs zich jegens financiële instellingen direct op het nationale recht zouden kunnen beroepen. Een voordeel hiervan is dat financiële instellingen slechts aan één nationaal *rule book* moeten voldoen en dat dit *rule book* kan worden toegesneden op de lokale situatie en marktpraktijken. Aangezien echter juist de doelstelling van de ESA Verordeningen is een grotere uniformering van het financieel toezichtrecht te bereiken, ligt een keuze voor deze theoretische mogelijkheid niet voor de hand. Overigens moet de ECB wel deels werken met nationaal recht, maar dit wordt niet gewenst geacht.

- (v) Voorzie de ESAs/ Europese Unie van een eigen significant budget. Thans kunnen lidstaten zich beroepen op de fiscal policy clause. Zouden de ESAs zelf eventuele reddingen betalen, dan vervalt hiermee nut een noodzaak voor de fiscal policy clause.<sup>2055</sup>

Ten tweede zou men (de leiding over) het toezicht in handen kunnen leggen van die lidstaat die daadwerkelijk de grootste economische band heeft met de financiële onderneming in kwestie. In plaats van dat men aansluit bij het hoofdkantoor wordt dan meer belang toegekend aan de plaats waar de commerciële/economische impact wordt gevoeld. Zo kan als eis worden gesteld voor gebruik van het paspoort, dat de financiële onderneming meer omzet genereert in zijn home-state dan in een host-state of door middel van andere relevante criteria worden nagegaan of de financiële onderneming nog wel de krachtigste band heeft met zijn home-state.<sup>2056</sup>

Ten derde zou men de lat voor toezichthouders aansprakelijkheid lager kunnen leggen. Dit leidt ertoe dat toezichthouders de gevolgen van hun keuzes meer zullen internaliseren.

Ten vierde kan men in het toezicht differentiëren tussen voornamelijk nationale spelers en cross border spelers. Buttigieg noemt dit het Champions League model voor supervisie.<sup>2057</sup> Deze laatste zouden dan onder Europees toezicht komen te staan. Dit klinkt verleidelijk maar heeft uiteraard ook nadelen. Dit is in essentie het model dat wordt toegepast op banktoezicht in de Eurozone, welk model wordt besproken in hoofdstuk 5 van deel B hierna.

Ten vijfde dient men van te voren dwingende afspraken te maken over de verdeling van de kosten van een redding en het toezicht hier dan bij aan te sluiten om belangenconflicten te voorkomen.<sup>2058</sup> Dit betekent ook dat als een lidstaat vanwege de kleine omvang van de nationale economie en het depositogarantiestelsel niet in staat is een geloofwaardig fiscaal vangnet te bieden voor zijn financiële ondernemingen, het toezicht dan moet worden overgedragen of op zijn minst moet worden gedeeld met een partij die dit vangnet wel kan bieden.

Ten zesde zou men de macht van host-states kunnen vergroten, i.h.b. in het geval een bijkantoor van groot belang is voor de host-state.<sup>2059</sup> Een alternatief is dat men afdwingt dat de groep de aanwezigheid in de host-state omvormt tot een dochtermaatschappij (subsidiary).<sup>2060</sup> Beide opties staan uiteraard haaks op het hierna te bespreken belang van marktintegratie.

### 3.4. Efficiëntie

Hierna toets ik of het systeem van home-state supervision efficiënt is. Ik toets aan de criteria van paragraaf 5 van deel B.

<sup>2055</sup> 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. 154-155.

<sup>2056</sup> Zie voor voorbeelden in het Amerikaanse recht E.F. Greene en O.S. Oztan, The attack on national regulation: why we need a global framework for domestic regulation, *Capital Markets Law Journal* 2008, p. 22. Amerika staat het buitenlandse partijen onder omstandigheden toe diensten te verrichten aan Amerikaanse beleggers mits het economisch zwaartepunt van deze partijen in hun home-state blijft.

<sup>2057</sup> Ch. P. Buttigieg, *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS: A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition* (diss.), 2014, p. 155-156

<sup>2058</sup> European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 15 en 16.

<sup>2059</sup> Zie in zelfde zin FSB, Nordic experience of cooperation on cross-border regulation and crisis resolution, Report from a RCG Working Group, 28 juli 2016, p. 29.

<sup>2060</sup> Dit heet 'subsidiarisation'. Zie A. de la Mata Muñoz, The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision, *EBOR* 2010, p. 589.



### 3.4.1. Fysieke nabijheid

Een voordeel van het systeem van home-state supervision is, dat de fysieke afstand tussen de toezichthouder en de financiële onderneming klein is. Omdat de financiële onderneming zijn hoofdkantoor in de home-state moet vestigen en de home-state de leiding heeft over het toezicht, zal de voornaamste toezichthouder zich altijd dicht op de leiding van de financiële ondernemingen bevinden. Dit vergemakkelijkt contact waaronder eventuele inspecties. Dit gaat echter minder of niet op bij toezicht op een financiële groep die bestaat uit dochterondernemingen in plaats van bijkantoren. Home-state supervision heeft tot gevolg dat de lidstaat van de dochteronderneming toezicht houdt. De realiteit is echter vaak, dat de financiële onderneming centraal geleid wordt vanuit één hoofdkantoor. De lidstaat van de dochteronderneming bevindt zich dan juist verder af van de echte bedrijfsleiding en het centraal aangestuurde risicomanagement.<sup>2061</sup>

Voor zover de toezichthouder toezicht moet houden op commerciële activiteiten op de markt van de home-state, zal deze ook een goede informatiepositie hebben. Dit wordt echter anders als de financiële onderneming ook in diverse andere lidstaten actief is. Het is immers moeilijk voor de home-state zich een goed beeld te vormen over de markten van deze lidstaten. Voor de professionele markten zal dit geen groot probleem zijn, omdat deze onderling tussen de lidstaten weinig verschil kennen. Voor de retailmarkten echter kan dit wel degelijk moeilijkheden opleveren. Een home-state die bijvoorbeeld toezicht moet houden op de diverse retailmarkten die door financiële ondernemingen uit de home-state grensoverschrijdend online worden bediend, zal er moeite mee hebben de relevante informatie over deze lokale markten te verkrijgen, onder meer door taal- en cultuurverschillen.<sup>2062</sup> ESMA suggereert daarom de host-state meer te betrekken bij het toezicht op online cross border dienstverlening.<sup>2063</sup> Dragomir wijst erop dat macro-economische ontwikkelingen en het lokale systeemrisico ook bij uitstek zaken zijn waar de host-state het beste zicht op heeft,<sup>2064</sup> evenals de kwaliteit van het lokale risicomanagement, nu dit bestaat uit het risico dat wordt gelopen op lokale assets.<sup>2065</sup> Toezicht op de macro-economische risico's valt inderdaad onder de bevoegdheid van de host-state, maar dit geldt niet voor het risico dat wordt gelopen op lokale assets voor zover dit alleen van micro-prudentieel belang is.

### 3.4.2. Informatiepositie en informatiedeling

Bij home-state toezicht met een overkoepelende rol van de consoliderend toezichthouder kan het probleem spelen dat niet één toezichthouder de groep echt goed overziet.<sup>2066</sup> Dit pleit voor centraal geleid toezicht.

### 3.4.3. Economies en diseconomies of scale

Binnen model 2 zijn ongetwijfeld enige diseconomies of scale. Zo hebben de diverse nationale toezichthouders overlappende afdelingen en stafdiensten. Zonder een uitputtend onderzoek te doen, valt mij in de praktijk op dat diverse Europese toezichthouders gelijktijdig ieder voor zich expertise

---

<sup>2061</sup> G. A. Ferrarini and F. Chioldini, 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. 194-232.

<sup>2062</sup> Zie in zelfde zin ESMA, Response to the Commission Green Paper on retail financial services, 21 april 2016, ESMA 2016/648, p. 4.

<sup>2063</sup> ESMA, Response to the Commission Green Paper on retail financial services, 21 april 2016, ESMA 2016/648, p. 5.

<sup>2064</sup> L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 174.

<sup>2065</sup> L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 176. Zie voor het prudentieel toezicht op de verzekeringsondernemingen in zelfde zin EIOPA, Final Report on the Peer Review on Freedom to Provide Services, 29 april 2016, EIOPA-BoS-16-072, p. 19 en 21.

<sup>2066</sup> D. Schoenmaker en J. Sass, Cross-border Insurace in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 24.

opbouwen over dezelfde onderwerpen. Per land wordt dan een projectteam opgetuigd dat onderzoek doet naar een bepaalde ontwikkeling op de financiële markten. Recente voorbeelden uit mijn praktijk zijn onderzoeken naar het gebruik van benchmarks, de active share van beleggingsinstellingen en innovatie in de financiële sector. Het feit dat de ESAs hier weer een laag bovenop leggen van rapportages en beleidsvorming maakt het toezicht nog kostbaarder.

Anderzijds dienen deze effecten niet overdreven te worden. Ten opzichte van de omvang van de financiële sector als geheel zijn de directe toezichtskosten -d.w.z. de kosten van de financiële toezichthouders- naar mijn inschatting gering.<sup>2067</sup> De indirecte toezichtskosten -d.w.z. de kosten om aan de diverse regels te voldoen- zijn naar mijn inschatting veel groter. Deze behandel ik hierna in paragraaf 3.5.1.

### **3.5. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen**

De huidige wijze waarop toezichtscompetenties zijn verdeeld binnen model 2 heeft effecten voor de wijze waarop financiële ondernemingen grensoverschrijdende actief kunnen zijn. Ik belicht deze hierna.

#### **3.5.1. Marktintegratie**

Het huidige toezichtslandschap leidt in theorie tot een vergaande mate van marktintegratie. De reden hiervoor is dat het beginsel van home-state toezicht betekent, dat een financiële onderneming maar met één toezichthouder zaken hoeft te doen.

Ik zeg in theorie, omdat in de praktijk nog belangrijke schotten tussen de financiële markten van de lidstaten bestaan.

Binnen het bestek van dit onderzoek gaat dit met name om het paspoort systeem. Dit functioneert vaak verre van vlekkeloos. Zo heeft ESMA onderzoek gedaan naar de werking van het AIFM paspoort.<sup>2068</sup> Ten eerste is de notificatie procedure tijdrovend. Ten tweede is de notificatie zelf kostbaar.<sup>2069</sup> Host-states rekenen significante bedragen voor notificatie. Uit mijn eigen praktijk kan ik vertellen dat dit soms redenen zijn om geen zaken te doen in een andere lidstaat.

Daarnaast zijn nog belangrijke delen van het financiële recht niet geharmoniseerd, wat een significante belemmering van de marktintegratie oplevert. Strikt genomen valt dit niet binnen het bestek van dit onderzoek, aangezien dit onderzoek alleen de vraag betreft wie toezicht houdt en niet welk recht van toepassing is. Deze niet geharmoniseerde delen zijn echter wel belemmerend. Ik noem met name het gedragstoezicht op kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen voor zover deze hun diensten niet volledig online leveren en op de distributie van UCITS beleggingsinstellingen. Dit gedragstoezicht bevindt zich buiten het geharmoniseerde gebied van de Europese richtlijnen en verordeningen. Hierop is model 1 van toepassing. Bovendien zijn er nog diverse andere typen

---

<sup>2067</sup> In zelfde zin Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 25. Zo kost het totale toezicht van DNB en AFM, zo blijkt uit hun jaarverslagen, samen ca. EUR 250.000.000. Dit klinkt veel, maar vergeleken met de omzet van de hele Nederlandse financiële sector is dit bedrag verwaarloosbaar.

<sup>2068</sup> 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.

<sup>2069</sup> 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. 21 en 25.

regelgeving van belang bij grensoverschrijdende dienstverlening, zoals het lokale privaatrecht en belastingrecht, die door hun verschillen eveneens verdere marktintegratie belemmeren.<sup>2070</sup>

Bij financiële groepen die bestaan uit verschillende entiteiten -dochterondernemingen dus- speelt als extra probleem dat ieder dochter zelfstandig onder toezicht staat. Dit maakt het onmogelijk op de groep als één onderneming te laten opereren en om het kapitaal daar in de groep in te zetten waar dit het meest opportuun is.<sup>2071</sup> Lokale toezichthouders houden dit kapitaal vaak vast om extra zekerheid te krijgen.<sup>2072</sup> Ook bij bijkantoren wordt lokaal gedragtoezicht gehouden wat de uitrol van uniforme bedrijfsprocessen verhindert.

### 3.5.2. Level playing field

Model 2 leidt tot significante problemen in het level playing field. Dit is een noodzakelijk gevolg van het feit dat in de host-state financiële ondernemingen actief zijn op basis van het toezicht vanuit hun home-state. Als de home-state toezichthouder anders over bepaalde zaken denkt dan de host-state, dan is het de host-state niet toegestaan zijn wil op te leggen aan de buitenlandse partij.

De ESAs zouden deze level playing field problemen moeten oplossen door gezamenlijke posities te bereiken tussen alle Europese toezichthouders. In de praktijk echter lijkt dit mechanisme niet heel goed te werken. Ik zie hiervoor twee verklaringen.

Ten eerste is het gebrekkige level playing field vooral een probleem dat door financiële ondernemingen wordt ervaren. Het zijn immers de financiële ondernemingen die met oneerlijke concurrentie worden geconfronteerd. De ESAs hebben maar beperkte capaciteit en het oplossen van deze level playing field problemen die worden ervaren door de industrie lijkt geen prioriteit te zijn.<sup>2073</sup> Dit wordt pas anders als de buitenlandse financiële ondernemingen dermate actief zijn in een markt dat de host-state naar zijn oordeel onvoldoende grip krijgt op zijn eigen financiële markt of als de level playing field problemen zo groot zijn dat financiële ondernemingen dreigen naar het buitenland te vertrekken. Deze lidstaat zal dit dan binnen (de Board of Supervisors van) de ESAs kunnen adresseren.

Ten tweede bestaan de ESAs uit de nationale toezichthouders van de lidstaten. Diezelfde lidstaten die dus onderling van mening verschillen over hoe een bepaalde regel moet worden ingevuld, zullen nu overeenstemming moeten bereiken. Het is mijn ervaring dat als het er echt toe doet in Europa vaak een compromis wordt gesloten waardoor iedereen zijn nationale praktijk kan voortzetten.<sup>2074</sup>

Anderzijds kan het level playing field onder model 2 uiteindelijk niet te ver ondergraven worden. Als toezichthouders het hun lokale ondernemingen te moeilijk maken, zullen deze hetzij verhuizen hetzij

---

<sup>2070</sup> 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. 76.

<sup>2071</sup> 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. 4.

<sup>2072</sup> D. Schoenmaker en J. Sass, Cross-border Insurace in Europe, DSF Policy Paper Series no. 45, november 2014, p. 4. Dit wordt ook door de regelgeving onderkend. Zie bijv. Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/61 van de Commissie van 10 oktober 2014 ter aanvulling van Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het liquiditeitsdekkingsvereiste voor kredietinstellingen, art. 29 waar uitsluitend mag worden aangenomen dat liquiditeit van dochters die zich in een andere lidstaat bevinden voor de groep beschikbaar is, als aan nadere voorwaarden is voldaan.

<sup>2073</sup> Uit eigen ervaring kan ik vertellen dat als een financiële onderneming een vraag voorlegt aan zijn nationale toezichthouder en die deze vraag weer voorlegt aan de ESA, het lang duurt voor een antwoord komt of dit zelfs geheel uitblijft.

<sup>2074</sup> Zie ook Communication from the Commission, Review of the Lamfalussy process Strengthening supervisory convergence, 20 november 2007, COM (2007) 727 final, p. 9 die ten aanzien van de voorgangers van de ESAs aangaf dat het vereiste van consensus bij het nemen van beslissingen ertoe leidde dat men hetzij koos voor de grootste gemene deler, hetzij überhaupt geen beslissing nam. Hoewel bij de ESAs formeel geen consensus is vereist, zal men in de praktijk collega toezichthouders niet op belangrijke punten willen overrulen.

van de markt worden gedrukt door buitenlandse ondernemingen die onder een gunstiger toezichthouder functioneren.<sup>2075</sup>

### 3.5.3. Lokale afwijkingen

Door het home-state toezicht bestaat de mogelijkheid voor toezichthouders om in de toezichtspraktijk rekening te houden met lokale afwijkingen in de markt. Dit geldt echter alleen voor die financiële ondernemingen die onder lokaal toezicht staan. De host-states hebben het echter moeilijker als veel financiële ondernemingen die onder buitenlands toezicht staan in de lokale markt actief zijn.<sup>2076</sup> Ten eerste kan de home-state lokale regels niet opleggen aan deze buitenlandse partijen. Ten tweede zouden regels of toezichtspraktijken die afwijken van de meeste andere Europese jurisdicties het level playing field in de host-state ondergraven. Zolang financiële ondernemingen uit het buitenland makkelijk zonder lokaal kantoor de markt kunnen benaderen, is de mogelijkheid om via lokale regels of toezichtspraktijken af te wijken daardoor beperkt. Met de opkomst van online dienstverlening zal het aandeel van de nationale financiële sector naar mijn verwachting in iedere lidstaat steeds kleiner worden. Er zullen dus meer financiële ondernemingen actief worden met een andere home-state. Dit betekent dat de mogelijkheid van lidstaten om op hun nationale markt toezicht te houden steeds kleiner zal worden.

### 3.5.4. Voorkomen kuddegedrag van toezichthouders

De betrekkelijke autonomie van iedere home-state, voorkomt dat zij noodzakelijkerwijs allemaal hetzelfde handelen en daarmee het risico dat zij het allemaal gelijktijdig fout hebben. De ESAs proberen weliswaar het toezicht te convergeren, maar dit gebeurt met name door bewezen 'best practices' ook aan andere toezichthouders voor te houden. Het optreden van de ESAs is echter naar mijn oordeel niet dermate dwingend dat alle toezichthouders gelijk handelen.

## 3.6. Regulatory competition

Model 2 faciliteert wel regulatory competition. Immers toezichthouders kunnen binnen de grenzen van hun discretionaire marge eigen beleid maken en tot eigen keuzes komen.

Naar mijn oordeel is dit niet wenselijk, omdat zoals hiervoor in paragraaf 3.3 toegelicht lidstaten niet de gevolgen van hun keuzes zelf ondervinden. Regulatory competition kan dus in sommige lidstaten leiden tot een 'race to the bottom' waarbij lidstaten de negatieve gevolgen van hun inadequate toezicht op andere lidstaten afwentelen en zelf profiteren van werkgelegenheid en belastinginkomsten van hun financiële sector.

Een race to the bottom zal in de praktijk vooral voorkomen bij beleggingsondernemingen en UCITS en AIF beheerders. Verzekeringsondernemingen en met name kredietinstellingen en CCPs hebben belang bij een *credible lender of last resort*.<sup>2077</sup> Hiermee wordt bedoeld dat de meeste cliënten -zeker door de bewustwording van de kredietcrisis en de immer dreigende Grexit- uiteindelijk alleen zaken willen doen met deze financiële ondernemingen als deze als home-state een lidstaat met een grote

<sup>2075</sup> Ook M. Tison, What is 'General Good' in EU Financial Services Law?, Legal Issues of Economic Integration 1997, p. 24 verwacht dat home-states hun lokale industrie niet te ver op achterstand zullen willen zetten.

<sup>2076</sup> FSB, Nordic experience of cooperation on cross-border regulation and crisis resolution, Report from a RCG Working Group, 28 juli 2016, p. 7, 12 en 14. In de praktijk lost men dit in Scandinavië op doordat de home-state vrijwillig bepaalde regels van de host-state toepast op exposures in bijkantoren.

<sup>2077</sup> A. Engert, Transnational Hedge Fund Regulation, *European Business Organization Law Review* 2010, p. 364. Anders ESMA, Speech Steven Maijor on Recovery and Resolution of CCPs: let's bring the lifeboats in place, 24 juni 2016, ESMA/2016/1002, p. 4 waar de voorzitter van ESMA opmerkt dat het risico op regulatory competition door CCPs reeel is.

reële economie hebben.<sup>2078</sup> Dergelijke grote lidstaten zullen minder geneigd zijn tot een race to the bottom, omdat ze de gevolgen zelf moeten dragen. Bij deze lidstaten liggen de incentives op dit punt dus wel goed. Anderzijds werd door de Europese Commissie opgemerkt dat ook CCPs concessies doen aan de veiligheid om goedkoper en daarmee concurrerender te zijn.<sup>2079</sup> Dit zou betekenen dat CCPs toch verleid kunnen worden voor soepelere lidstaten te kiezen.

Uiteraard kan men wel de vraag stellen of ondernemingen überhaupt zo mobiel zijn dat zij vanwege regulering een andere vestigingsplaats kiezen. Met andere woorden: of regulatory competition ook in de praktijk voorkomt, of alleen in theorie. Zo meent Engert dat bij AIF beheerders het risico op regulatory arbitrage niet zo groot is, omdat het personeel en infrastructuur plaatsgebonden zijn.<sup>2080</sup> Naar mijn oordeel verschilt dit per AIF beheerder. Er zijn AIF beheerders met veel personeel en veel *substance* die dus moeilijk te verplaatsen zijn. Er zijn echter ook AIF beheerders die het meeste werk uitbesteden, waardoor verplaatsing van de AIF beheerder een reële optie is.

### 3.7. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren

Model 2 kent weinig efficiënte en rechtstatelijke moeizame beslissingsstructuren. Ik licht dit toe.

#### 3.7.1. Duidelijke beslissingsstructuren

De ESAs brengen onduidelijke beslissingsstructuren met zich.

Ten eerste is de verhouding tussen de nationale regelgeving en de ESA Verordeningen onduidelijk. Ik illustreer dit aan de hand van het Nederlandse recht. De Wft stelt beperkingen aan de mogelijke besluiten van AFM en DNB. Een voorbeeld hiervan betreft artikel 1:75 lid 3 Wft, waarin is vastgelegd dat besluiten van AFM of DNB niet kunnen strekken tot aantasting van overeenkomsten tussen financiële ondernemingen en derden.<sup>2081</sup> De bevoegdheden van de ESAs kennen deze beperking niet. Het is onwaarschijnlijk dat een financiële onderneming zich jegens een ESA op artikel 1:75 lid 3 Wft kan beroepen, want Unie-agentschappen zijn niet gebonden aan nationale wetgeving. Het probleem dat hier wordt geïllustreerd is dat zelfs als de materiële regelgeving in verordeningen staat -en daarmee direct door de ESAs kan worden gehandhaafd-, onduidelijk is welke concrete maatregelen de ESAs mogen opleggen. Op dit punt verschilt de ESA Verordening met de SSM Verordening waar de ECB wel concrete bevoegdheden tot het nemen van maatregelen wordt toegekend en met de CRA Verordening II waar ESMA in de verordening zelf concrete bevoegdheden ten opzichte van CRAs krijgt.

Ten tweede zal een nationale toezichthouder niet op advies van een ESA een besluit kunnen nemen waartoe de nationale regelgeving hem geen bevoegdheid geeft, maar hier wel door een ESA toe kunnen worden gedwongen. Deze mogelijkheid is niet denkbeeldig. Zo gaf EBA een aanwijzing aan de Bulgaarse toezichthouder die deze naar eigen zeggen niet kon opvolgen, omdat hij naar nationaal recht deze bevoegdheid niet had.<sup>2082</sup>

<sup>2078</sup> 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. 202.

<sup>2079</sup> 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. 68.

<sup>2080</sup> A. Engert, Transnational Hedge Fund Regulation, *European Business Organization Law Review* 2010, p. 360.

<sup>2081</sup> Zie over art. 1:75 lid 3 Wft nader de noot van C.M. Grundmann- van de Krol onder College van Beroep voor het bedrijfsleven 7 april 2011, *JOR* 2011/187.

<sup>2082</sup> 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. Zie tevens voor een vergelijkbaar geval binnen het

Ook de colleges van toezichthouders dragen niet bij aan duidelijke structuren. Hoewel de colleges samenwerking zouden moeten bevorderen, bestaan de colleges uiteindelijk uit een verzameling van toezichthouders met ieder hun eigen belang die uitsluitend langs nationale lijnen verantwoording afleggen.<sup>2083</sup> Dit leidt ertoe dat gedurende een crisis nationale toezichthouders toch vooral nationale belangen behartigen en dat voor oplossingen langs nationale lijnen wordt gekozen.<sup>2084</sup> Coördinatie door de ESAs, indien mogelijk, kost tijd, tijd die er vaak tijdens een acute crisis niet is.

### 3.7.2. Geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht

In geval van ingrijpen door een ESA bestaat het risico op dubbele procedures. De gelaagde toezichtstructuur leidt ertoe dat financiële ondernemingen ingewikkelde competentievragen moeten beantwoorden, gelijktijdig zowel met de ESAs als nationale toezichthouders van doen kunnen hebben en mogelijk zelfs parallelle procedures met nationale toezichthouders en de ESAs moeten voeren bij nationale en Europese rechtbanken.<sup>2085</sup> Dit komt door het feit, dat als een financiële onderneming procedeert bij een nationale rechtbank hij daar alleen het besluit van de nationale toezichthouder ter discussie kan stellen. De nationale rechter kan weliswaar prejudiciële vragen stellen, maar dit doet niet af aan de formele rechtskracht van het besluit van een ESA dat indien niet aangevochten kracht van recht krijgt. Het besluit van de ESA waarop dit besluit van de nationale toezichthouder is gebaseerd, kan echter alleen via een Europese rechtsgang worden aangevochten. Een financiële onderneming moet dus twee rechtsgangen tegelijk bewandelen.

Bovendien bestaat de mogelijkheid dat de nationale toezichthouder de gedragingen waartegen deze van een ESA moet optreden, eerder reeds impliciet heeft goedgekeurd. In ieder geval optreden van de nationale toezichthouder, maar mogelijk ook optreden door een ESA tegen dit zelfde handelen, komt dan in strijd met het rechtszekerheidsbeginsel.<sup>2086</sup>

### 3.7.3. Het systeem kan niet eenvoudig ontweken worden

#### 3.7.3.1. Dochteronderneming, bijkantoren en grensoverschrijdende dienstverrichting

Model 2 heeft als groot nadeel dat het eenvoudig ontweken kan worden. De reden hiervoor is dat de macht van de toezichthouder afhankelijk is van de wijze waarop een financiële onderneming zich organiseert. Concreet komt het erop neer dat een financiële onderneming op drie wijze in een host-state actief kan zijn.

##### (i) Dochteronderneming

Als de financiële onderneming in een ander land actief is door middel van een dochteronderneming, dan staat deze dochteronderneming volledig onder toezicht van deze andere lidstaat. Voor deze dochteronderneming geldt deze lidstaat dan als home-state. Hiermee wordt genegeerd dat deze dochteronderneming onderdeel uitmaakt van een concern met centrale leiding. Afhankelijk van de

---

telecommunicatierecht J.F.A. Doleman, OPTA: klem tussen CBB en Commissie? Over regulering, onmacht en overmacht, *NtEr* 2012, p. 169-177.

<sup>2083</sup> Y. V. Avgerinos, EU Financial Market Supervision Revisited: The European Securities Regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03, p. 57-58.

<sup>2084</sup> G. A. Ferrarini and F. Chioldini, 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. 201 en 228.

<sup>2085</sup> Ook Ottow wijst erop dat de inmenging van Europese instituties in nationale besluitvorming leidt tot complicering, vertraging en mogelijk parallelle nationale en Europese beroepsprocedures. A.T. Ottow, 'Europeanisering van het markttoezicht', *SEW* 2011, p. 7 en p. 16.

<sup>2086</sup> 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. 44.

vraag of het toezicht in deze tweede lidstaat gunstiger is dan die waar de topholding van het concern gevestigd is, is deze mogelijkheid om door oprichting van een dochteronderneming aan regulatory arbitrage te doen, gunstig of ongunstig voor de financiële onderneming.

(ii) Bijkantoor

Een bijkantoor kan evenveel impact hebben op de economie van host-state als een dochteronderneming, maar leidt ertoe dat niet de toezichthouder van de host-state bevoegd is, maar die van de home-state, behalve voor bepaalde delen van het gedragstoezicht onder MiFID (II) en de IDD. Met andere woorden: het is mogelijk nagenoeg dezelfde organisatie op de grond neer te zetten met dezelfde economische impact, maar louter door de juridische vormgeving hetzij onder het toezicht van de home-state van het bijkantoor hetzij onder het toezicht van de vestigingsplaats van de dochteronderneming te vallen.

(iii) Grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor.

Het onderscheid tussen grensoverschrijdende dienstverlening met en zonder bijkantoor is naar mijn oordeel inmiddels flinterdun. Voor veel financiële dienstverlening is het inmiddels niet meer nodig een fysiek kantoor in te richten, maar kan worden volstaan met online dienstverlening, call centers en af en toe een bezoek van een personeelslid dat hiervoor wordt ingevlogen. Omdat echter bij grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor de host-state nog minder te zeggen heeft, betekent deze technologische vooruitgang dat het mogelijk is een significante economisch impact in een host-state te krijgen zonder dat deze hierop toezicht kan houden.

Het feit dat een financiële onderneming significante invloed kan uitoefenen op de wijze waarop toezicht wordt gehouden, toont naar mijn oordeel aan dat de aanknopingspunten voor een regulatoire jurisdictie niet (meer) deugen. Ik illustreer dit aan de hand van twee voorbeelden:

- Een consument doet zaken via de website van een bijkantoor van een beleggingsonderneming of de consument doet zaken via precies dezelfde website zonder dat de beleggingsonderneming een bijkantoor heeft geopend. In het eerste geval houdt de host-state toezicht op nakoming van de gedragsregels, in het tweede geval de home-state. Juristen zullen dit verschil allicht kunnen verklaren, maar de consument zal -in het bijzonder als het misgaat- dit niet snappen.<sup>2087</sup>
- Een grote Duitse kredietinstelling heeft in Londen een dochtervennootschap. Als deze dochtervennootschap in liquiditeitsproblemen komt, ontvangt deze liquiditeitssteun in ponden van de Engelse centrale bank. Als dochtervennootschap kan de Engelse toezichthouder, deze Duitse kredietinstelling goed in de gaten houden. De Duitse kredietinstelling kan er echter ook voor kiezen door middel van een bijkantoor actief te zijn. De Engelse toezichthouder kan dan veel minder toezicht houden. Niettemin zal de Engelse centrale bank wel als lender of last resort moeten optreden, omdat het bijkantoor handelt in Engelse ponden waarover alleen de Engelse centrale bank onbeperkt beschikt.<sup>2088</sup>

Het onderscheid tussen dochterondernemingen en bijkantoren kan ook tot ongerechtvaardigde verschillen ten nadele van de financiële onderneming leiden. In het bijzonder binnen een groep is de

<sup>2087</sup> Ook de Commissie vond dat dit de consument niet uit te leggen zou zijn. 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.

<sup>2088</sup> European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 20. Een alternatief is een zogenaamde swap line tussen de centrale banken waarbij de Duitse centrale bank (of de ECB) respectievelijk de Engelse centrale bank afspreken elkaar van Euros respectievelijk ponden te voorzien. Feit blijft echter dat alleen de Engelse centrale bank onbeperkt over ponden kan beschikken.

juridische structuur vaak uitsluitend ingegeven door de wens aansprakelijkheden jegens wederpartijen te beheersen, bevoegdheden van werknemers te beperken, of vanwege belastingredenen.<sup>2089</sup> Er kunnen goede redenen zijn om voor een dochtervennootschap of juist voor een bijkantoor te kiezen die niets met het financieel toezicht te maken hebben.<sup>2090</sup> Het onrechtvaardige is naar mijn oordeel, dat deze andere opzet leidt tot een ander toezichtsregime, terwijl vanuit toezichtsrechtelijk perspectief geen relevant onderscheid bestaat tussen een dochteronderneming en een bijkantoor.<sup>2091</sup> Het onderscheid tussen bijkantoren en dochterondernemingen doet namelijk geen recht aan de wijze waarop een financiële onderneming in de praktijk wordt geleid. De bedrijfsvoering in een financiële onderneming vindt vaak per business unit plaats, in plaats van per juridische entiteit.<sup>2092</sup>

Het is mijn voorspelling dat met de verdere opkomst van online financiële diensten ook aan consumenten host-states steeds minder te zeggen zullen krijgen over wat zich in hun territorium afspeelt. Het is ook mijn voorspelling dat host-states hierop zullen reageren door het begrip vestiging op te rekken<sup>2093</sup> en dat het Hof hierin mee zal gaan.

Ik wijs in dit verband op een naar mijn oordeel belangwekkende zaak op het gebied van het privacyrecht. De jurisdictie was hier gekoppeld aan het begrip vestiging. Dit zou echter tot gevolg hebben dat de lidstaat waar de onderneming de grootste impact had niet op naleving van de privacyregels kon toezien. Het Hof oordeelde als volgt:<sup>2094</sup>

*“Artikel 4, lid 1, onder a), van richtlijn 95/46/EG (..) betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van die gegevens moet aldus worden uitgelegd dat het op grond van dat artikel mogelijk is de wetgeving inzake de bescherming van persoonsgegevens van een andere lidstaat dan die waar de voor de verwerking van die gegevens verantwoordelijke is geregistreerd, toe te passen, voor zover bedoelde verantwoordelijke via een duurzame vestiging op het grondgebied van die lidstaat een, zelfs geringe, reële en daadwerkelijke activiteit uitoefent, in het kader waarvan die verwerking plaatsvindt.*

*Om in omstandigheden als die van het hoofdgeding vast te stellen of daarvan sprake is, kan de verwijzende rechter met name rekening houden met het feit dat de activiteit van de verantwoordelijke voor de verwerking, in het kader waarvan deze verwerking plaatsvindt, bestaat in de exploitatie van vastgoedsites voor onroerend goed dat is gelegen op het grondgebied van die lidstaat, die in de taal van die lidstaat zijn gesteld, en dat deze activiteit dientengevolge hoofdzakelijk, zo niet volledig, op bedoelde lidstaat is gericht, en voorts met het feit dat deze verantwoordelijke in die lidstaat over een vertegenwoordiger beschikt die is belast met het innen van de uit die activiteit resulterende openstaande rekeningen en de*

<sup>2089</sup> Zie voor een nadere analyse van welke omstandigheden bepalen of wordt gekozen voor een dochteronderneming of voor een bijkantoor A. de la Mata Muñoz, The Future of Cross-Border Banking after the Crisis: Facing the Challenges through Regulation and Supervision, *EBOR* 2010, p. 579-583.

<sup>2090</sup> European Financial Services Round Table, On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU; follow-up recommendations of the EFR, juni 2005, p. 22.

<sup>2091</sup> N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford: OUP 2008 2<sup>de</sup> druk, p. 428 en daar aangehaalde literatuur en E. Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, *CML Rev.* 2005, p. 998 en 999.

<sup>2092</sup> Zie in zelfde 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 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.

<sup>2093</sup> In zelfde zin N. Tornberg, The Commission's Communications of the General Good -magna carta or law-making?, *European Business Law Review* 1999, p. 28.

<sup>2094</sup> HvJEU 1 oktober 2015, C-230/14 (*Weltimmo s. r. o.*). Inmiddels bevestigd in HvJEU 28 juli 2016, C-191/15 (*Verein für Konsumenteninformation/ Amazon EU Sàrl*).



*vertegenwoordiging van hem in bestuurlijke en juridische procedures met betrekking tot de verwerking van de betrokken gegevens.”*

Naar mijn oordeel is de aanwezigheid van de vertegenwoordiger om de rekeningen te innen een zeer beperkt haakje om van een vestiging te kunnen spreken.<sup>2095</sup> Het Hof geeft ook aan dat bij de beoordeling of van een vestiging sprake is rekening moet worden gehouden met de specifieke aard van de bedrijfsuitoefening en de betrokken dienstverlening en dat dit heel in het bijzonder geldt voor ondernemingen die hun diensten uitsluitend via internet aanbieden.<sup>2096</sup> Naar mijn oordeel hanteert het Hof hier in essentie de initiatieve test (zie nader hoofdstuk 4.3.3 van deel A) om te beoordelen of sprake is van een vestiging. Hiermee rekt het Hof het begrip vestiging dus significant op. Het is mijn voorspelling dat het Hof deze lijn zal gaan volgen bij online financiële dienstverlening waarbij belangen van consumenten in het geding zijn.

### **3.7.3.2. Macroeconomische maatregelen**

Het zijn niet alleen financiële ondernemingen die onder model 2 kunnen forum shoppen. Zo constateert EBA dat lidstaten soms voor macro-prudentiële maatregelen in plaats van de meer geëigende micro-prudentiële maatregel kiezen, omdat de macro-prudentiële maatregel ook verbindend is voor buitenlandse kredietinstellingen.<sup>2097</sup> Ook binnen de macro-prudentiële maatregelen wordt geshopt door lidstaten. Sommige van deze macro-prudentiële maatregelen vereisen inspraak van de ESRB. Andere maatregelen die hetzelfde doel bereiken niet. Dit was reden voor Zweden de maatregelen zo te construeren dat de ESRB geen inspraak had.<sup>2098</sup> Meer in het algemeen geldt dat de beslissingsstructuur soms een reden is voor een bepaalde macro-prudentiële maatregel te kiezen en niet voor een andere.<sup>2099</sup>

### **3.7.4. Aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking**

Het is belangrijk dat bij samenwerking van toezichthouders de aansprakelijkheidsregels goed op elkaar aansluiten. Er dient immers voorkomen te worden dat toezichthouders vanwege de afwijkende aansprakelijkheidsbepalingen niet met elkaar willen samenwerken.

Helaas brengt de samenwerking tussen de ESAs en de lidstaten complexe aansprakelijkheidsvragen met zich. Het Hof heeft namelijk geoordeeld, dat indien het Hof heeft vastgesteld dat bepaald handelen in strijd is met de Europese regelgeving en de lidstaat de koers niet wijzigt, de schending daarmee nagenoeg automatisch gekwalificeerd is.<sup>2100</sup> Ofschoon de ESAs een lagere status hebben dan het Hof, is het risico dat een nationale toezichthouder succesvol aansprakelijk kan worden gehouden voor een gedraging die hij niet tegenstaande een waarschuwing van een ESA doorzet, zeker niet te verwaarlozen. Anderzijds is er geen waarborg dat als die nationale toezichthouders conform de adviezen van de ESAs besluiten en deze adviezen van de ESAs later worden vernietigd, deze

<sup>2095</sup> In zelfde zin p. de Hert en M. Czerniawski, Expanding the European data protection scope beyond territory: Article 3 of the General Data Protection Regulation in its wider context, *International Data Privacy Law* 2016, p. 5.

<sup>2096</sup> HvJEU 1 oktober 2015, C-230/14 (*Weltimmo s. r. o.*), rov. 29.

<sup>2097</sup> In praktijk gebeurt dit af en toe zie EBA, Report on the range of practices regarding macroprudential policy measures communicated to the EBA, juli 2015, p. 27.

<sup>2098</sup> In praktijk gebeurt dit af en toe zie EBA, Report on the range of practices regarding macroprudential policy measures communicated to the EBA, juli 2015, p. 33.

<sup>2099</sup> In praktijk gebeurt dit af en toe zie EBA, Report on the range of practices regarding macroprudential policy measures communicated to the EBA, juli 2015, p. 39.

<sup>2100</sup> De grootste drempel voor aansprakelijkheid van toezichthouders onder Europees recht, is het onderscheid tussen de verschoonbare schending van het Europese recht en de gekwalificeerde schending. Alleen een gekwalificeerde schending van het Europees recht leidt tot staatsaansprakelijkheid. Zie nader uitvoerig E.J. van Praag, Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders naar Europees recht, *SEW* 2014, p. 214-231.

toezichthouders niet aansprakelijk zijn naar nationaal recht. De ESA vergoeden de schade dan niet en de nationale toezichthouders zitten klem.<sup>2101</sup>

Ook de samenwerking van de lidstaten kan worden belemmerd, als lidstaten afwijkende beslissingen willen nemen vanwege hun nationale aansprakelijkheidsregime. Het is aannemelijk dat een toezichthouder die eerder aansprakelijk is bij falend toezicht dan bij onrechtmatige besluiten eerder wil ingrijpen dan een toezichthouder voor wie het omgekeerde geldt.

### **3.7.5. Handhaafbaarheid**

Model 2 heeft een groot gat in de handhaving.

De ESAs hebben namelijk niet de bevoegdheid om lidstaten te dwingen bepaalde acties te ondernemen.<sup>2102</sup> Deze bevoegdheid berust bij de Commissie. Dit is de normale inbreukprocedure van art. 258 VWEU. Dit komt de efficiëntie van het systeem met de ESAs niet ten goede.

Wel kunnen de ESAs tegen financiële ondernemingen optreden. Deze bevoegdheden zijn echter van een hoogst theoretisch karakter. Niet alleen ontbreken direct werkende normen, maar ook ontbreekt het de ESAs aan handhavingmechanismen.<sup>2103</sup> Zolang niet expliciet is voorzien in handhavingmechanismen, staat een ESA tegenover een ongewillige financiële onderneming met lege handen en kan de financiële onderneming besluiten van een ESA straffeloos naast zich neerleggen. De nationale toezichthouder beschikt wel over handhavingmechanismen, maar het is zeer de vraag of deze bevoegdheden op grond van het nationale recht mogen worden ingezet om besluiten van ESAs te handhaven. Bovendien zal een nationale toezichthouder niet zeer genegen zijn een besluit van een ESA te handhaven. Eén van de voorwaarden voor een ESA om een besluit te kunnen nemen dat een financiële onderneming rechtstreeks bindt, is namelijk dat de lidstaten zelf onvoldoende optreden. Met andere woorden: de ESAs zijn afhankelijk van de lidstaten voor het afdwingen van besluiten waarvan van te voren al duidelijk is dat de lidstaten er niet achter staan. Het is mijn vermoeden -dit zou ook mijn advies zijn in de juridische praktijk aan de financiële onderneming- dat een financiële onderneming eerder naar zijn eigen nationale toezichthouder zal luisteren dan naar een ESA die zijn nationale toezichthouder overruled.

Ook voor de nationale toezichthouder geldt dat deze in de feitelijke positie moet zijn om handhaving van de regels af te dwingen. De toezichthouder van een host-state kan ook bij online dienstverlening feitelijk verhinderen dat een financiële onderneming uit de home-state de dienstverlening hier uitbreidt (ik verwijs naar wat hierover is opgemerkt in paragraaf 1.8.6 van dit deel B). De host-state kan echter niet de financiële onderneming uit de home-state ertoe dwingen bepaalde acties te ondernemen, omdat deze host-state geen machtsmiddelen heeft dit buiten zijn territorium af te dwingen.

### **3.7.6. Rechtsstatelijkheid**

De constructie met de ESAs acht ik ook vanuit rechtsstatelijk punt onwenselijk. Een belangrijk zorgpunt is voor mij de verhouding tussen de nationale rechter en de ESAs. Wat dient bijvoorbeeld te gebeuren als het handelen van een nationale toezichthouder eerst wordt goedgekeurd door een nationale rechter of juist is afgedwongen bij de nationale rechter, maar daarna onderwerp wordt van onderzoek van een ESA. Dan bestaat het risico dat de nationale toezichthouder klem komt te zitten

<sup>2101</sup> Voor de goede orde: bij samenwerking in het SRM vergoedt de Europese SRB de schade van lidstaten wel.

<sup>2102</sup> E. Wymeersch, 'The European Financial Supervisory Authorities', in: E. Wymeersch, K.J. Hopt en G. Ferrarini (red.), *Financial Regulation and Supervision A Post-Crisis Analysis*, Oxford, Oxford University Press 2012, p. 238.

<sup>2103</sup> In zelfde zin N. Moloney, 'EU Financial market regulation after the global financial crisis: "More Europe" or more risks?', *CML Rev.* 2010, p. 1370. Vgl. CRA Verordening II, art. 36a met uitvoerige regels over oplegging van boetes en dwangsommen.

tussen een ESA en een nationale rechter.<sup>2104</sup> Deze situatie is verre van denkbeeldig. Zo heeft de Board of Appeal van de ESA al tweemaal geoordeeld over een zaak waarbij private beleggers klagen over het handelen van een nationale toezichthouder. In plaats van dat deze beleggers zich tot de nationale rechter wenden om te oordelen over het handelen van een nationale toezichthouder, worden de ESAs in deze rol gedwongen.<sup>2105</sup> Tot dusverre vroegen deze beleggers de ESA te interveniëren voordat de nationale rechter zich had uitgesproken, maar is er geen verbod voor de ESA om te interveniëren nadat de nationale rechter aan zet is geweest.

### 3.8. Politieke legitimatie

Model 2 scoort slecht op het aspect van politieke legitimatie. De essentie is naar mijn oordeel dat voor (burgers van) lidstaten belangrijke bevoegdheden worden uitgeoefend en beslissingen worden genomen door andere lidstaten. In het bijzonder de IJslandse bankensaga heeft gedemonstreerd, dat burgers van hun overheden verwachten dat zij zélf toezicht houden op veiligheid van hun spaargeld. Ook de grote macro-economische effecten van toezicht vereisen dat overheden deze verantwoordelijkheid jegens hun burgers zelf dragen. Deze overheden kunnen zich in de ogen van burgers niet aan hun verantwoordelijkheden onttrekken door te wijzen op de Europese verdeling van toezichtsbevoegdheden.

Misschien is juist het succes van de Europese economisch integratie de reden dat de politieke legitimatie is komen te ontbreken. Toen in de jaren 80 en 90 het beginsel van home-state supervisie werd uitgewerkt kon men niet bevroeden dat het technisch mogelijk zou zijn door middel van online grensoverschrijdende dienstverlening, bijkantoren, en niet standalone dochterondernemingen zo een grote invloed te krijgen op de economie van andere lidstaten.

---

<sup>2104</sup> Zie voor een dergelijk geval binnen het telecommunicatierecht J.F.A. Doeleman, OPTA: klem tussen CBB en Commissie? Over regulering, onmacht en overmacht, *NtEr* 2012, p. 169-177

<sup>2105</sup> 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 en 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.

## **4. Evaluatie model 3; toezicht op de financiële markten**

### **4.1. Inleiding**

Model 3 is, anders dan de andere modellen, niet integraal te beoordelen. De reden hiervoor is, dat binnen model 3 diverse keuzes zijn gemaakt, zonder dat er sprake is van een achterliggend model dat voor verschillende typen financiële onderneming of financiële activiteit in meer of minder mate wordt toegepast, zoals bij model 1 en 2, of van een model dat op één type financiële onderneming wordt toegepast, zoals bij model 4 en 5. Model 3 bestaat uit diverse sectorale richtlijnen en verordeningen die dezelfde of gerelateerde economische activiteiten betreffen, maar die in separate wetgevingstrajecten zijn behandeld waarbij onafhankelijk van elkaar de toezichtscompetentie is verdeeld. Model 3 is dus eigenlijk niet echt een model. De reden om de diverse regelgeving die ik vat onder model 3 toch gezamenlijk te behandelen is, dat model 3 dezelfde economische activiteit betreft, namelijk de handel op de financiële markten in financiële instrumenten.

Om die reden kent dit hoofdstuk een andere opbouw dan de andere hoofdstukken van dit deel. In dit hoofdstuk zal ik eerst per sectorale richtlijn of verordening toelichten welk gezichtspunt(en) voorrang hebben gekregen en daarbij voor- en nadelen benoemen. Daarna zal ik in paragraaf 4.7 beoordelen in hoeverre de regulering van de handel op de financiële markten als geheel onderling consistent is en hiervan de voor- en nadelen benoemen. Ik hanteer dezelfde volgorde als in hoofdstuk 5 van deel A.

### **4.2. Prospectussen en transparantietoezicht**

#### **4.2.1. Inleiding**

Bij het prospectustoezicht en transparantietoezicht heeft men voor wholesale-effecten geprobeerd regulatory competition te faciliteren. Daarom mag een uitgevende instelling van andere effecten dan aandelen (bijv. obligaties) met een nominale waarde van boven de € 1.000 of effecten zonder nominale waarde (zoals derivaten) zelf zijn home-state kiezen. Voor deze wholesale-effecten kan de uitgevende instelling zelf zijn home-state kiezen door zijn effecten in deze lidstaat aan te bieden of te laten noteren op de gereguleerde markt. Omdat niet is voorgeschreven dat de home-state de plaats moet zijn waar naar verwachting de meeste effecten worden geplaatst, of waar de meeste secundaire handel plaatsvindt, is aan dit regulatoire haakje eenvoudig te voldoen.

Voor retail-effecten echter heeft men geprobeerd de band te vinden met die lidstaat die het grootste belang heeft bij het toezicht. Daarom geldt voor aandelen en andere effecten met een nominale waarde kleiner dan € 1.000 dat de home-state die lidstaat is waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft. Hier is dus dwingend voorgeschreven welke lidstaat als home-state geldt.

Voor het doorlopende transparantietoezicht is bewust aangesloten bij de competentieregels uit de Prospectusrichtlijn. Het transparantietoezicht volgt dus dezelfde competentieregels. Zij het dat een keuze voor een home-state bij wholesale-effecten geldt voor de opvolgende 3 jaar en dat voor het bepalen van de home-state voor het transparantietoezicht alleen noteringen op de gereguleerde markt van belang zijn. Dit laatste is logisch, aangezien het transparantietoezicht alleen van toepassing is bij een voortdurende notering op de gereguleerde markt.

## 4.2.2. Incentives, externaliteiten en public goods

### 4.2.2.1. Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht?

Het prospectustoezicht heeft, zoals blijkt uit de preambules, twee doelen, namelijk beleggersbescherming en de bescherming van de efficiëntie van de markt.<sup>2106</sup> Het belang van beleggersbescherming gaat uiteraard met name die lidstaat aan waar de beleggers wonen. Het doel van efficiëntie van de markt heeft uiteindelijk tot doel dat uitgevende instellingen goed kapitaal kunnen blijven aantrekken, in het belang van de reële economie. Dit belang is naar mijn oordeel daar gelokaliseerd waar de uitgevende instelling is gevestigd. Ten derde is er het belang van de jurisdictie van de gereguleerde markt waar een financieel instrument wordt genoteerd bij een goede reputatie, zodat ook andere uitgevende instellingen van de diensten van de gereguleerde markten in deze jurisdictie gebruik zullen maken.

Voor de wholesale-effecten heeft de wetgever geen moeite gedaan aansluiting te zoeken bij de lidstaat met het grootste belang. Men heeft immers juist gekozen voor regulatory competition. Dit brengt voor deze wholesale-effecten dus het in ieder geval theoretische risico met zich van een race to the bottom, waarbij lidstaten hun regulatoire belangen niet kunnen verdedigen. Of dit risico reëel is, beoordeel ik in paragraaf 4.2.5.

Voor aandelen en effecten met een kleine nominale waarde heeft men juist wel beoogd de toezichtsvoegdheid te leggen bij de lidstaat met het grootste belang, namelijk die lidstaat waar de beleggers wonen. De gedachte is, dat retail-beleggers vooral zullen beleggen in aandelen van uitgevende instellingen die hun zetel in dezelfde lidstaat hebben als waar de retail-belegger woont. Dit is de zogenaamde home bias van de retailbelegger.

Met home bias wordt bedoeld, dat beleggers een voorkeur hebben voor uitgevende instellingen uit hun lidstaat die worden verhandeld op de nationale beurs. Zo zal een Nederlandse belegger eerder aandelen kopen in de Nederlandse supermarktketen Ahold op de Nederlandse beurs, dan in de Engelse supermarktketen Tesco op de Engelse beurs, louter vanwege de bekendheid van de Nederlandse belegger met Ahold en de Nederlandse beurs. Anderzijds zal een Nederlands bedrijf eerder kiezen voor een notering op de AEX dan op een andere beurs, aangezien een notering op de AEX weer een goede uitstraling geeft naar de Nederlandse belegger die weer het meest geneigd zal zijn in het Nederlandse bedrijf te beleggen. Deze home-bias loopt volgens de cijfers van de ECB echter gestaag terug van 65% in 2008 naar 52% in 2015.<sup>2107,2108</sup>

Er zijn mij geen cijfers bekend voor andere instrumenten dan aandelen, maar aangezien aandelen bij uitstek retailinstrumenten zijn, verwacht ik dat bij andere beleggingen de home bias in ieder geval niet groter zal zijn. Professionele beleggers zullen immers minder vatbaar zijn voor deze home bias dan retail beleggers.

<sup>2106</sup> Prospectusrichtlijn, preambule 10.

<sup>2107</sup> ECB, Financial integration in Europe 2016, april 2016, p. 30. N. Véron en G.B. Wolff, Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, *Journal of Financial Regulation* 2016, p. 137 rapporteren echter een hoger cijfer (64%), maar zonder een bron te vermelden. Naar alle waarschijnlijkheid is dit percentage in de praktijk lager, aangezien men kijkt naar de directe houder en niet naar de achterliggende economisch eigenaar. Concreet: als een Nederlandse beheerder via een beleggingsinstelling een aandeel in Philips houdt, dan geldt dit als een lokaal aangehouden aandeel. In de praktijk echter zitten achter de Nederlandse beleggingsinstelling ook buitenlandse beleggers. Deze buitenlandse beleggers zullen echter vaak juist een Nederlandse beheerder inhuren om aandelen Philips te kopen, omdat deze Nederlandse beheerder vanouds geacht wordt verstand te hebben van Philips.

<sup>2108</sup> Zie voor dergelijke cijfers op mondiaal niveau E.F. Greene en O.S. Oztan, The attack on national regulation: why we need a global framework for domestic regulation, *Capital Markets Law Journal* 2008, p. 7.

Door dus aan te sluiten bij de zetel van de uitgevende instelling stelt men de toezichthouder in staat de belangen van de nationale retail-belegger te behartigen.<sup>2109</sup> Niettegenstaande de cijfers van de ECB betwijfel ik of deze gedachte correct is en zal blijven. Ik licht dit toe.

Onderscheid dient gemaakt te worden tussen de aanbieding van effecten bij een notering en de aanbieding van effecten zonder notering. Bij een notering gaat het om - meestal grotere- ondernemingen die naar de beurs willen en daar ook voortdurend willen worden verhandeld op de secundaire markt. Bij aanbieding van effecten zonder notering gaat het meestal om kleinere ondernemingen die eenmalig geld vragen van het beleggend publiek.

Bij notering geldt het volgende. Ten eerste vraag ik mij af of de home-bias van de retail-belegger niet verder zal afnemen, in lijn met de door de ECB geconstateerde trend. In een internationaliserende wereld waarbij een retail-belegger in zijn rol van consument koopt bij buitenlandse partijen zal ook de mate waarin de retail-belegger in deze partijen belegt toenemen. Met andere woorden: de gedachte dat retail-beleggers vooral beleggen in aandelen van uitgevende instellingen met zetel in hun lidstaat zal waarschijnlijk steeds minder correct zijn. Ten tweede heeft de home-bias van de retail-belegger niet noodzakelijk tot gevolg dat de lokale retail-beleggers daarmee de grootste beleggingscategorie bij een uitgevende instelling zijn. Zo zal een grote internationale onderneming uit een betrekkelijk kleine lidstaat meer (retail)beleggers hebben uit andere grotere lidstaten, dan uit zijn home-state. Er zijn veel ondernemingen die juist op een beurs buiten de lidstaat van vestiging een primaire of secundaire notering aanvragen om zo juist buitenlandse (retail)beleggers aan te trekken.<sup>2110</sup> Ook dan wordt het prospectustoezicht uitgevoerd door de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft. Als een aanbieding van effecten uitsluitend buiten de home-state plaatsvindt, dan heeft deze mogelijk juist minder belang om het prospectus goed te controleren.<sup>2111</sup> Ten derde is de vraag of de retail-beleggers de primaire begunstigde zijn van het prospectustoezicht. Hoewel het prospectustoezicht niet van toepassing is, als alleen professionele beleggers aan de aanbieding mogen deelnemen, geldt dat ook veel professionele beleggers waarde hechten aan het feit dat het prospectus wel is goedgekeurd en hieraan vertrouwen ontlene. Ten vierde vraag ik mij of het belang van de lidstaat met een gerespecteerde financiële markt waar de beursnotering plaatsvindt bij goed toezicht in praktijk niet sterker is, dan dat van de lidstaat waar de retail-belegger woont. Concreet: als een Duitse onderneming aandelen gaat noteren op de Londense Stock Exchange, is het reputationele belang van de Engelse Londense Stock Exchange -en daarmee de incentive om goed toezicht te houden op het prospectusproces- waarschijnlijk groter, dan het belang dat Duitsland hecht aan de bescherming van zijn retail-beleggers.<sup>2112</sup> Al met al betwijfel ik dus zeer of aansluiting bij de statutaire zetel van uitgevende instelling maakt, dat die toezichthouder met het grootste belang toezicht houdt.

Bij aanbieding zonder notering meen ik, dat inderdaad sprake is en zal blijven van een sterke home-bias, omdat het dan om meestal kleine ondernemingen gaat die hun effecten op de lokale (retail)markt willen aanbieden. Dan is de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn zetel heeft, dus automatisch ook de lidstaat met het grootste belang bij het toezicht.

Naast de home-state heeft uiteraard ook de host-state een belang. Zijn beleggers zullen immers beleggen op basis van het prospectus of nadien beleggersbeslissingen nemen op basis van de

---

<sup>2109</sup> Overigens heeft deze lidstaat ook het grootste belang bij de efficiëntie van de markt als geheel. Dit is immers ook automatisch de lidstaat waar de uitgevende instelling is gevestigd en een bijdrage doet aan de reële economie.

<sup>2110</sup> 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.

<sup>2111</sup> N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3<sup>de</sup> druk, OUP, Oxford 2014, p. 109.

<sup>2112</sup> Je kan je bovendien op het standpunt stellen dat een Duitse uitgevende instelling die financiële instrumenten list op een Engelse beurs zich juist wil onttrekken aan de Duitse rechtssfeer. Ik zie niet in welk belang van openbaar orde zich hiertegen verzet en wat dus maakt dat niettemin de Duitse toezichthouder toezicht zou moeten houden op deze Duitse uitgevende instelling.

voortdurende transparantie. De host-state kan echter alleen optreden tegen overtredingen, als deze eerst de home-state heeft geïnformeerd en de home-state onvoldoende heeft ingegrepen. Heel krachtig is de host-state dus niet. Nog daargelaten dat een aanbieding van effecten meestal in korte tijd plaatsvindt, wat de host-state weinig mogelijkheden biedt een overtreding van de prospectusregels überhaupt op tijd op het spoor te komen. Ook ESMA heeft geen dwingende bevoegdheden.

#### **4.2.2.2. Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid**

Naar mijn oordeel zullen de gevolgen van het feit dat het prospectus- (en transparantietoezicht) niet altijd is gelegd bij de lidstaat met grootste belang, niet ernstig zijn. Hiervoor zijn drie redenen.

Ten eerste zijn er bij prospectustoezicht weinig belangenconflicten. Anders dan bij bijvoorbeeld toezicht op kredietinstellingen of verzekeringsondernemingen heeft de home-state er geen belang bij misstanden welbewust te laten voortduren. Uitzonderingen daargelaten -denk dan met name aan financiële ondernemingen die beursgenoteerd zijn of andere zeer grote ondernemingen die door hun omvang relevant zijn voor de nationale economie zoals grote industriële concerns-, heeft een toezichthouder er geen significant belang bij het toe te staan dat voor de uitgevende instelling ongunstige informatie wordt achtergehouden.<sup>2113</sup> Het voornaamste ‘conflicterende’ belang dat de home-state zal hebben is, dat deze bij gebrek aan interesse onvoldoende tijd en energie in het prospectus- en transparantietoezicht investeert.

Ten tweede zal een toezichthouder die structureel slechte prospectussen laten passeren, hier vooral zichzelf en door hem gecontroleerde uitgevende instellingen mee hebben. Enerzijds is het namelijk voor de professionele belegger vrij makkelijk vooraf te controleren of een prospectus alle verplichte rubrieken bevat en begrijpelijk is (voor de duidelijkheid; de toezichthouder controleert niet de juistheid van de informatie) en om achteraf vast stellen of informatie op tijd naar buiten is gekomen. Anderzijds is het toezicht op prospectussen en doorlopende transparantie een herhaalde samenwerking tussen toezichthouders en de financiële markt. Als de financiële markt achteraf tot de conclusie komt, dat een bepaalde lidstaat slecht toezicht houdt, dan zal de markt de financiële instrumenten die onder toezicht van deze lidstaat vallen niet meer kopen. Met andere woorden: naar mijn oordeel is het prospectus- en transparantietoezicht een toezicht waarbij lidstaten niet snel negatieve externaliteiten op elkaar zullen afwentelen.

Ten derde kan een lidstaat moeilijk discrimineren tussen eigen burgers en burgers uit andere lidstaten. Een prospectus is voor alle gebruikers per definitie gelijk.

#### **4.2.3. Efficiëntie van toezicht**

Het prospectus- transparantietoezicht is naar mijn oordeel matig efficiënt. Een aantal aspecten is hierbij van belang.

Ten eerste is de toezichthouder niet altijd fysiek dichtbij de uitgevende instelling gevestigd. Immers bij wholesale-effecten kan de uitgevende instelling zijn toezichthouder kiezen en zelfs per uitgifte van toezichthouder wisselen. Dit is onhandig, aangezien bij prospectustoezicht een globale bekendheid met het bedrijf van de uitgevende instelling helpt. Dit maakt het namelijk eenvoudiger om te beoordelen of de informatie in het prospectus volledig en begrijpelijk is.

---

<sup>2113</sup> Theoretisch bestaat nog het risico, dat de home-state toelaat dat uitgevende instellingen te weinig informatie bekend maken, zodat deze uitgevende instellingen makkelijker kapitaal kunnen aantrekken van buitenlandse beleggers. Naar mijn verwachting zal dit effect echter te indirect zijn om de home-state te motiveren.

Ten tweede voorziet het prospectus- en transparantietoezicht slechts beperkt in de mogelijkheid, dat toezichthouders zich specialiseren en hierdoor economies of scale realiseren. Immers alleen bij wholesale-effecten kunnen bepaalde toezichthouders een groter deel van het werk naar zich toetrekken door betere service te verlenen. Met andere woorden: een grote onderneming uit een land met zwak of inefficiënt toezicht die op de internationale markten kapitaal wil aantrekken door plaatsing van aandelen heeft niet de mogelijkheid voor beter toezicht te kiezen. Dit betekent ook dat alle Europese toezichthouders gelijktijdig dezelfde soort taken verrichten.

Ten derde stellen uitgevende instellingen die eigen vermogen willen ophalen op de internationale markten hun prospectus vaak in het Engels op.<sup>2114</sup> De home-state heeft niet altijd de benodigde talenkennis om dit goed te kunnen faciliteren.

#### **4.2.4. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen**

##### **4.2.4.1. Marktintegratie**

Op het gezichtspunt van marktintegratie scoort het prospectus- en transparantie toezicht relatief goed. Een prospectus is geldig in de hele Europese Unie en hetzelfde geldt voor het transparantietoezicht.

Een uitgevende instelling die echter retail-effecten gaat uitgeven, kan vanaf dan niet meer van de regulatory competition voor wholesale-effecten profiteren en wordt opeens wel geconfronteerd met nieuwe verplichtingen. Feit is namelijk, dat voor het retail-prospectustoezicht geen keuzevrijheid geldt en ook het doorlopende transparantietoezicht na uitgifte van retail-effecten wordt uitgevoerd door de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft. Met andere woorden: de keuze om op enig moment retail-effecten uit te geven kan tot gevolg hebben dat deze instelling dan opeens van toezichthouder wisselt voor het doorlopende transparantietoezicht en in ieder geval het retail-prospectus door de lidstaat van de statutaire zetel van de uitgevende instelling moet laten goedkeuren.<sup>2115</sup>

Specifiek bij het transparantietoezicht speelt wel het probleem, dat niet alleen de uitgevende instelling plichten wordt opgelegd, maar ook grote beleggers. Zij moeten deelnemingen van groter dan 5% melden bij de home-state van de uitgevende instelling. Voor grote beleggers met grote posities in uitgevende instellingen in verschillende lidstaten betekent dit, dat zij bij verschillende toezichthouders meldingen moeten doen. In de praktijk belemmert dit grote beleggers in buitenlandse bedrijven te beleggen. Dit zou worden opgelost als meldingen bij ESMA konden geschieden.

##### **4.2.4.2. Level playing field**

Er is geen sprake van een level playing field bij prospectus- en transparantietoezicht. De reden hiervoor is uiteraard het Europees paspoort voor prospectus- en transparantietoezicht dat voorschrijft dat elke uitgevende instelling op basis van toezicht door de home-state kapitaal mag aantrekken op de financiële markten in heel Europa. Een toezichthouder die streng is ten opzichte van lokale uitgevende instellingen, kan niets doen aan retail-aanbiedingen van uitgevende instellingen uit lidstaten die minder streng zijn of aan wholesale aanbiedingen.<sup>2116</sup>

---

<sup>2114</sup> N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3<sup>de</sup> druk, OUP, Oxford 2014, p. 109.

<sup>2115</sup> Zie in zelfde zin European Securities Markets Expert Group (ESME), 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. 12-13.

<sup>2116</sup> Zie in zelfde zin European Securities Markets Expert Group (ESME), 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. 12-13.



#### **4.2.4.3. Lokale afwijkingen**

Het prospectus- en transparantietoezicht voorziet slechts zeer beperkt in de mogelijkheid om aan lokale afwijkingen tegemoet te komen. Voor zover de lokale afwijking de eigenschappen van de lokale beleggers betreft, kunnen lidstaten weinig maatregelen treffen. Lidstaten moeten immers prospectussen uit het buitenland zonder meer accepteren.

Voor zover de lokale afwijking de lokale uitgevende instellingen betreft, dan kunnen de lidstaten meer maatwerk bieden. Voor wholesale-effecten is dit beperkt tot maatwerk in de voor de uitgevende instellingen positieve zin, aangezien uitgevende instellingen altijd ervoor kunnen kiezen hun prospectus elders te laten goedkeuren. Voor retail-effecten kunnen lidstaten ook strenger zijn, aangezien uitgevende instellingen in beginsel aan hun nationale toezichthouder zijn overgeleverd. Dit alles uiteraard binnen de grenzen van de in vergaande mate geharmoniseerde Europese regelgeving.

#### **4.2.4.4. Voorkomen kuddegedrag van toezichthouders**

Doordat er verschillende toezichthouders zijn binnen de Europese Unie die op prospectussen en doorlopende transparantie toezicht houden, is het risico op kuddegedrag van toezichthouders klein. Overigens zijn naar mijn oordeel de risico's die kunnen worden veroorzaakt door kuddegedrag van toezichthouders bij prospectus- en transparantietoezicht sowieso al gering. De reden hiervoor is, dat het anders dan bij bijvoorbeeld prudentieel toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen of CCPs gaat om toezicht op idiosyncratische risico's. Hiermee bedoel ik, dat als één uitgevende instelling de prospectusregels of doorlopende transparantieregels schendt (of binnen de regels zoals toegepast door de toezichthouder niettemin onwenselijk gedrag vertoont), de kans klein is dat gelijktijdig veel andere ondernemingen op dezelfde wijze de regels schenden en dat dit gelijktijdig tot problemen leidt.

#### **4.2.5. Regulatory competition in het toezicht**

Het prospectus- en transparantietoezicht faciliteren slechts ten dele regulatory competition. Immers voor retail-effecten is de home-state dwingend voorgeschreven. Bovendien, zoals reeds aangegeven in paragraaf 4.2.4.1, kan een onderneming die zowel retail-effecten als wholesale-effecten uitgeeft ook voor de wholesale-effecten niet goed profiteren van de voordelen die regulatory competition te bieden heeft.

Regulatory competition zou naar mijn oordeel juist bij prospectustoezicht en doorlopend transparantietoezicht zinvol zijn. Dit geldt in ieder geval voor effecten die genoteerd worden, omdat de lidstaat van notering belang erbij zal hebben om goed toezicht te houden om de reputatie van zijn nationale gereguleerde markten te beschermen.

Bij niet genoteerde effecten is regulatory competition naar mijn oordeel minder geschikt, omdat deze vaak gericht zijn op retail-beleggers. Reputatie-effecten van toezichthouders beschermen hier minder tegen een regulatory competition to the bottom, aangezien retail-beleggers minder in staat zijn de kwaliteit van de toezichthouder te beoordelen.

#### **4.2.6. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren**

Het prospectus- en transparantietoezicht kennen duidelijke beslissingsstructuren. Het is immers duidelijk dat één lidstaat toezicht houdt en het is ook eenvoudig te bepalen welke lidstaat dit dan is. Evenmin is sprake van gelaagd of dubbel toezicht. Europese toezichthouders spelen immers nauwelijks een rol.

Echter de competentieregels kunnen wel eenvoudig ontweken worden. De grens van € 1.000 om te bepalen of een aanbieding wholesale debt betreft of gemunt is op retail-beleggers is tamelijk arbitrair.<sup>2117</sup> Echter ook voor retail-aanbiedingen zijn er diverse mogelijkheden om de dwingend voorgeschreven competentieregels te ontwijken. Zo kan een onderneming door een buitenlandse holding of dochtermaatschappij op te richten en deze de effecten uit te laten geven, zelf kiezen welke toezichthouder bevoegd is voor retail-effecten. Het Europese recht voorziet op dit punt niet in anti-misbruikbepalingen.

Het prospectustoezicht en doorlopende transparantietoezicht is naar mijn oordeel goed te handhaven voor retail-effecten. Voor retail-effecten geldt immers, dat de uitgevende instelling binnen de jurisdictie van de toezichthouder gevestigd is, die dan ook meteen kan optreden.

Voor wholesale-effecten echter kan een toezichthouder geconfronteerd worden met een uitgevende instelling die zich buiten de territoriale jurisdictie bevindt. Dit maakt het moeilijk om onderzoek te doen. Bij een aanbieding van genoteerde effecten wil de uitgevende instelling doorlopende liquiditeit creëren en zal deze voor het behoud van zijn reputatie op de financiële markt met de toezichthouder meewerken. Bij eenmalige aanbiedingen is het risico groter dat de toezichthouder in de praktijk niet kan handhaven. Deze toezichthouder is dan voor handhaving afhankelijk van de toezichthouder uit de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn bezittingen en/of statutaire zetel heeft.

#### **4.2.7. Politieke legitimatie**

Bij het prospectustoezicht en transparantietoezicht is politieke legitimatie naar mijn oordeel minder van belang. Het toezicht betreft immers normale bedrijven. Men zal hier over het algemeen minder van de toezichthouder verwachten dan bij het toezicht op financiële onderneming. Het is dus ook geen probleem als er een minder directe band is tussen de belegger en de lidstaat van de toezichthouder. Een voorbeeld ter verduidelijking. Toen in Nederland de IJslandse kredietinstelling IceSave failliet ging nam men dit in de publiciteit en politiek DNB kwalijk (hierover is zelfs tegen DNB geprocedeerd).<sup>2118</sup> Als echter bedrijven, denk aan recent Shell of meer in het verleden WorldOnline of Fortis de boel bedonderden door informatie onjuist of te laat beschikbaar te maken, dan neemt het belegend publiek dit in het algemeen niet de toezichthouder in de host-state kwalijk (uiteraard wel het bedrijf zelf). Met andere woorden: bij prospectustoezicht en transparantietoezicht verwacht men minder van de toezichthouder. Dit maakt politieke legitimatie minder noodzakelijk.

### **4.3. Marktmisbruik**

#### **4.3.1. Inleiding**

Bij de bestrijding van marktmisbruik hanteert men diverse aanknopingspunten. Soms knoopt men aan bij de lidstaat waar de uitgevende instelling is gevestigd, soms bij lidstaat waar de normadressaat (bijvoorbeeld de belegger die zich heeft misdragen) woont en in veel andere gevallen weer bij de lidstaat waar het handelsplatform is gevestigd waar het financieel instrument wordt verhandeld.

---

<sup>2117</sup> European Securities Markets Expert Group (ESME), 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. 12-13.

<sup>2118</sup> Hof Amsterdam 24 september 2013, *JOR* 2013/314, m. nt Lieverse (*Icesave Gedupeerden/DNB*)

## 4.3.2. Incentives, externaliteiten en public goods

### 4.3.2.1. Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht?

De marktmisbruikregelgeving beoogt de integriteit van de financiële markten te beschermen. De regelgeving komt in ieder geval op voor de belangen van de andere beleggers, die de dupe ervan zijn als de markt wordt misbruikt. Daarnaast hebben alle uitgevende instellingen en daarmee de lidstaten waar deze gevestigd zijn tezamen belang bij voorkoming van marktmisbruik. Als beleggers er niet meer van op aan kunnen dat de financiële markten eerlijk zijn, zullen zij zich terugtrekken en wordt het moeilijker voor uitgevende instellingen voldoende kapitaal aan te trekken. Dit schaadt de reële economie. Tot slot hebben de lidstaten van de handelsplatformen belang bij handhaving van de marktmisbruikregelgeving. Deze handelsplatformen zijn immers commerciële ondernemingen. Verliezen beleggers het vertrouwen in deze handelsplatformen, dan betekent dit het einde van de commerciële bedrijvigheid van deze handelsplatformen in deze lidstaat.

Vanwege de home bias van beleggers zullen uitgevende instelling, belegger en handelsplatform vaak in dezelfde lidstaat zijn gevestigd. Dan maakt het dus niet uit welk aanknopingspunt (uitgevende instelling, beleggers of handelsplatform) wordt gebruikt. Alle aanknopingspunten wijzen dan immers dezelfde kant op. Er zijn echter ook veel gevallen -en naar mijn verwachting worden dat er steeds meer als de home bias van beleggers ten aanzien van uitgevende instellingen en handelsplatformen verder afneemt- waarbij uitgevende instellingen, beleggers en handelsplatformen verspreid zijn over verschillende lidstaten.

De marktmisbruikregelgeving knoopt met name aan bij de vestigingsplaats van het handelsplatform. Zo mag in beginsel de lidstaat van elk handelsplatform waar een financieel instrument is genoteerd optreden tegen marktmisbruik, zelfs indien het financiële instrument op verschillende handelsplatformen is genoteerd. Voor bepaalde regels echter kan niet de lidstaat van elk handelsplatform optreden. Deze regels benoem ik hierna.

Daarnaast mag elke lidstaat optreden tegen een overtreding van de marktmisbruik regelgeving op zijn grondgebied. Dit is dus een geval van altruïstische toezichtscompetentie, aangezien het belang wat geschaad wordt zich niet noodzakelijk in de lidstaat van de dader bevindt. Een voorbeeld: als een Fransman vanuit Frankrijk de koers van het in Nederland genoteerde Philips manipuleert, dan heeft de Franse staat er geen eigen economisch belang bij hiertegen op te treden, maar is hiertoe wel bevoegd.<sup>2119</sup> Hier knoopt men dus aan bij de dader en juist niet bij het slachtoffer die in zijn belang geschaad wordt.

Zoals hiervoor aangekondigd, bespreek ik hierna die regels waarbij niet elk handelsplatform kan optreden, maar is gekozen voor een ander aanknopingspunt.

#### Uitstel van publicatie van informatie bij niet-financiële en financiële ondernemingen

Voor de melding van uitstel van publicatie van koersgevoelige informatie bij niet-financiële ondernemingen en de toestemming voor uitstel van publicatie van financiële ondernemingen wordt in beginsel aangesloten bij die lidstaat waar de uitgevende instelling gevestigd is, mits de uitgevende

---

<sup>2119</sup> Je kan je afvragen of deze bemoeizorg wel is toegestaan onder het Europese recht en of niet de voorkeur dient te worden gegeven aan een samenwerkingsregeling waarin de Fransman zou worden uitgeleverd aan een lidstaat die ook een daadwerkelijk belang heeft bij vervolging. In het strafrecht echter is de nationaliteit van een dader een zeer gebruikelijk aanknopingspunt voor jurisdictie.

instelling hier ook financiële instrumenten heeft genoteerd.<sup>2120</sup> Heeft de uitgevende instelling echter geen notering in de lidstaat van zijn statutaire zetel, dan wordt gekozen voor de lidstaat van het handelsplatform waar de financiële instrumenten het eerst zijn genoteerd, waarbij eerst wordt gekeken naar de notering van aandelen en daarna die van eventuele andere financiële instrumenten.

Deze regels houden geen enkele garantie in dat de lidstaat met het grootste belang bevoegd is. Een financiële onderneming met een secundaire notering in zijn relatief kleine thuismarkt (bijv. Slowakije) en een primaire notering aan een groot handelsplatform (bijv. in Londen), krijgt goedkeuring van zijn home-state (Slowakije dus), terwijl de meeste verhandeling plaatsvindt in Londen aan internationale beleggers. Ook het feit dat de eerste notering plaatsvond op een bepaald handelsplatform, houdt uiteraard geen enkele garantie in, dat hier nog steeds de meeste verhandeling plaatsvindt of dat de meeste beleggers in deze lidstaat wonen.

#### Medewerking van private sector aan preventie en opsporing van marktmisbruik

De private sector moet meewerken aan het toezicht op de financiële markten door systemen te installeren om verdachte transacties op te sporen en deze verdachte transacties vervolgens aan de toezichthouder te melden. Deze verplichting geldt zowel voor de handelsplatformen waar de transacties worden afgehandeld als voor de beleggingsondernemingen die deze transacties doorgeven of uitvoeren. Toezicht wordt uitgevoerd door de home-states van deze partijen.

Toezichtsbelang en toezichtsbevoegdheid lopen bij deze regels die van toepassing zijn beleggingsondernemingen niet parallel. Immers de home-state van de beleggingsonderneming moet erop toezien dat de beleggingsonderneming zich voldoende inspant om marktmisbruik te voorkomen. Dit terwijl dit marktmisbruik ook of zelfs met name op buitenlandse markten kan plaatsvinden. Het is aannemelijk dat home-states van beleggingsondernemingen met relatief kleine nationale effectenmarkten zich niet al te veel zullen inspannen om ervoor te zorgen dat hun beleggingsondernemingen verdachte transacties opsporen die vooral tot gevolgen zullen leiden in het buitenland.

#### Meldingsverplichting van leidinggevend

Leidinggevend van uitgevende instellingen moeten transacties melden bij de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn statutaire zetel heeft. Dit is zelfs het geval als de uitgevende instelling in het geheel niet op een markt binnen deze lidstaat is genoteerd. Er is dus geen enkele garantie dat deze lidstaat een eigen belang heeft bij het toezicht op naleving van deze verplichting. Immers als de uitgevende instelling niet verhandeld wordt op een handelsplatform in deze lidstaat, kan deze lidstaat ook niet optreden tegen handel met voorkennis, tenzij in deze lidstaat zelf gepleegd. Overigens krijgt deze lidstaat van de uitgevende instelling, als de uitgevende instelling hier niet ook verhandeld wordt op een handelsplatform, nauwelijks relevante informatie om eventueel ingrijpen op te baseren.

#### Strafrechtelijke handhaving

Bij de strafrechtelijke handhaving wordt louter aangesloten bij de nationaliteit van de dader en het grondgebied van de lidstaat waar de overtreding plaatsvond. Het doet hier dus niet ter zake welk economisch belang is getroffen.

---

<sup>2120</sup> Frappant is dat een andere melding, namelijk die voor buy back programma's en stabilisatie programma's wel overal moet worden gemeld worden. Waarom sommige informatie alleen aan één toezichthouder moet worden gemeld en andere informatie aan alle relevante toezichthouders is voor mijn niet logisch te verklaren.

### Bevoegdheden andere lidstaten

Bij de naleving van de specifieke regels hierboven is dus een specifieke lidstaat bevoegd. Andere lidstaten hebben geen bevoegdheden. Zij kunnen slechts de home-state informeren die dan maatregelen kan treffen.

Dit alles afwegende kom ik tot de conclusie dat de home-state van elk handelsplatform waar het instrument verhandeld wordt een sterke positie heeft om voor het eigen belang op te komen, niettegenstaande dat bepaalde bevoegdheden aan bepaalde andere lidstaten zijn toegekend. Probleem is wel voor de home-states van de handelsplatformen, dat omdat bepaalde informatie slechts bij één lidstaat onder de aandacht wordt gebracht, andere lidstaten niet eens zullen vermoeden dat een bepaalde regel is overtreden. Zij kunnen dan ook geen beroep doen op ondersteuning van deze lidstaat.

Lidstaten zijn echter niet in staat de belangen van hun geschade beleggers en uitgevende instellingen te bewaken als het handelsplatform zich buiten deze lidstaat bevindt, aangezien deze aanknopingspunten geen rol spelen bij de toedeling van de toezichtbevoegdheid.

#### **4.3.2.2. Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid**

Zoals hierboven toegelicht, lopen de belangen en de toezichtsbevoegdheden niet altijd parallel. De gevolgen hiervan zullen naar mijn inschatting echter niet heel dramatisch zijn. De reden hiervoor is dat niet één lidstaat er een groot belang bij heeft marktmisbruik dat wordt begaan op zijn handelsplatformen wel bewust toe te staan. Anders dan bij het prudentiële toezicht, kan dit geen groot voordeel opleveren voor de eigen economie. Een uitzondering is misschien de situatie dat een grote (financiële) onderneming in de problemen komt en een lidstaat uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie toestaat in de hoop dat de zaken zich ten goede keren.<sup>2121</sup>

Bovendien zijn het de uitgevende instellingen die in de praktijk kiezen op welk handelsplatform zij verhandeld worden en dus onder welk toezichtsregime zij staan. Zoals ik uitvoerig toelicht in paragraaf 4.3.5, hebben uitgevende instellingen er weinig belang bij bewust te kiezen voor een lidstaat met slecht toezicht. Er zal dus geen druk zijn vanuit de markt om het marktmisbruik bewust toe te staan.

Anderzijds zullen bepaalde lidstaten er minder op gebrand zijn marktmisbruik actief te bestrijden. Omdat marktmisbruik zich in het verborgene afspeelt en tenzij wordt opgetreden door de autoriteiten ook niet nadien bekend wordt, zijn er geen tegenkrachten die lidstaten ertoe dwingen hard op te treden. Een lidstaat die het bestrijden van marktmisbruik niet als een prioriteit ziet, komt hiermee weg. Het gevolg is dat bepaalde lidstaten -met grote financiële markten met een sterke reputatie- veel tijd en energie zullen steken in het bestrijden van marktmisbruik en andere lidstaten achterover zullen leunen. Deze wel gemotiveerde lidstaten ontbreekt het echter op bepaalde punten aan de bevoegdheid om de steken die zijn laten vallen door de minder gemotiveerde lidstaten op te halen. Dat is een nadeel.

#### **4.3.3. Efficiëntie van toezicht**

Het toezicht op de marktmisbruikregels is redelijk efficiënt.

Er bestaat soms een aanzienlijke fysieke afstand tussen de toezichthouder en de marktdeelnemer waarop toezicht wordt gehouden. Als lokaal onderzoek nodig is, kan dit tot problemen leiden. Bepaald

---

<sup>2121</sup> Zonder over enig bewijs te beschikken in deze concrete casus, kan ik het mij voorstellen dat de Belgische toezichthouder net wat inschikkelijker was tegen Fortis bij de handhaving van de verplichting koersgevoelige informatie direct bekend te maken, dan een toezichthouder zonder prudentieel belang bij Fortis zou zijn geweest.

marktmisbruik vereist feitelijk onderzoek ter plekke, bijvoorbeeld in het geval dat voorkennis is gelect en de relaties en contacten tussen de betrokken personen moeten worden blootgelegd, of als computersystemen moeten worden doorzocht.

Daarbij is het soms moeilijk voor de toezichthouder om zich een compleet beeld te vormen over de handel in een financieel instrument.<sup>2122</sup> Als de handel op verschillende handelsplatformen plaatsvindt, dan bevindt de informatie zich immers bij verschillende toezichthouders. Deze informatie kan gedeeld worden, maar dit moet dan wel worden geregeld. Het Europese recht schrijft dit wel voor bij informatie over transacties, die moet worden gedeeld met de lidstaat van de in termen van liquiditeit relevante markt,<sup>2123</sup> en meldingen over verdachte transacties, die moeten worden gedeeld met de lidstaten van alle handelsplatformen.<sup>2124</sup> Maar bijvoorbeeld informatie over uitstel van publicatie van koersgevoelige informatie en transacties van leidinggevendens hoeft niet te worden gedeeld met de andere betrokken toezichthouders, ook niet achteraf.

Het toezicht op marktmisbruik faciliteert economies of scale. De reden hiervoor is dat elke toezichthouder kan optreden tegen marktmisbruik bij instrumenten die op zijn nationale handelsplatformen zijn genoteerd. De toezichthouders van de grote markten zullen in de praktijk het actiefst zijn en een mate van specialisatie bereiken.

#### **4.3.4. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen**

##### **4.3.4.1. Marktintegratie**

Het toezicht op de marktmisbruikregels scoort matig op het vlak van marktintegratie. De reden hiervoor is, dat als een uitgevende instelling ervoor kiest zich op een tweede handelsplatform te laten verhandelen, de handel in de hele Europese Unie daarmee automatisch ook onder het toezicht komt te staan van de lidstaat van dit andere handelsplatform. Zowel de uitgevende instelling als de beleggers zullen zich dan moeten gaan verdiepen in de interpretaties van deze andere toezichthouder van wat marktmisbruik inhoudt. Met name voor beleggers is dit belastend, omdat zij voortdurend zullen moeten monitoren waar beleggingen genoteerd zijn en wat de hier de lokale interpretaties van de marktmisbruikregels zijn.

##### **4.3.4.2. Level playing field**

De marktmisbruikregelgeving kent een matig level playing field. De reden hiervoor is, dat handelsplatformen lokale beleggers kunnen bereiken op basis van hun home-state regelgeving. Lidstaten (met name die van de belegger) kunnen niet voorkomen dat aan beleggers in hun land financiële instrumenten worden verhandeld waarop minder streng marktmisbruik toezicht uit een andere lidstaat van toepassing is. Lokale handelsplatformen kunnen hierdoor op achterstand geraken. Dit is echter meer een theoretisch risico dan een praktisch risico, aangezien zoals toegelicht in paragraaf 4.3.5 de uitgevende instelling er weinig belang bij heeft te kiezen voor een handelsplatform uit een soepelere jurisdictie.

---

<sup>2122</sup> J. Austin, Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities Regulators, Trading Venues and Self-Regulatory Organizations, *Journal of Financial Regulation* 2015, p. 2 en 4.

<sup>2123</sup> Zie nader MiFIR, art. 26 lid 1.

<sup>2124</sup> Verordening Marktmisbruik, art. 16 lid 3 en 4.

#### **4.3.4.3. Lokale afwijkingen**

De marktmisbruikregelgeving houdt beperkt rekening met lokale afwijkingen. Alleen als een uitgevende instelling alleen op het lokale handelsplatform is genoteerd, kan een lidstaat ervoor kiezen bepaalde handelingen toe te staan. Zodra immers de uitgevende instelling ook op andere handelsplatformen is genoteerd, kan de lidstaat van dit andere handelsplatform altijd optreden. Lidstaten kunnen wel ervoor kiezen strenger te zijn. Overigens is het niet de bedoeling van de Europese wetgever dat wordt voorzien in lokale afwijkingen.<sup>2125</sup>

#### **4.3.4.4. Voorkomen kuddedrag van toezichthouders**

Doordat er verschillende toezichthouders zijn binnen Europa die op de marktmisbruikregelgeving toezicht houden, zou kuddedrag bij toezichthouders moeten worden voorkomen. Overigens zijn naar mijn oordeel de risico's die kunnen worden veroorzaakt door kuddedrag van toezichthouders bij marktmisbruikregelgeving gering. De reden hiervoor is dat het anders dan bij bijvoorbeeld prudentieel toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen of CCPs gaat om toezicht op idiosyncratische risico's. Hiermee bedoel ik, dat als één onderneming of handelaar de marktmisbruikregelgeving schendt (of binnen de regels zoals toegepast door de toezichthouder niettemin onwenselijk gedrag vertoont), de kans klein is dat gelijktijdig veel andere ondernemingen op dezelfde wijze de regels schenden en dat dit gelijktijdig tot problemen leidt.

#### **4.3.5. Regulatory competition in het toezicht**

De meeste marktmisbruikregelgeving biedt ruimte voor regulatory competition. Door een handelsplatform te kiezen voor de verhandeling van zijn effecten, kiest de uitgevende instelling voor het toezicht van de lidstaat van dit handelsplatform. De uitgevende instelling heeft verder invloed op dat toezicht dat specifiek kleeft aan de zetel van de uitgevende instelling (toezicht op het uitstel van publicatie van voorwetenschap en melding van transacties van leidinggevende). Het is immers mogelijk de zetel te verplaatsen. Ook op dit aspect van het marktmisbruiktoezicht kan dus regulatory competition plaatsvinden.

Wat geschiedt, hangt af van het gedrag van uitgevende instellingen en beleggers. Omdat het de uitgevende instelling is die kiest voor een handelsplatform, zijn er twee vragen van belang.

Ten eerste is het de vraag of de uitgevende instelling direct significant profiteert van slecht toezicht. Naar mijn oordeel is dit slechts zeer beperkt het geval. De impact van het marktmisbruiktoezicht op de bedrijfsvoering van ondernemingen is naar mijn oordeel gering. Een uitgevende instelling die kiest voor minder veeleisend toezicht, boekt hierdoor geen significante besparing.

Ten tweede is het de vraag of beleggers profiteren van slecht toezicht en dus druk zullen uitoefenen op de uitgevende instelling voor dit slechte toezicht te kiezen. Naar mijn oordeel is het tegenovergestelde het geval. De grote groep van bonafide beleggers zullen liever handelen in financiële instrumenten die genoteerd staan op handelsplatformen uit goed bekend staande jurisdicties. Alleen de malafide beleggers die graag de mogelijkheid hebben met voorkennis te handelen, zullen de voorkeur geven aan slecht toezicht, maar het is weinig aannemelijk dat een uitgevende instelling zich juist op deze beperkte groep richt om financiering aan te trekken.

---

<sup>2125</sup> Dat was de reden de marktmisbruikregelgeving in 2014 te verplaatsen van een richtlijn naar een verordening. Zie Verordening Marktmisbruik, preambule 5.

Mijn conclusie is daarom dat er eerder een race to the top zal plaatsvinden waarbij uitgevende instellingen die het vertrouwen in de eerlijke prijsvorming van zijn beleggers willen versterken, ervoor kiezen een notering aan te vragen in een lidstaat met streng toezicht dan een race to the bottom. Het is mij ook niet bekend dat uitgevende instellingen ervoor kiezen op bepaalde handelsplatformen verhandeld te worden, vanwege slechter toezicht op de marktmisbruik regelgeving.

#### **4.3.6. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren**

De marktmisbruik regelgeving voorziet in redelijk efficiënte en rechtstatelijke correcte beslissingsstructuren.

Een minpunt is dat gelijktijdig verschillende lidstaten competent zijn. Er is hiermee sprake van dubbel toezicht. Dit impliceert dat als een lidstaat een bepaalde handeling (impliciet) goedkeurt, de dader niettemin kan worden geconfronteerd met optreden van een andere lidstaat. Het is dus moeilijk voor marktdeelnemers om duidelijkheid te krijgen of iets is toegestaan. Anderzijds moet dit nadeel niet overdreven worden, aangezien bij de marktmisbruikregelgeving de regels vrij eenduidig zijn. Er is een grote categorie gedragingen waarvan duidelijk is dat deze mogen en een grote categorie gedragingen waarvan buiten twijfel staat dat die niet mogen. Er is slechts een beperkte groep gedragingen waarvan onduidelijk is of deze zijn toegestaan. Een toezichthouder echter die zich met zo'n gedraging in het grijze gebied ziet geconfronteerd en daarbij verneemt dat deze gedraging is afgestemd met een andere toezichthouder, zal naar alle waarschijnlijkheid volstaan met een waarschuwing.

Bij de marktmisbruikregelgeving is het risico op aansprakelijkheid van de toezichthouder zeer gering. Het verwijt is dan immers dat als de toezichthouder beter zijn best zou hebben gedaan bepaald heimelijk optreden niet kunnen plaatsvinden. Een rechter zal niet snel tot het oordeel komen dat een toezichthouder aansprakelijk is omdat deze bepaald heimelijk optreden niet op het spoor is gekomen. Laat staan de kans dat de omvang van aansprakelijkheid zo groot wordt, dat de toezichthouder zich hierdoor in zijn gedrag laten beïnvloeden. Ik laat dit gezichtspunt daarom rusten.

#### **4.3.7. Politieke legitimatie**

De politieke legitimatie is voldoende, omdat elke toezichthouder bevoegd is op te treden tegen handelen op zijn markten of door zijn onderdanen binnen zijn jurisdictie. Daarmee kan elke toezichthouder tegemoet komen aan de wensen en verwachtingen van zijn eigen burgers. Een burger die belegt in een aandeel dat louter in het buitenland staat genoteerd, verwacht niet van zijn nationale toezichthouder dat deze hem beschermt. Met andere woorden: een burger die belegt in een financieel instrument dat alleen in het buitenland staat genoteerd dient zich naar mijn oordeel te realiseren dat deze dan dus niet beschermd wordt door zijn nationale toezichthouder.

Bovendien is marktmisbruik vanouds geen onderwerp dat veel in de publieke belangstelling staat. Het had daarom weinig politieke legitimatie nodig. Met de Libor/Euribor fraude is dat veranderd, mede vanwege de grote schaal waarop het (beleggend) publiek is bedrogen en het feit dat hier grote kredietinstellingen als daders bij waren betrokken. De Libor/Euribor fraude hield in dat medewerkers van kredietinstellingen onjuiste informatie verstrekten over de rente die zij betaalde op de (niet-publieke) interbancaire markt. Op deze informatie werden de Libor/Euribor rentetarieven gebaseerd. Zo kan de rente die de klant op basis van een leningsovereenkomst of rentederivaat moet betalen afhankelijk worden gemaakt van de stand van de Libor/Euribor rente. Echter ook voor de Libor fraude gold, dat elke toezichthouder waarvan het publiek dit verwachtte, kon optreden. De toezichtsbevoegdheid was dus niet tegen de wil van het publiek in overgedragen aan buitenlandse autoriteiten.



## 4.4. Short selling

### 4.4.1. Inleiding

De Short Selling Verordening beoogt primair systeemrisico's in te dammen. Door short selling kan de entiteit waarop een short positie wordt ingenomen, bijvoorbeeld een financiële onderneming of overheid, in de problemen komen. Voor schuld van overheden zijn de belangrijkste bevoegdheden -dit zal geen verrassing zijn- toegewezen aan de toezichthouder van de desbetreffende lidstaat. Voor ondernemingen echter -waaronder financiële ondernemingen- wordt aangesloten bij de financiële markt(en) waar deze zijn genoteerd. Daarnaast echter hebben ook de home-states van bepaalde deelnemers op de financiële markten bevoegdheden. De wetgever heeft enerzijds gekeken naar welke lidstaat belangen heeft, maar anderzijds aangesloten bij de reeds bestaande verdeling van toezichtsbevoegdheden. Ik licht dit hierna toe.

### 4.4.2. Incentives, externaliteiten en public goods

#### 4.4.2.1. Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht?

Bij schuldinstrumenten van lidstaten (en hun lagere overheden) ligt het voornaamste toezichtsbelang bij de desbetreffende lidstaat. Immers vooral deze lidstaat zal er last van hebben als zijn staatsobligaties omlaag worden gespeculeerd door short sellers. Bij overheidsschuld berust de leiding over het toezicht inderdaad bij de desbetreffende lidstaat. Zo moeten de meldingen van short posities worden doorgegeven aan (de toezichthouder van) de desbetreffende lidstaat, kan deze lidstaat het verbod op het aangaan van ongedekte short-posities tijdelijk opheffen en moet de vrijstelling voor short selling van primary dealers van overheidsschuld bij de lidstaat worden gemeld.

Bij financiële instrumenten van ondernemingen zijn de competentieverdeling en de lidstaat die het grootste belang heeft moeilijker te bepalen.

Eerst dient vastgesteld te worden waar het toezichtsbelang zich bevindt. Omdat de short selling regels vooral proberen te voorkomen dat financiële ondernemingen naar beneden worden gespeculeerd,<sup>2126</sup> zal die lidstaat die het grootste prudentiële toezichtsbelang heeft bij een financiële onderneming automatisch ook het grootste belang hebben bij het toezicht op de naleving van de short selling verordening. Dit is meestal de lidstaat waar de topholding zich bevindt en die daarom het geconsolideerde toezicht houdt. Het is echter ook mogelijk dat een financiële groep zijn zwaartepunt in een andere lidstaat heeft, dan waar de topholding is gevestigd. Wat hier ook van zij, de short selling regels kijken niet naar dit prudentiële zwaartepunt. Ik licht dit toe.

Ten eerste wordt om te bepalen welke lidstaat voor het short selling toezicht met betrekking een financieel instrument voor een niet-overheid -een onderneming dus- de leiding heeft, aangesloten bij de MiFIR regels om de in termen van liquiditeit meest relevante markt te bepalen. Deze MiFIR regels hebben als doel te bepalen welke lidstaat de leiding heeft bij het toezicht op ordentelijke handel (dit gaat dus om markttoezicht). Dit is echter niet noodzakelijk de lidstaat die ook het grootste prudentiële belang heeft bij een onderneming. Een voorbeeld ter verduidelijking. De Duitse Commerzbank en het Spaanse Santander zijn genoteerd op de Londense beurs en op de beurzen van respectievelijk Duitsland en Spanje. Als de handel in Londen in enig jaar groter is dan aan de Duitse/Spaanse beurs, dan heeft Engeland in het opvolgende jaar de leiding over het short selling toezicht. Zouden

---

<sup>2126</sup> Tot op heden betroffen de maatregelen die op grond van de short selling regelgeving zijn genomen (Zuid-Europese) kredietinstellingen waarvan de continuïteit ter discussie stond. Het is mij niet bekend dat voor normale ondernemingen maatregelen zijn genomen op grond van de short selling verordening.

Commerzbank/Santander in het geheel niet in Duitsland/Spanje zijn genoteerd, dan zouden de Duitse/Spaanse toezichthouder in het geheel geen bevoegdheden hebben. Het zal echter duidelijk zijn dat Duitsland/Spanje een veel groter prudentieel belang hebben bij Commerzbank/Santander dan de Engeland.

Ten tweede wordt bij normale/financiële ondernemingen voor bepaalde regels niet gekeken naar de lidstaat die de sterkste band heeft met het ‘slachtoffer’, maar naar de lidstaat die de sterkste band heeft met de potentiële ‘dader’. Zo moet gebruikmaking van de vrijstelling voor market makers worden gemeld bij de lidstaat waar de market maker zijn zetel heeft. Het belang van deze toezichthouder bij correcte handhaving van de short selling regels kan zeer gering zijn. Zo kan bijvoorbeeld een Nederlandse beleggingsonderneming als market maker actief zijn op een Engelse beurs met betrekking tot een Franse kredietinstelling waarvan de aandelen mede in Engeland worden verhandeld. Het is echter Nederland die beoordeelt of van de vrijstelling voor market makers gebruik kan worden gemaakt.

Ten derde speelt het probleem dat als een financieel instrument op verschillende handelsplatformen wordt verhandeld, elk handelsplatform voor zich de bevoegdheid heeft de handel op enig moment al dan niet stil te leggen. De lidstaat van dit handelsplatform zal echter niet noodzakelijk een prudentieel belang hebben bij een financiële onderneming of een lidstaat.

Naast de lidstaten heeft ook ESMA bevoegdheden. ESMA kan lidstaten adviseren andere lidstaten bij te staan. Als één lidstaat maatregelen heeft getroffen, kan ESMA de andere lidstaten adviseren dezelfde maatregelen te treffen, maar ESMA kan niet dwingend bemiddelen. Daarnaast kan ESMA in geval van ernstige en grensoverschrijdende problemen zelf maatregelen treffen, als lidstaten dit nalaten. Van de tweede bevoegdheid gaat naar mijn oordeel overigens een dermate zorgelijk signaal af naar de financiële markten als geheel, dat ESMA deze bevoegdheid niet snel zal gebruiken.

De conclusie is dus dat bij short selling toezicht voor ondernemingen niet noodzakelijk die lidstaat bevoegd is die het grootste belang heeft en dat ESMA ongewenste uitkomsten vanuit de optiek van andere lidstaten niet goed kan adresseren.

#### **4.4.2.2. Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid**

Hoewel de lidstaat met het grootste belang niet noodzakelijk de leiding heeft over het short selling toezicht, verwacht ik niet dat dit in de praktijk tot grote problemen zal leiden. Ten eerste zal moeten worden nagegaan hoeveel (financiële) ondernemingen buiten hun home-state hun primaire beursnotering hebben. Mogelijk dat het vooral gaat om een theoretisch probleem dat in de praktijk niet voorkomt.

Ten tweede zullen naar mijn oordeel de belangentegenstellingen tussen de lidstaat die de leiding heeft over het short selling toezicht en de lidstaat met het voornaamste prudentiële belang niet groot zijn. Als de prudentiële toezichthouder dringend vraagt om maatregelen tegen short selling, dan zie ik niet in welk belang bij de toezichthouder op de short selling regels ertoe kan leiden dit te weigeren. Uitsluitend in twijfelgevallen kan er sprake zijn van een conflict. Als de prudentiële toezichthouder voorzichtigheidshalve short selling wil voorkomen, kan de short selling toezichthouder er niettemin belang bij hebben dat de handel doorgaat. Omdat er geen tegenkrachten zijn van bijvoorbeeld de klant, is het mijn verwachting dat de leidende lidstaat bij het short selling toezicht net iets minder snel zal ingrijpen als deze niet ook het prudentiële belang heeft, dan wanneer deze lidstaat wel ook het prudentiële belang heeft bij het toezicht. Met andere woorden: deze toezichthouder zal niet alle relevante belangen voldoende internaliseren, maar een groot effect verwacht ik niet.

#### **4.4.3. Efficiëntie van toezicht**

Het short selling toezicht is betrekkelijk efficiënt.

Fysieke nabijheid speelt naar mijn oordeel voor het short selling toezicht nauwelijks een rol voor de vraag of toezicht efficiënt is. Kennis van lokale financiële markten voegt weinig toe, voor zover de financiële markten überhaupt nog lokaal zijn te noemen.

Echter het toezicht wordt wel efficiënter als het prudentiële toezicht en het short selling toezicht door dezelfde lidstaat wordt uitgevoerd. Immers de prudentiële toezichthouder zal het best kunnen beoordelen of een financiële onderneming in de problemen is en of maatregelen tegen short selling nodig zijn. In die lidstaten waar het prudentiële en het short selling toezicht bij dezelfde toezichthouder berusten is evident, dat het de efficiënte bevordert als die lidstaat ook de leiding heeft over het short selling toezicht. Maar ook in geval binnen een lidstaat het prudentiële toezicht en het short selling toezicht bij verschillende toezichthouders berusten, dan nog zal gelden dat deze toezichthouders binnen de lidstaat elkaar makkelijker weten te vinden, dan toezichthouders in verschillende lidstaten.

Economies of scale spelen naar mijn vermoeden bij het short selling toezicht niet echt een rol. De reden hiervoor is, dat in het kader van het short selling toezicht überhaupt zeer zelden maatregelen worden genomen en de informatie die voor het toezicht wordt verzameld beperkt is.

#### **4.4.4. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen**

##### **4.4.4.1. Marktintegratie**

Het short selling toezicht belemmert marktintegratie. De reden hiervoor is dat verschillende toezichthouders bevoegd zijn en grensoverschrijdende uitbreiding van activiteiten tot contact met bijkomende toezichthouders leidt. Ik licht dit toe.

Ten eerste moet de belegger short posities melden. Een internationaal actieve belegger zal dit bij verschillende toezichthouders conform hun nationale specificaties moeten doen. Met andere woorden: voordat een belegger actief kan zijn op een financiële markt door een short positie in te nemen, zal deze zich moeten verdiepen in de nationale regels en moeten nagaan hoe een short positie kan worden gemeld en dit conform nationale interpretaties moeten inregelen.

Ten tweede zal een primary dealer voor overheidsschuld per overheidsschuld zich moeten melden bij de desbetreffende overheid en wederom nationale interpretaties moeten naleven.

##### **4.4.4.2. Level playing field**

De short selling regelgeving is in overeenstemming met het gezichtspunt van een level playing field. Omdat de short selling regelgeving niet zo zeer de belegger beschermt als wel de uitgevende instelling, hebben beleggers niet te lijden van uitgevende instellingen die op basis van andere regels actief zijn op de nationale financiële markten. Een voorbeeld ter verduidelijking. Een Engelse belegger belegt in een aandeel van een Duitse kredietinstelling dat in Duitsland is genoteerd. Stel dat het Duitse short selling toezicht minder streng zou zijn dan het Engelse, leidt de Engelse belegger hier dan onder? Het antwoord is nee. Het short selling toezicht is namelijk niet in het belang van de belegger, maar in het belang van de kredietinstelling.

Theoretisch kan het level playing field wel worden verstoord, doordat een uitgevende instelling uit een jurisdictie met een prettiger toezichthouder een concurrentievoordeel heeft ten opzichte van

uitgevende instellingen met een strengere toezichthouder. Dit zou dan andere uitgevende instellingen kunnen benadelen. Vanwege het geringe belang van de short selling regels op de bedrijfsvoering van uitgevende instellingen is dit effect naar mijn oordeel te verwaarlozen.

#### **4.4.4.3. Lokale afwijkingen**

Vanwege de verschillende short selling toezichthouders is er ruimte voor nationale afwijkingen. Deze ruimte is echter wat mij betreft niet nodig. Het is mij namelijk niet bekend op welke voor het short selling toezicht relevant punt uitgevende instellingen of financiële markten van elkaar zouden verschillen. Verschillen tussen het beleggend publiek in een lidstaat vereisen geen andere short selling regulering, nu de short selling regulering überhaupt niet het belang van dit beleggend publiek behartigt maar die van de uitgevende instelling.

#### **4.4.4.4. Kuddegedrag van toezichthouders**

Het risico voor kuddegedrag van toezichthouders is gering. Ten eerste zijn er 28 verschillende Europese toezichthouders die op de short selling regelgeving voor hun jurisdictie toezicht houden. Ten tweede ziet de short selling regelgeving op idiosyncratisch risico's waarbij een individuele kredietinstelling of lidstaat naar beneden wordt gespeculeerd. Het is daarom niet aannemelijk dat toezichtsfouten bij het toezicht op short selling gelijktijdig duidelijk worden en tot een groot probleem leiden.

#### **4.4.5. Regulatory competition**

Regulatory competition bij toezicht op short selling regelgeving is niet goed voorstelbaar. Daarvoor is de short selling regelgeving van een te gering belang voor de uitgevende instelling, die de facto kiest onder welke regelgeving hij valt.

#### **4.4.6. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren**

De short selling regelgeving is matig efficiënt.

De voornaamste reden hiervoor is dat als een financieel instrument op verscheidene handelsplatformen is genoteerd, de lidstaat van ieder handelsplatform voor zich moet besluiten of de handel doorgang kan vinden. Dit kan betekenen dat als één lidstaat short selling beperkt of verbiedt op het handelsplatform in zijn jurisdictie, op een handelsplatform in een andere lidstaat de handel in dit financieel instrument doorgaat. Lidstaten namen niet altijd elkaars verbod over.<sup>2127</sup> Een verbod op short selling is echter alleen effectief, als dit alle handelsplatformen betreft, aangezien beleggers anders op een ander handelsplatform nog steeds door kunnen handelen. In de praktijk zal dus tussen alle betrokken toezichthouders overeenstemming moeten worden bereikt. Dit betekent dus dat geen sprake is van een duidelijke beslissingsstructuur. Dit is ook aan de orde gekomen in de review van de short selling verordening door ESMA. Ik citeer:<sup>2128</sup>

*“Market participants noted that there is no evidence to suggest that the Article 23 bans had an effect and are considered ineffective if imposed only on a national trading venue without the other EU venues concerned imposing similar ban. Others stated that the bans created*

<sup>2127</sup> ESMA Final Report ESMA's technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, 3 juni 2013, ESMA/2013/614, p. 40.

<sup>2128</sup> ESMA Final Report ESMA's technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, 3 juni 2013, ESMA/2013/614, p. 47. Zie tevens European Commission, Report From the Commission to the European Parliament and the Council on the evaluation of the Regulation (EU) No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, 13 december 2013, COM (2013) 885 final, p. 7

*confusion and uncertainty for participants and led to immediate impact on liquidity and price efficiency, including also on other instruments than the ones targeted. Furthermore the measure caused investigative costs for market participants to seek the information due to differences in content (e.g. market making exemptions), in timing of the releases during the trading day in the concerned countries and due to lack of clarity about the scope of instruments. The application of the market making guidelines will further impact the markets in case of Article 23 bans as some hedging activities will not be deemed as market making activities. It was suggested by a market participant that a co-ordinated approach to volatility interruption and circuit breakers would provide an appropriate framework.”*

En:<sup>2129</sup>

*“However, ESMA suggests reconsidering the current approach of Article 23 of the Regulation. To ensure that the mechanism for introducing short term bans is workable, less complex and less re-source intensive. It might be envisaged to allow the competent authority of the most relevant market in terms of liquidity for a particular instrument to exercise its judgment as to if and when a temporary measure to ban short selling or limit trading in a particular instruments is necessary without having to implement a mechanism based on thresholds for significant falls in price. In order to ensure a consistent approach and quasi simultaneous application across all European markets/trading venues where the concerned instrument is also traded, the measure taken by the initiating authority should be followed by the other concerned competent authorities.”*

Ten tweede moet bij (nood)maatregelen eerst de reactie van ESMA worden afgewacht wat kostbare tijd kan kosten. Deze zorg is ook door enkele lidstaten naar voren gebracht bij de review van de short selling verordening door ESMA. Ik citeer:<sup>2130</sup>

*“When asked about the procedure set out in Article 23 of the Regulation, competent authorities responses were almost evenly split between those considering that the procedure is workable and appropriate and those having the opposite view. The latter considered that the short time frame for decision-making causes a lot of problems in practice and also requires a huge amount of resources as well as the procedure involving, where necessary a conciliation process is too complex. Alternatives were suggested by some. One competent authority proposed to simplify the overall procedure by awarding the competent authority introducing the power to impose to other competent authorities the measure under two conditions a) the competent authority is the one of the most liquid market for the relevant instrument and b) price fall has happened in the most liquid market. Consequently, other competent authorities would necessarily have to implement the measure, thus eliminating the conciliation phase. Another competent authority proposes two time frames for the reaction of the competent authorities depending on when the measure is imposed (during the trading session or after the trading session). A third competent authority stated that the existing circuit breakers carry out the task better than the measures of Article 23 of the Regulation.”*

Op de andere juridische elementen scoort de short selling regelgeving goed. Zo kan de competentieverdeling niet eenvoudig worden ontweken. De competentieverdeling kleeft immers aan de handelsplatformen waarop een instrument wordt verhandeld. Een uitgevende instelling die de

---

<sup>2129</sup> ESMA Final Report ESMA’s technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, 3 juni 2013, ESMA/2013/614, p. 51.

<sup>2130</sup> ESMA Final Report ESMA’s technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, 3 juni 2013, ESMA/2013/614, p. 47.

competentie van de lidstaat van dit handelsplatform wil ontwijken, kan dan dus automatisch geen gebruik meer maken van de diensten van dit handelsplatform. Alleen market makers kunnen zelf hun toezichthouder kiezen door zich in een andere lidstaat te vestigen, nu de toezichtsbevoegdheid op market makers kleeft aan de vestigingsplaats van de market maker.

Bij short selling regulering is het naar mijn oordeel problematisch dat de aansprakelijkheidsregimes voor de betrokken toezichthouders kunnen verschillen. Ik geef een enigszins extreem fictief voorbeeld ter verduidelijking. De Belgische toezichthouder kent een lage drempel voor onrechtmatig toezicht, maar is betrekkelijk snel aansprakelijk indien deze onvoldoende heeft opgetreden. Een Belgische kredietinstelling komt in de problemen. Omdat aansprakelijkheid voor onvoldoende toezicht dreigt verbiedt de Belgische toezichthouder short selling in de aandelen van deze kredietinstelling op de Belgisch beurs. De Belgische kredietinstelling is echter ook genoteerd in Londen. De Belgische toezichthouder hierin ondersteund door ESMA verzoekt daarom aan de Engelse toezichthouder ook op de Londense beurs een verbod op short selling. Conform Engels recht is er een lage drempel voor aansprakelijkheid voor onrechtmatige besluiten en de Engelse toezichthouder betwijfelt of een verbod op short selling wel gerechtvaardigd is. De Engelse toezichthouder loopt in deze casus dus een groot aansprakelijkheidsrisico, als deze optreedt zonder dat deze hier veel bij heeft te winnen. De Engelse toezichthouder zal zijn Belgische collega niet te hulp schieten. Met andere woorden: de afwijkende aansprakelijkheidsregimes frustreren effectieve samenwerking.

De short selling regelgeving is goed handhaafbaar. De reden hiervan is dat alleen grote en professionele partijen in staat zijn significante short posities in te nemen. Deze partijen zullen het niet laten aankomen op een voortdurend conflict met een toezichthouder, omdat deze voor de lange termijn actief willen zijn. Ook al heeft de toezichthouder formeel geen handhavingmiddelen, dan nog zullen professionele partijen luisteren naar deze toezichthouder.

#### **4.4.7. Politieke legitimatie**

Omdat short selling niet wordt gezien als een voor burgers relevant onderwerp (het is mij niet bekend dat short selling regelgeving erg in de publieke belangstelling staat), is politieke legitimatie niet van belang. Overigens zal hieraan doorgaans worden voldaan, omdat in ieder geval voor overheidsschuld de leiding voor het short selling toezicht berust bij de overheid zelf.

### **4.5. De handel op handelsplatformen**

#### **4.5.1. Inleiding**

De regulering van de handel op de handelsplatformen is samengevat als volgt georganiseerd.

Ten eerste wordt het handelsplatform zelf gereguleerd. Dit betreft zowel de regulering van het handelsplatform als financiële onderneming, als de regulering van de handel op dit handelsplatform als marktplaats. Hierbij is nadrukkelijk gekozen voor het home-state beginsel. De host-state van een handelsplatform heeft nauwelijks bevoegdheden. Alleen als een handelsplatform wordt overgenomen en dreigt van home-state te wisselen, wordt voorzien in maatwerk waarbij ook de oorspronkelijke home-state een positie kan behouden. Hiermee beoogt men recht te doen aan de rol die handelsplatformen spelen om de nationale bedrijven van kapitaal te voorzien. ESMA heeft een controlerende en bemiddelen rol bij de wijze waarop de home-states van de handelsplatformen de hun toekomstige bevoegdheden uitoefenen. Bepaalde beslissingen moeten bij ESMA worden gemeld en ESMA kan dan bemiddelen conform de Geschillenprocedure.

Ten tweede is bij elk financieel instrument dat op verschillende handelsplatformen wordt verhandeld één toezichthouder primus inter pares met betrekking tot de handel in dit financieel instrument. Dit is de toezichthouder van de ‘in termen van liquiditeit meest relevante markt’. In de praktijk is dit meestal de lidstaat van het handelsplatform waarop de meeste handel in het financiële instrument plaatsvindt. Dit is echter niet de noodzakelijke uitkomst van de regels die de in termen van liquiditeit meest relevante markt bepalen. Als bijvoorbeeld een aandeel is genoteerd op zowel een gereglementeerde markt als een MTF, dan is de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt de home-state van de gereglementeerde markt zelfs als op de MTF meer handel in het aandeel zou plaatsvinden.

Ten derde worden de spelers op de handelsplatformen (dit zijn beleggingsondernemingen) gereguleerd. Deze regulering betreft dan het gedrag van deze beleggingsondernemingen op de handelsplatformen. Deze spelers vallen onder hun eigen home-state. De home-states van de handelsplatformen hebben slechts zeer beperkte mogelijkheden om op de buitenlandse spelers op de handelsplatformen toezicht te houden.

#### **4.5.2. Incentives, externaliteiten en public goods**

##### **4.5.2.1. Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht?**

Het toezicht op de handel op handelsplatformen kent drie groepen belanghebbenden. Ten eerste zijn er de uitgevende instellingen die er belang bij hebben dat zij kapitaal kunnen aantrekken op de kapitaalmarkten. Liquiditeit op de secundaire markt door middel van een handelsplatform bevordert dat deze uitgevende instellingen op de primaire markt kapitaal kunnen aantrekken. Het feit dat de belegger naar alle waarschijnlijkheid op de secundaire markt weer op enig moment van zijn belegging af kan, maakt de drempel om deze belegging op de primaire markt te doen voor deze belegger immers lager. De tweede groep van belanghebbenden bestaat uit de deelnemers op de financiële markten. Zij hebben belang erbij dat de markten goed en transparant functioneren, zodat zij gemakkelijk en voor een faire prijs beleggingen kunnen aankopen en verkopen. De derde groep zijn de lidstaten van de handelsplatformen zelf. Zij hebben er immers belang bij dat er bedrijvigheid van de handelsplatformen plaatsvindt in hun lidstaten.

Zowel voor de uitgevende instellingen die via een handelsplatform worden verhandeld als de deelnemers op dit handelsplatform geldt, dat zij over heel Europa en zelfs de hele wereld verspreid zijn. Een Nederlandse bedrijf kan genoteerd zijn op de Londense markt waar dan weer voornamelijk Duitse beleggers in het Nederlandse bedrijf beleggen. In de praktijk is er echter wel een home-bias, maar die neemt af (zie nader paragraaf 4.2.2.1 hierboven).

Het toezicht sluit slechts beperkt aan bij de onderliggende belangen. Het toezicht op het handelsplatform immers concentreert zich bij de home-state van het handelsplatform, terwijl zoals hiervoor is uitgelegd de uitgevende instellingen en deelnemers overal gevestigd kunnen zijn. Uitzonderingen daargelaten, hebben de lidstaten waar deze uitgevende instellingen en beleggers zijn gevestigd geen bevoegdheden. In essentie komt het dus erop neer dat indien conform de trend de home-bias van beleggers verder afneemt, de allocatie van het toezicht op de handelsplatformen en de achterliggende belangen bij dit toezicht steeds meer uit elkaar zullen gaan lopen.

Ook bij het toezicht op de spelers op de financiële markten lopen bevoegdheden en belangen uit elkaar. Essentieel is dat indien een beleggingsonderneming verboden/ongewenst gedrag vertoont op een handelsplatform, de andere deelnemers op de markt hieronder zullen lijden. Het is echter de home-state van de beleggingsonderneming die hierop toeziet. Een zeer tekenend voorbeeld is de trading obligation onder MiFID II. Als twee beleggingsondernemingen met elkaar zouden handelen zonder

tussenkomen van het handelsplatform, hebben beiden daar voordeel van. Het zijn de andere beleggers die hier last van hebben. Het is echter de home-state van de beleggingsondernemingen die hierop moet toezien, terwijl de andere beleggers overal kunnen wonen.

#### **4.5.2.2. Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid**

De gevolgen van het feit dat de belangen bij en het toezicht op handelsplatformen elders zijn gelegd, zijn naar alle waarschijnlijkheid niet heel erg. De voornaamste reden hiervoor is dat handelsplatformen met elkaar concurreren om de gunst van de klant en het een zeer competitieve markt betreft. De klanten van handelsplatformen zijn bovendien professionele partijen die in staat zijn de kwaliteit van de orderuitvoering op een handelsplatform en de robuustheid van dit handelsplatform te beoordelen. Klanten kunnen dus zowel vooraf als achteraf de kwaliteit van het handelsplatform beoordelen. Uitsluitend misschien de specifieke belangen van de retailklant die zelf op de beurs actief is zullen onvoldoende worden behartigd, aangezien deze retailklant niet in staat zal zijn zelf de kwaliteit van een handelsplatform te beoordelen.<sup>2131</sup>

Klanten zullen echter niet in staat zijn te beoordelen in hoeverre andere deelnemers (beleggingsondernemingen) op de financiële markten zich misdragen. Andere lidstaten kunnen dit waarschijnlijk wel controleren. Alle transacties in een financieel instrument verricht door een beleggingsonderneming ergens in de Europese Unie moeten namelijk naar de lidstaat van de in termen van liquiditeit meest relevante markt worden doorgestuurd. Alleen in het zeer onaannemelijke geval dat een lidstaat ook dit verzuimt, blijven transacties ook voor andere lidstaten onzichtbaar. Vraag is wel in hoeverre lidstaten dan hun collega toezichthouders kunnen aanspreken op hun zwakke toezicht. Zoals al eerder aangegeven in paragraaf 1.4.3 zijn binnen de Europese Unie deze mogelijkheden beperkt.

Ook is sprake van herhaalde samenwerking. Anders dan bij bijvoorbeeld banktoezicht waar inadequaat toezicht pas (te) laat naar voren komt, is bij het toezicht op de financiële markten sprake van miljarden zo niet triljoenen transacties die ieder individueel aan de regels moeten voldoen. Verder is het moeilijk bij het houden van toezicht lokale spelers voor te trekken boven buitenlandse spelers, aangezien de regels op het platform voor alle spelers gelijk zijn.

#### **4.5.3. Efficiëntie van toezicht**

Het toezicht op de handel is naar mijn oordeel redelijk efficiënt. Dit heeft twee redenen.

Ten eerste is gekozen voor home-state toezicht zowel voor de handelsplatformen als de deelnemers aan de handel op deze platformen. Dit betekent dat deze partijen uitsluitend te maken zullen hebben met hun lokale toezichthouder die zich fysiek dichtbij bevindt. Bij de handel spelen lokale omstandigheden nauwelijks een rol. Ook een home-state die zich een oordeel moet vormen over activiteiten die in het buitenland plaatsvinden beschikt dus over alle noodzakelijke informatie.

Ten tweede kunnen de Europese toezichthouders gemakkelijk over de voor hun toezicht benodigde lokale informatie beschikken. De reden hiervoor is dat het bij het toezicht op de handel op de handelsplatformen gaat om exacte data, zoals transactievolume en transactieprijs. Dit type informatie kan gemakkelijk gedeeld worden en lokale inkleuring of oordeelsvorming voegt weinig toe.

---

<sup>2131</sup> De meeste retailklanten hebben echter toegang tot de handelsplatformen via beleggingsondernemingen die op basis van de best execution verplichting hun belangen moeten behartigen.



Wel zouden economies of scale kunnen worden bereikt door het werk te concentreren bij een beperkter aantal toezichthouders. De reden hiervoor is dat het toezicht op de handelsplatformen nogal data intensief is. Dit vereist complexe en dure IT systemen.<sup>2132</sup> Centralisatie maakt dat minder toezichthouders in deze IT systemen hoeven te investeren.

#### **4.5.4. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen**

##### **4.5.4.1. Marktintegratie**

Het toezicht op de handelsplatformen scoort goed vanuit de optiek van marktintegratie. Belangrijk is dat een handelsplatform dat deelnemers van buiten zijn home-state toestaat op het handelsplatform te handelen of dat uitgevende instellingen uit andere lidstaten faciliteert niet wordt geconfronteerd met nieuwe verplichtingen of toezichthouders.

Hetzelfde geldt voor de spelers op de financiële markten. Een beleggingsonderneming die actief is op een ander handelsplatform buiten zijn home-state, staat nog steeds volledig onder toezicht van zijn home-state. Enige uitzondering betreft het toezicht op Algo Trading waar de beleggingsonderneming rechtstreeks contact moet opnemen met de lidstaat van het handelsplatform waarop de beleggingsonderneming actief is.

##### **4.5.4.2. Level playing field**

Het toezicht op de handelsplatformen is vanwege het home-state toezicht uiteraard weer strijdig met de gedachte van een level playing field. Immers een handelsplatform kan uitgevende instellingen en deelnemers bedienen in andere lidstaten, zonder dat deze andere lidstaten hierop toezicht kunnen houden. Mijn verwachting is echter dat dit niet tot ernstige gevolgen leidt, omdat een kans op een race to the bottom gering is. Bovendien heeft ESMA met name bij de toepassing van transparantie waivers vergaande bevoegdheden om uitwassen te corrigeren.

##### **4.5.4.3. Lokale afwijkingen**

Lidstaten kunnen slechts zeer beperkt nationale afwijkingen faciliteren. Mochten zij immers te veeleisend zijn naar lokale handelsplatformen, dan kunnen deze altijd ervoor kiezen zich elders te vestigen en de markt grensoverschrijdend te bedienen. Uitgevende instellingen kunnen eveneens altijd een andere prettiger handelsplatform kiezen. Lokale toezichthouders kunnen hun mening dus maar beperkt doordrukken. Hoewel alle lidstaten belang hebben bij eerlijke handel, kan er in de praktijk verschillen van opvatting zijn wat eerlijke handel inhoudt. Zo verschillen toezichthouders van mening over de wenselijkheid van High Frequency Trading en de mate waarin grote orders transparant moeten zijn.<sup>2133</sup>

##### **4.5.4.4. Kuddegedrag van toezichthouders**

Het toezicht op de handelsplatformen kent een beperkt risico op kuddegedrag van toezichthouders, aangezien er binnen de Europese Unie 28 toezichthouders actief zijn. De betreffende autonomie van iedere home-state, voorkomt dat zij noodzakelijkerwijs allemaal hetzelfde handelen en daarmee het risico dat zij het allemaal gelijktijdig fout hebben. De ESAs proberen weliswaar het toezicht te

<sup>2132</sup> Een belangrijke reden waarom MiFID II is uitgesteld, is dat de toezichthouders van de lidstaten en ESMA zelf de IT systemen om toezicht te houden op de naleving van MiFID II niet op tijd af kregen.

<sup>2133</sup> Zie ESMA, Waivers from Pre-trade Transparency CESR positions and ESMA opinions, 21 augustus 2015, ESMA/2011/241g waaruit blijkt dat lidstaten regelmatig met elkaar van mening verschillen over de toepasselijkheid van waivers op bepaalde handelsregels.

convergeren, maar dit gebeurt met name door bewezen 'best practices' ook aan andere toezichthouders voor te houden. Het optreden van de ESAs is echter naar mijn oordeel niet dermate dwingend dat alle toezichthouders gelijk handelen.

#### **4.5.5. Regulatory competition**

Het toezicht op de handelsplatformen faciliteert regulatory competition. Een handelsplatform kan immers onafhankelijk van waar deze is gevestigd op basis van zijn home-state regelgeving de hele Europese markt bedienen. Het risico op een race to the bottom is echter klein, aangezien de klanten van de handelsplatformen bestaan uit zeer professionele partijen.

#### **4.5.6. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren**

##### **4.5.6.1. Duidelijke beslissingsstructuren**

Er zijn duidelijke en effectieve beslissingsstructuren. Immers lidstaten kunnen steeds ingrijpen zonder tot overeenstemming met andere lidstaten te hoeven komen.

##### **4.5.6.2. Geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht**

Er is wel sprake van gelaagd toezicht. ESMA kan immers bemiddelen bij de beslissing om ontheffingen te geven van de transparantie eisen. Dit kwalificeert als gelaagd toezicht, hetgeen daarmee ongewenst is. Bij deze ontheffingen echter is dit niet heel kwalijk. De reden hiervoor is dat het gaat om ontheffingen naar de toekomst toe die voor transacties gelden. Met andere woorden: een ontheffing geldt steeds per transactie. Mocht een beslissing houdende een ontheffing door ESMA worden teruggedraaid dan geldt dit niet voor reeds afgeronde transacties, maar alleen voor toekomstige transacties. Het is dus niet waarschijnlijk dat een financiële onderneming een beslissing heeft genomen die vanwege de beslissing van ESMA moet worden teruggedraaid.

Bij bepaalde deelaspecten van het toezicht op de handel zijn er echter wel degelijke minder gunstige juridische aspecten. Zo heeft ESMA bij de product intervention regels en de bevoegdheid om deelnemers op de financiële markten te verzoeken een derivatenpositie terug te brengen de mogelijkheid lidstaten te overrulen. Dit kan betekenen dat een financiële onderneming die met impliciete goedkeuring van zijn nationale toezichthouder bepaalde stappen heeft gezet, nu wordt teruggeroepen door ESMA. Hetzelfde geldt bij de positielimieten voor commodities. Ook daar kan ESMA beslissingen van nationale toezichtouders herroepen via de art. 17 procedure of de Geschillenprocedure.

##### **4.5.6.3. Het systeem kan niet eenvoudig ontweken worden**

Het systeem van toezichtscompetentie kan eenvoudig worden ontweken. Een handelsplatform kan immers door zijn keuze voor zijn home-state beïnvloeden onder welk toezicht dit handelsplatform staat. Dit handelsplatform heeft slechts een minimale aanwezigheid nodig en kan zijn cliënten of uitgevende instellingen buiten zijn home-state aantrekken zonder onder het toezicht van deze andere lidstaten te staan. Er is naar mijn oordeel niet bewust voor regulatory competition gekozen, maar in de praktijk wordt dit wel gefaciliteerd.

##### **4.5.6.4. Handhaafbaarheid**

Bij de commodity derivaten speelt het probleem dat een lidstaat die een positielimiet afkondigt deze in theorie wereldwijd kan handhaven. In de praktijk echter zal deze lidstaat hiertoe alleen in staat zijn met hulp van andere lidstaten. Anderzijds zullen spelers die grote posities hebben in commodity

derivaten dermate professioneel zijn dat zij het niet op een voortdurende botsing met een toezichthouder zullen laten aankomen.

Ook een eventuele beslissing van een lidstaat om de handel op een handelsplatform op te schorten lijdt aan een handhavingsdeficiet. Immers deze beslissing geldt niet voor handelsplatformen buiten de jurisdictie waar het desbetreffende financiële instrument eveneens wordt verhandeld. ESMA kan anders jurisdicties wel adviseren zo'n opschorting over te nemen, maar deze andere jurisdicties kunnen het advies van ESMA (weliswaar gemotiveerd) naast zich neerleggen.

Bij veel andere handhaving is medewerking nodig van andere lidstaten. Zo kan de toezichthouder van de in termen van liquiditeit meest relevante markt alleen een goed beeld van de markt krijgen door de medewerking van andere toezichthouders.<sup>2134</sup>

#### **4.5.7. Politieke legitimatie**

Bij de handel op de handelsplatformen is tot op heden de politieke legitimatie niet van groot belang, aangezien deze handel niet in de publieke belangstelling staat.

### **4.6. Derivaten EMIR en MiFIR**

#### **4.6.1. Inleiding**

Het toezicht op de derivatenhandel wordt uitgevoerd door de lidstaat waar de partij die in derivaten handelt, is gevestigd. Dit geldt zowel voor de verplichting om transacties in derivaten te rapporteren, als de verplichting om derivatentransacties te clearen op een CCP en te traden op een handelsplatform en de verplichting om bij niet geclearde derivaten bepaalde risico inperkingstechnieken te gebruiken.

#### **4.6.2. Incentives, externaliteiten en public goods**

##### **4.6.2.1. Waar liggen de belangen en wie houdt er toezicht?**

Het toezicht op derivatentransacties heeft als doelstelling de financiële stabiliteit. De doelstelling van financiële stabiliteit is typisch een publiek goed dat in het belang is van alle lidstaten en alle spelers op de financiële markten. Anderzijds kan niet één lidstaat in zijn eentje voldoende overzicht krijgen om de financiële stabiliteit te bewaken. Zelfs als een lidstaat al zijn eigen financiële ondernemingen goed in de gaten houdt, dan nog ontbreekt het beeld van de tegenpartijen waarmee deze financiële ondernemingen zaken doen.<sup>2135</sup> Alleen als ook deze tegenpartijen goed zijn gereguleerd althans de risico's in kaart zijn gebracht, kan de lokale financiële stabiliteit worden gewaarborgd.<sup>2136</sup>

Echter niet alle lidstaten hebben evenveel belang bij financiële stabiliteit. Vooral die lidstaten met financiële ondernemingen van een significante omvang hebben te lijden onder een gebrek aan financiële stabiliteit.<sup>2137</sup> Dit betekent dat lidstaten zonder grote financiële ondernemingen uit zichzelf niet geneigd zullen zijn veel te investeren in het terugdringen van systeemrisico's, maar deze taak aan

<sup>2134</sup> Vgl. AFM, A case analysis of critiques on high-frequency trading, juni 2016, p. 6 waar de AFM aangeeft dat om de impact te bepalen van HFT traders op de handel in Nederlandse aandelen hij niet alleen heeft gekeken naar Nederlandse markten maar ook naar Engelse. Deze aandelen worden namelijk ook op deze Engelse markten verhandeld.

<sup>2135</sup> 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. 14 en 15.

<sup>2136</sup> J.C. Coffee, Essay Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, Cornell Law Review 2014, p. 1260.

<sup>2137</sup> J.C. Coffee, Essay Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, Cornell Law Review 2014, p. 1266 en 1267.

de lidstaten met de grote financiële centra zullen overlaten.<sup>2138</sup> Zij zullen uiteraard wel profiteren van de inspanningen van deze lidstaten.

Concreet komt het dus erop neer dat vooral de lidstaten met grote financiële centra belang zullen hebben bij de strikte handhaving van EMIR regels.

De handhavingsbevoegdheid onder EMIR is echter gelegd bij de home-states van alle instellingen. Dit is dus niet de lidstaat die het belang heeft bij het toezicht, maar de lidstaat waar de partij waarop toezicht moet worden gehouden is gevestigd.

#### **4.6.2.2. Gevolgen discrepantie belangen en toezichtsbevoegdheid**

Het gevolg van het feit dat niet die lidstaat die hier bij belang heeft toezicht houdt, kan zijn dat er onvoldoende toezicht wordt gehouden, hetzij vanwege het feit dat een lidstaat onvoldoende energie investeert in toezicht hetzij omdat deze lidstaat in het belang van zijn lokale economie of werkgelegenheid verboden praktijken toestaat. Naar mijn oordeel echter zal de omvang van dit risico in de praktijk meevallen, aangezien de meest significante financiële groepen zijn gevestigd in lidstaten met een significante financiële sector en een grote reële economie. De kans dat bijvoorbeeld een Cypriotische partij waarop door Cyprus onvoldoende toezicht is gehouden via derivatentransacties de financiële stabiliteit in de Europese Unie zal bedreigen lijkt mij klein, aangezien echt grote partijen niet op Cyprus zijn gevestigd.

Anderzijds bestaat wel het risico, dat grote partijen proberen hun derivatentransacties onder te brengen in dochtervennootschappen in regelluwe zones. Hoewel bij de EMIR regelgeving niet voorzien is in groepstoezicht, neem ik aan dat de prudentiële groepstoezichthouder zal proberen dit te voorkomen.

#### **4.6.2.3. Efficiëntie van toezicht**

Het toezicht op de derivatenhandel is naar mijn oordeel redelijk efficiënt. Dit heeft twee redenen.

Ten eerste is gekozen voor home-state toezicht voor de deelnemers aan de derivatenhandel. Dit betekent dat deze partijen uitsluitend te maken zullen hebben met hun lokale toezichthouder die zich fysiek dichtbij bevindt. Bij de handel spelen lokale omstandigheden nauwelijks een rol. Ook een home-state die zich een oordeel moet vormen over activiteiten die in het buitenland plaatsvinden beschikt dus over alle noodzakelijke informatie. Anderzijds zou het toezicht nog efficiënter kunnen worden door financiële groepen de optie te geven alleen in de home-state van de consoliderend toezichthouder te rapporteren. EMIR houdt anders dan de meeste prudentiële regelgeving geen rekening met de groepsdimensie van financiële groepen.

Ten tweede kunnen de Europese toezichthouders gemakkelijk over de voor hun toezicht benodigde lokale informatie beschikken. De reden hiervoor is dat het bij het toezicht op de derivatenhandel gaat om exacte data, zoals de nominale waarde en het onderpand. Dit type informatie kan gemakkelijk gedeeld worden en lokale inkleuring of oordeelsvorming is niet nodig.<sup>2139</sup> Wel zouden economies of scale kunnen worden bereikt door het werk te concentreren bij een beperkter aantal toezichthouders. De reden hiervoor is dat het toezicht op de derivatenhandel nogal data intensief is. Dit vereist complexe en dure IT systemen bij de kant van de toezichthouder. Centralisatie maakt dat minder toezichthouders in deze IT systemen hoeven te investeren en kennis over EMIR hoeven op te doen.

<sup>2138</sup> J.C. Coffee, Essay Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, Cornell Law Review 2014, p. 1268.

<sup>2139</sup> Anders N. Véron en G.B. Wolff, Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, *Journal of Financial Regulation* 2016, p. 143 die menen dat door de verdeelde data verzameling niet één toezichthouder op Europees niveau het overzicht heeft.

### **4.6.3. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen**

#### **4.6.3.1. Marktintegratie**

Het toezicht op de derivatenhandel scoort goed vanuit de optiek van marktintegratie. Belangrijk is dat een partij die een derivaat afsluit met een partij van buiten zijn home-state niet wordt geconfronteerd met nieuwe verplichtingen of toezichthouders.

#### **4.6.3.2. Level playing field**

Het toezicht op de derivatenhandel is vanwege het home-state toezicht uiteraard weer strijdig met de gedachte van een level playing field. Immers een partij kan actief zijn in een andere lidstaat, zonder dat deze andere lidstaat toezicht kan houden op de wijze waarop deze partij met zijn derivaten omgaat. Een concreet voorbeeld ter verduidelijking. Op de Nederlandse markt worden MKB derivaten aangeboden door Nederlandse kredietinstellingen, maar ook door buitenlandse kredietinstellingen. Beide kredietinstellingen zullen hun posities moet hedgen op de derivatenmarkt. Als de buitenlandse kredietinstelling echter door prettiger EMIR toezicht vanuit zijn home-state minder kosten hoeft te maken, ontstaat een unlevel playing field op de Nederlandse markt. De Nederlandse toezichthouder kan hieraan echter bij gebrek aan toezichtsbevoegdheid niets doen.

#### **4.6.3.3. Lokale afwijkingen**

Lidstaten kunnen slechts zeer beperkt nationale afwijkingen faciliteren. Mochten zij immers te veeleisend zijn naar lokale spelers, dan kunnen deze altijd ervoor kiezen zich elders te vestigen en de markt grensoverschrijdend te bedienen. In de praktijk echter zou ik niet weten welke lokale afwijkingen relevant kunnen zijn.

#### **4.6.3.4. Kuddegedrag van toezichthouders**

Het toezicht op de derivatenhandel kent een beperkt risico op kuddegedrag van toezichthouders, aangezien er binnen de Europese Unie 28 toezichthouders actief zijn. De betreffende autonomie van iedere home-state, voorkomt dat zij noodzakelijkerwijs allemaal hetzelfde handelen en daarmee het risico dat zij het allemaal gelijktijdig fout hebben. De ESAs proberen weliswaar het toezicht te convergeren, maar dit gebeurt met name door bewezen 'best practices' ook aan andere toezichthouders voor te houden. Het optreden van de ESAs is echter naar mijn oordeel niet dermate dwingend dat alle toezichthouders gelijk handelen.

#### **4.6.3.5. Regulatory competition**

Het EMIR toezicht op de derivatenhandel faciliteert regulatory competition. Door de zetel te verhuizen kan een partij kiezen voor een andere toezichthouder, terwijl deze nog steeds derivaten kan afsluiten met dezelfde wederpartijen. In EMIR zelf is geen anti-misbruik bepaling of substance eis opgenomen, bijvoorbeeld dat die toezichthouder bevoegd is op wiens jurisdictie een derivaat de grootste economische impact heeft.<sup>2140</sup> Het risico op een race to the bottom is wat mij betreft reëel, aangezien de klanten geen tegendruk zullen bieden als een partij kiest voor milder EMIR toezicht en ook sommige lidstaten zelf geen direct belang hebben bij goed EMIR toezicht. Anderzijds is het EMIR toezicht waarschijnlijk niet dermate belangrijk voor een financiële onderneming dat deze louter vanwege het EMIR toezicht kiest voor een andere statutaire vestigingsplaats.

---

<sup>2140</sup> Het is overigens de vraag of deze connectie gemakkelijk te leggen zou zijn met bijv. derivaten op een internationale rentevoet.

#### 4.6.3.6. Juridische aspecten

Het toezicht op de derivatenhandel is juridisch goed. Er zijn duidelijke en effectieve beslissingsstructuren. ESMA kan weliswaar bemiddelen bij de beslissing om ontheffingen te geven van de clearingverplichting, wat in beginsel kwalificeert als gelaagd toezicht, hetgeen daarmee ongewenst is. Bij deze ontheffingen echter is dit niet heel kwalijk. De reden hiervoor is dat het gaat om ontheffingen naar de toekomst toe die voor transacties gelden. Met andere woorden: een ontheffing geldt steeds per transactie. Mocht een beslissing houdende een ontheffing door ESMA worden teruggedraaid dan geldt dit niet voor reeds afgeronde transacties, maar alleen voor toekomstige transacties. Het is dus niet waarschijnlijk dat een financiële onderneming een beslissing heeft genomen die vanwege de beslissing van ESMA moet worden teruggedraaid.

#### 4.6.4. Politieke legitimatie

Bij het toezicht op de derivatenhandel is tot op heden de politieke legitimatie niet van belang, aangezien dit niet in de publieke belangstelling staat.

#### 4.7. Het toezicht op de financiële markten de consistentie

Hiervoor heb ik de diverse sectorale regelgeving voor het toezicht op de financiële markten behandeld. In deze paragraaf zal ik beoordelen in hoeverre het toezicht op de financiële markten consistent is. Naar mijn oordeel is de verdeling van toezichtsbevoegdheden op enkele punten niet consistent. Ik licht dit toe.

Het markttoezicht legt verplichtingen op aan 3 partijen, te weten de uitgevende instelling van de effecten, de beleggers in de effecten en de beleggingsonderneming/het handelsplatform wat diensten verleent met betrekking tot deze effecten. Ik zal nu laten zien hoe per betrokkene de jurisdictieregels zijn geregeld.

##### 4.7.1. Uitgevende instelling

Ten aanzien van de uitgevende instelling is de toezichtscompetentie als volgt verdeeld.

Prospectustoezicht retail effecten	Lidstaat uitgevende instelling. Dit wordt geacht de lidstaat te zijn die het grootste belang heeft.
Prospectustoezicht professionele effecten	Regulatory competition.
Transparantieregelgeving retail effecten	Lidstaat uitgevende instelling, tenzij de uitgevende instelling in het geheel niet is genoteerd op een gereglementeerde markt in zijn home-state. Dan wordt gekozen voor de lidstaat van eerste notering. Dit wordt geacht de lidstaat te zijn die het grootste belang heeft.
Transparantieregelgeving professionele effecten	Regulatory competition.
Marktmisbruik regelgeving	De home-state van elk handelsplatform waar een effect wordt verhandeld kan handhaven jegens de uitgevende instelling. In geval toestemming moet worden gegeven voor uitstel van openbaarmaking van koersgevoelig informatie is echter de lidstaat van de statutaire zetel bevoegd, ook in geval van professionele effecten. Echter als de uitgevende instelling op niet één handelsplatform in de lidstaat van de uitgevende instelling is genoteerd, wordt gekozen voor de lidstaat van het handelsplatform waar de effecten het eerst tot de handel zijn

	toegelaten. Bij de marktmisbruikregelgeving is dus ook voor professionele effecten gekozen voor de lidstaat met het grootste belang.
--	--

Deze verdeling is wat mij betreft op twee punten inconsistent. Ten eerste is bij het prospectustoezicht en het transparantietoezicht voor professionele effecten gekozen voor regulatory competition. Dit is echter niet doorgevoerd bij de marktmisbruik regelgeving, terwijl hier hetzelfde belang op het spel staat, namelijk eerlijke en faire markten. Ten tweede wordt bij het prospectustoezicht altijd aangesloten bij de lidstaat waar de uitgevende instelling gevestigd is, terwijl bij het transparantietoezicht en marktmisbruiktoezicht deze lidstaat alleen relevant is als hier ook een notering is op de gereguleerde markt. Naar mijn oordeel zou voor de hand liggen dat als een uitgevende instelling uit lidstaat A zijn retail effecten noteert op de gereguleerde markt van lidstaat B maar niet op die van lidstaat A, dan ook het prospectustoezicht reeds in lidstaat B plaatsvindt. Dit is immers exact hetzelfde belang als bij het nadien volgende doorlopende transparantietoezicht.

#### 4.7.2.Beleggers

Ten aanzien van beleggers is de toezichtscompetentie als volgt verdeeld.

Transparantieregelgeving retail effecten	Volgt de jurisdictieregels voor de uitgevende instelling. Dat wil dus zeggen dat wordt gekozen voor de lidstaat met het grootste belang.
Transparantieregelgeving professionele effecten	Volgt de jurisdictieregels voor de uitgevende instelling. Dat wil zeggen regulatory competition dus.
Marktmisbruik regelgeving	De lidstaat van elk handelsplatform waarop wordt gehandeld en de lidstaat waar de belegger zich bevindt.
Short selling	Hier wordt aangesloten bij de MiFIR regels om de in termen van liquiditeit belangrijkste markt te bepalen.
Handel (derivaten posities)	De lidstaat waar de belegger is gevestigd.
Handel (commodity posities)	De lidstaat van het belangrijkste platform en de lidstaat waar de belegger is gevestigd.

Hier valt het verschil op tussen de short selling regelgeving en de transparantieregelgeving. Dit verschil is naar mijn oordeel niet gerechtvaardigd aangezien de short selling regelgeving voor zover van toepassing op beleggers exact het omgekeerde is van de transparantieregelgeving. Het bizarre is nu dat een positieve positie in een onderneming moet worden gemeld aan de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn zetel heeft of in geval van professionele effecten de lidstaat die door de uitgevende instelling is gekozen. Een negatieve positie echter moet worden gemeld aan de lidstaat van het belangrijkste handelsplatform waar het desbetreffende aandeel wordt verhandeld.

#### 4.7.3.De beleggingsonderneming die actief is op de markten

Anders dan bij de willekeurig beleggers die actief zijn op de financiële markten wordt voor beleggingsondernemingen in hun rol van beleggingsonderneming aangesloten bij de home-state onder MiFID. Dit geldt bijvoorbeeld voor de verplichting van beleggingsondernemingen onder de marktmisbruik regelgeving, de vrijstellingen voor beleggingsondernemingen onder de short selling verordening, de diverse transparantie verplichtingen onder MiFIR voor beleggingsondernemingen die OTC handelen en de trading obligations onder MiFIR. De gedachte is blijkbaar dat vertrouwd kan worden op de beleggingsondernemingen zelf en hun home-states. Verder zou het de marktintegratie

belemmeren als deze beleggingsondernemingen per markt waarop zijn actief zijn onder toezicht zouden staan.

Op deze stelregel is echter in twee situaties een uitzondering gemaakt. Namelijk in geval een beleggingsonderneming optreedt als primary brokers van overheidsschuld onder de short selling verordening. Dan wordt weer aangesloten bij de desbetreffende overheid. Of in geval een beleggingsonderneming door middel van een algoritme actief is op een buitenlandse markt. Dan wordt immers aangesloten bij de lidstaat waar het handelsplatform is gevestigd. Mij is niet duidelijk wat deze specifieke uitzonderingen rechtvaardigt.

#### 4.7.4.Overkoepelend

Ook het overkoepelende plaatje is inconsistent. Zo heeft men op diverse wijze geprobeerd de lidstaat met grootste belang bij eerlijke handel en transparantie te bepalen.

Prospectustoezicht retail effecten	Lidstaat uitgevende instelling. Dit wordt geacht de lidstaat te zijn die het grootste belang heeft.
Transparantieregelgeving retail effecten	De lidstaat waar de uitgevende instelling is gevestigd, tenzij deze hier niet is genoteerd op de gereguleerde markt. Dan de lidstaat van eerste notering.
Marktmisbruik regelgeving	De lidstaat waar de uitgevende instelling is gevestigd, tenzij deze hier niet is genoteerd op de gereguleerde markt. Dan de lidstaat van eerste notering.
Short selling voor overheidsschuld	De desbetreffende overheid.
Short selling voor andere instrumenten dan overheidsschuld.	Hier wordt aangesloten bij de MiFIR regels om de in termen van liquiditeit belangrijkste markt te bepalen.
MiFIR	De in termen van liquiditeit belangrijkste markt.
Handel (commodity positities)	De lidstaat van het qua omzet belangrijkste handelsplatform.

Het is mij niet duidelijk waarom men steeds verschillende definities en methoden hanteert om in essentie dezelfde toets te doen.



## **5. Evaluatie model 4 banktoezicht in de Eurozone**

### **5.1. Inleiding**

In hoofdstuk 6 van deel A behandelde ik als model 4 het toezicht en de afwikkeling van kredietinstellingen binnen het SSM en het SRM. In dit hoofdstuk bespreek ik de voor- en nadelen van dit model.<sup>2141</sup>

### **5.2. Incentives en externaliteiten**

Bij het toezicht op kredietinstellingen speelt een aantal externaliteiten. Ik verwijs naar paragraaf 3.3.2. hieronder benoem ik alleen die externaliteiten die specifiek relevant zijn voor de Eurozone, die dus worden veroorzaakt door het feit dat deze lidstaten dezelfde munteenheid met elkaar delen. Daarna zal ik beoordelen of en zo ja hoe het SSM toezicht en de SRM afwikkeling deze externaliteiten adresseren.

#### **5.2.1. Welke incentives en externaliteiten zijn er specifiek binnen de Eurozone?**

Binnen de Eurozone kunnen bijzondere macro-economische effecten optreden. De voornaamste reden hiervoor is dat een lidstaat -bij gebreke aan eigen munteenheid met eigen centrale bank- zijn kredietinstellingen slechts beperkt kan steunen. Als een lidstaat over onvoldoende middelen beschikt in verhouding tot de problemen in de bancaire sector, dan wordt de rest van de Eurozone feitelijk gedwongen bij te springen. Dit gebeurde bij Spanje, Ierland en Cyprus, die ieder onvoldoende middelen hadden om de lokale kredietinstellingen te ondersteunen. Anderzijds vertrouwen de markten er niet volledig op dat de rest van de Eurozone inderdaad te hulp komt, want reeds het feit dat de markten ervan uitgaan dat sommige lidstaten onvoldoende in staat zijn hun kredietinstellingen te steunen, leidt tot het ongewenste macro-economische effect dat op zich sterke kredietinstellingen uit zwakke lidstaten duurder lenen dan kredietinstellingen uit sterke lidstaten. Dit verhindert de ECB een effectief monetair beleid te voeren voor de hele Eurozone. Met name deze externaliteit wordt als reden genoemd om het SSM en SRM op te richten.<sup>2142</sup>

#### **5.2.2. Gevolgen van SSM voor incentives en externaliteiten**

Het SSM met het ECB toezicht zou de in paragraaf 3.3.2. en 5.2.1 genoemd onjuiste incentives moeten verhelpen. Het toezicht van het ECB zou in het Europese belang moeten zijn zo blijkt uit de SSM Verordening. Dit toezicht zou alle belangen binnen de Eurozone, maar ook in de Europese Unie als geheel moeten internaliseren. Kijken wij echter na de incentives en externaliteiten dan valt op dat op een aantal punten nog steeds nationale belangen naar voren komen.

##### **5.2.2.1. Benoeming langs nationale lijnen**

De functionarissen van de ECB worden via nationale lijnen benoemd. De leiding over het toezicht bevindt zich namelijk bij de Supervisory Board en de Governing Council. In deze organen hebben de presidenten van de nationale prudentiële toezichthouder respectievelijk nationale centrale bank zitting. Deze presidenten worden op hun beurt weer via nationale lijnen benoemd. Hoewel de SSM Verordening deze presidenten opdraagt in het belang van de Europese Unie te handelen, is van echte

---

<sup>2141</sup> Ik merk op dat er ook veel discussie bestaat over de vraag of de ECB gelijktijdig het monetaire beleid zou moeten voeren als het prudentieel toezicht zou moeten houden of dat het toezicht weliswaar op Europees niveau beter gelegd zou kunnen worden bij een andere instelling. Ik laat deze vraag rusten, aangezien dit niet het onderwerp van dit onderzoek betreft. Zie over deze vraag wel R. M. Lastra, *The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe*, *Columbia Journal of European Law* 2003, p. 56 e.v.

<sup>2142</sup> Zie nader 6.2 van deel A.

onafhankelijkheid geen sprake. Dit is slechts anders voor de 6 onafhankelijk leden van Supervisory Board, maar deze vormen een minderheid. Wil men de incentives echt juist krijgen, dan zal men ervan moeten afzien bestuurders langs nationale lijnen te benoemen. Anderzijds is het effect van benoeming langs nationale lijnen mogelijk niet heel groot, omdat bij elke toezichtsbeslissing ook veel leden van de Supervisory Board en Governing Council betrokken zullen zijn die geen direct belang hebben bij de uitkomst van een beslissing. Een bankpresident die zijn nationale belang tegen beter weten in verdedigt, zal wel eens geïsoleerd kunnen komen te staan.

#### **5.2.2.2. Incentives voor individuele functionarissen bij nationale toezichthouders**

Ten tweede, wordt onder het SSM geen rekening gehouden met de incentives van individuele functionarissen bij nationale toezichthouders. Vanwege het feit dat de leden van de governing council bij de ECB via nationale routes worden benoemd, zullen functionarissen die een dergelijke topfunctie ambiëren zich vooral richten op het nationale politieke belang.<sup>2143</sup> Uiteindelijk is het immers hun nationale minister die de hoogste benoeming kan doen. Ook functionarissen op lagere niveaus binnen de nationale toezichthouder, die nog steeds een belangrijke operationele rol spelen binnen het SSM, zullen voor hun carrière in beginsel afhankelijk zijn van het nationale promotiepad en zich daarom vooral richten op het nationale belang. Om die reden is het belangrijk dat goede medewerking aan het SSM -indien nodig zelfs tegen het nationale belang in- de promotiekansen voor nationale functionarissen bevordert.<sup>2144</sup> Voor zover ik kan beoordelen, is hierin nu niet voorzien. Dit gevaar wordt vergroot door het feit dat de ECB, zo blijkt uit onderzoek van de Europese Rekenkamer, zwaar leunt op personeel en middelen van nationale toezichthouders en weinig invloed heeft op de carrièrepaden van dit personeel.<sup>2145</sup>

#### **5.2.2.3. Boetes langs Europese lijnen**

Boetes worden binnen het SSM verdeeld op basis van een ‘eat what you kill systeem’. Boetes die de ECB oplegt, komen ten goede aan de ECB.<sup>2146</sup> Boetes die nationale toezichthouders opleggen zijn voor de nationale toezichthouder, althans komen ten goede van de deze lidstaat.<sup>2147</sup> Dit lijkt niet belangrijk, maar dit zou op het moment waarop de ECB daadwerkelijk boetes gaat opleggen, wel eens relevant kunnen zijn, te meer daar het sinds de crisis om significante bedragen gaat. Er kan wel eens een wedloop ontstaan wie het eerst een boete oplegt, de nationale toezichthouder of de ECB. Ook kan een kredietinstelling erop proberen aan te sturen dat de nationale toezichthouder eerst de boete oplegt, zodat de ECB later geen hogere boete kan opleggen voor hetzelfde feit.<sup>2148</sup> Dit kan ertoe leiden dat op nationale toezichthouders druk ontstaat niet mee te werken aan ECB toezicht of juist eerder een boete op te leggen. Het zou naar mijn oordeel verstandiger zijn het toezicht van de ECB voor lidstaten budgetair neutraal in te richten. Een boete van de ECB zou -na aftrek van opsporingskosten- moeten terugvloeien in de staatskas van de lidstaat waar de kredietinstelling zijn vergunning houdt.

<sup>2143</sup> 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. 477.

<sup>2144</sup> 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. 481-482.

<sup>2145</sup> Europese Rekenkamer, Speciaal verslag nr. 29/2016, Het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme - een goede start maar verdere verbeteringen nodig, p. 11, 30, 72, 73, 78, 79 en 80.

<sup>2146</sup> SSM Kaderverordening, art. 137.

<sup>2147</sup> Het hangt van de nationale regelgeving af, hoe de toezichthouder wordt gefinancierd.

<sup>2148</sup> Dit is nu al de praktijk in corruptie onderzoeken. Om een hoge boete van de Amerikaanse justitie te ontlopen, wordt bedrijven geadviseerd snel te schikken met de Nederlandse justitie. De Nederlandse justitie hanteert veel lagere boetes. Ingevolge het *ne bis in idem* beginsel kan de Amerikaanse justitie dan niet ook een boete opleggen.

#### **5.2.2.4. Nationale verantwoordingsmechanismen**

Er zijn nog steeds nationale verantwoordingsmechanismen. De SSM Verordening voorziet in de mogelijkheid dat de ECB zich voor de vervulling van zijn toezichtzaak in een nationaal parlement komt verantwoorden. Ook nationale toezichthouders dienen zich nog steeds in nationale parlementen te verantwoorden voor hun rol in het SSM. Dit is om twee redenen niet verstandig. Ten eerste, zet dit nationale politieke druk op functionarissen die in het Europese belang moeten handelen. Een nationaal parlement zal alleen (moeten) letten op het nationale belang, terwijl de ECB binnen het SSM het Europese belang moet nastreven. Functionarissen van het SSM zullen dus aan nationale politici in de nationale politieke arena moeten uitleggen waarom de Europese belangen ertoe hebben geleid dat de nationale belangen van dit land in het concrete geval zijn gepasseerd. Ten tweede is sprake van een schijnverantwoording, omdat nationale parlementen formeel niets te zeggen hebben over het handelen van de langs Europese weg benoemde functionarissen in het SSM. Zij kunnen deze functionarissen noch ontslaan, noch benoemen. Functionarissen die in het Europees belang moeten handelen, zoals de functionarissen van het SSM, zouden zich alleen voor Europese bestuurlijke organen, zoals het Europees Parlement, de Commissie of de Raad moeten verantwoorden.

#### **5.2.2.5. Lidstaten van buiten de Eurozone**

De lidstaten van buiten de Eurozone zijn in het geheel niet vertegenwoordigd binnen het SSM. Hier geldt nog het eerder besproken model 2 waarbij grensoverschrijdende belangen moeten worden meegenomen in het college van toezichthouders. Omdat echter de interne markt zich ook uitstrekt over deze lidstaten buiten de Eurozone, lost het SSM een deel van de problemen niet op.<sup>2149</sup> Zo is bijvoorbeeld Zweden geen lid van de Eurozone en het SSM, terwijl Zweedse banken wel de paspoorten rechten genieten. Het SSM zou bij voorkeur de hele interne markt moeten bevatten.

#### **5.2.2.6. Onvoldoende vertegenwoordiging van de host-state bij niet-significante kredietinstellingen**

Binnen het SSM speelt de host-state van een bijkantoor geen enkele prudentiële rol meer. De host-state wordt niet eens geïnformeerd over de liquiditeit. Bij significante kredietinstellingen is dit goed te billijken. De ECB houdt dan immers rechtstreeks toezicht en het is onwaarschijnlijk dat de ECB zich hierbij meer zal laten leiden door de belangen van de home-state dan die van de host-state.

Bij niet-significante kredietinstellingen staat de ECB echter meer op afstand. In beginsel houdt de nationale toezichthouder toezicht. Slechts bij belangrijke besluiten moet de nationale toezichthouder de ECB betrekken. Het is daarom zeer de vraag of het SSM voor niet-significante kredietinstellingen voldoende waarborgt, dat ook de belangen van de host-state voldoende worden meegewogen. Ik adviseer daarom bij niet-significante kredietinstellingen de host-state het recht te geven geïnformeerd te worden door de home-state. De host-state kan dan aan de bel trekken bij de ECB, als naar zijn mening de belangen van de host-state onvoldoende worden meegewogen.

Op andere punten leidt het ECB toezicht juist tot betere incentives dan het gangbare model 2. Ik licht dit hierna toe.

---

<sup>2149</sup> De Larosière Rapport, p. 43.

### **5.2.2.7. Beheersing nationale belangen tijdens crisissituaties**

In tijden van dreigende financiële crisis strijden de toezichthouders van de lidstaten met elkaar om zo veel mogelijk assets van de kredietinstelling lokaal beschikbaar te houden. Het ECB toezicht zal deze reflexen waarschijnlijk niet -of afhankelijk van de interne politiek binnen de ECB- in minder mate kennen.<sup>2150</sup> Binnen de organen van de ECB zitten immers zowel home-state als host-state aan tafel. Anders dan onder model 2 zijn vertegenwoordigers van de home-state en host-state even machtig in de Supervisory Board en zijn er ook ‘vertegenwoordigers’ van niet betrokken lidstaten bij de besluitvorming betrokken.

### **5.2.2.8. Beheersing nationale belangen tijdens goede tijden**

Tijdens goede tijden zal het ECB toezicht waarschijnlijk ertoe kunnen leiden dat nationale preferenties om te veel risico op te bouwen<sup>2151</sup> of om assets lokaal vast te houden worden beheerst. Immers de ECB zal zich ook dan minder laten leiden door de nationale wens om vanwege macro-economische redenen de kredietverlening uit te breiden. Moeizaam is wel dat de ECB zeker bij niet significante kredietinstellingen zal moeten vertrouwen op de ogen en oren van de lokale toezichthouder die direct toezicht houdt. Het is de vraag of deze lokale toezichthouder niet alsnog zal proberen lokale kredietinstellingen uit de wind te houden.<sup>2152</sup> Bovendien kan een lidstaat wel macro-economische maatregelen gebruiken -die zoals toegelicht in paragraaf 6.4.6 van deel A nog steeds onder de nationale competentie vallen- om kapitaal binnen de lidstaat te houden.<sup>2153</sup>

## **5.2.3. Gevolgen van SRM voor incentives en externaliteiten**

Het SRM kent net als het SSM een aantal minder wenselijke incentives en externaliteiten. Ik benoem alleen die incentives en externaliteiten die afwijken van het SSM.

### **5.2.3.1. Benoeming langs nationale lijnen**

Net als bij de Supervisory Board van de ECB worden de meeste leden van de SRB benoemd door de nationale afwikkelingsautoriteiten. Net als bij de ECB kan men de vraag stellen in hoeverre deze nationaal benoemde functionarissen de Europese belangen zullen behartigen. Bij de SRB geldt echter dat de besluiten die individuele kredietinstellingen betreffen doorgaans in de executive session zullen worden genomen. Hier hebben de onafhankelijke leden de doorslaggevende stem. Wil men echter de incentives echt juist krijgen, dan zal men volledig ervan moeten afzien bestuurders langs nationale lijnen te benoemen.

### **5.2.3.2. Afwezigheid vertegenwoordigers van belangen van significante bijkantoren**

Binnen het SRM zijn de autoriteiten van significante bijkantoren van significante kredietinstellingen niet vertegenwoordigd. Dit heeft tot gevolg dat de belangen van deze lidstaten moeten worden gewaarborgd door de onafhankelijke leden van het SRB. De vraag is of deze dit voldoende zullen doen, nu geen belangenbehartigers van deze significante bijkantoren aan tafel zitten om op deze

<sup>2150</sup> 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. 458. E. Wymeersch, The single supervisory mechanism or “SSM”, part one of the Banking Union, NBB Working Paper Research 2014, nr. 255, p. 33.

<sup>2151</sup> 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. 458.

<sup>2152</sup> 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538), p. 11.

<sup>2153</sup> S. McPhilemy, Integrating rules, disintegrating markets: the end of national discretion in European banking?, *Journal of European Public Policy* 2014, p. 1485.

belangen te wijzen, terwijl in de executive session juist wel de ‘vertegenwoordigers’ van de nationale afwikkelingsautoriteiten waar de groep door middel van een dochter actief is, aanwezig zijn. Mijn advies is om de nationale afwikkelingsautoriteiten van de lidstaten waar de kredietinstelling een significant bijkantoor heeft, ook te laten deelnemen aan de executive session.

### 5.2.3.3. Boetes langs Europese lijnen

Ten derde komen boetes die de SRB oplegt net als bij boetes van de ECB ten goede aan een Europese instelling, te weten het SRF. Dit kan tot wrevel leiden bij nationale autoriteiten en zelfs tot tegenwerking bij de boeteoplegging. Het zou naar mijn oordeel verstandiger zijn het toezicht van de SRB voor lidstaten budget neutraal in te richten. Een boete van de SRB zou -na aftrek van opsporingskosten- moeten terugvloeien in de staatskas van de lidstaat waar de kredietinstelling zijn vergunning houdt.

### 5.2.4. Gevolgen van SRM en SSM tezamen voor incentives en externaliteiten

Ook het SSM en SRM gezamenlijk kennen nog enige weeffouten. Toezicht en afwikkeling moeten namelijk zo veel mogelijk op hetzelfde niveau plaatsvinden. Anders ontstaan conflicten en in geval van nationale afwikkeling blijft de negatieve de feedbackloop tussen lidstaat en kredietinstelling bestaan.<sup>2154</sup> Het belangrijkste aandachtspunt is, dat de derde pilaar van de Bankenunie ontbreekt. De depositogarantiestelsel zijn nog steeds nationaal georganiseerd. Dit heeft twee gevolgen:

- (i) Als dermate veel verplichtingen worden afgeschreven dat conform het no creditor worse off principle moet worden geput uit het depositogarantiestelsel, dan ontstaat een sterke prikkel bij de betrokken autoriteiten om de nationale kredietinstellingen in bescherming te nemen. Dan wordt immers het nationale depositogarantiestelsel belast, hetgeen direct zal drukken op winstgevendheid van andere nationale kredietinstellingen.
- (ii) Als het depositogarantiestelsel onvoldoende gekapitaliseerd is en de overheid niet kan of wil bijspringen, dan zullen hetzij de depositohouders ook gebailed in worden, of zal het SRF een onverhaalbare vordering op het depositogarantiestelsel hebben. Het eerste, leidt tot het opnieuw ontstaan van de negatieve feedback loop tussen overheden en kredietinstellingen. Immers een spaarder zal minder snel gaan sparen bij een kredietinstelling uit een zwak land. Het tweede zou leiden tot de mogelijkheid van free rider gedrag waarbij lidstaten hun depositogarantiestelsel onvoldoende vullen en daarbij voor lief nemen dat het SRF een onverhaalbare vordering zal krijgen op het depositogarantiestelsel. Omdat lidstaten juridisch niet ertoe verplicht zijn om tekorten in het depositogarantiestelsel bij te passen,<sup>2155</sup> is deze mogelijkheid reëel.

Mijn advies is om toezicht, afwikkeling en depositogarantie alle drie op hetzelfde niveau te laten plaatsvinden. De depositogarantie moet dus eveneens op het niveau van de Eurozone als geheel worden georganiseerd.

Naast de depositogarantie die ook onder het SSM en SRM nog steeds nationaal is georganiseerd komt ook de emergency liquidity assistance (ELA) voor rekening van de lokale centrale bank.<sup>2156</sup> Onder de emergency liquidity assistance faciliteit van de nationale centrale bank kan een kredietinstelling die nog wel solvabel maar onvoldoende liquide is, lenen van zijn nationale centrale bank. Mocht deze lening niet worden terugbetaald, dan lijdt de nationale centrale bank verlies. Zo’n verlies komt niet

<sup>2154</sup> 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. 8.

<sup>2155</sup> Zie EFTA Court, 28 januari 2013, E-16/11 (*Landsbanki*).

<sup>2156</sup> Zie nader de website van de ECB. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html>

voor rekening van de ECB. Als de supervisie zich op Europees niveau bevindt, dan ligt het voor de hand ook de ELA op Europees niveau te plaatsen.<sup>2157</sup>

### 5.3. Kostenefficiëntie

Het is zeer de vraag of het toezicht binnen het SSM en SRM kostenefficiënt zijn.

Ten eerste, is duidelijk dat de ECB en de SRB zich minder dicht bij de nationale markten bevinden, dan de lokale toezichthouders en afwikkelingsautoriteiten. Ik vermoed echter niet dat dit op zichzelf tot minder kostenefficiënt toelicht zal leiden. Toegegeven zij dat de ECB en SRB voor hun lokale marktkennis gebruik zullen moeten maken van de nationale toezichthouders en afwikkelingsautoriteiten.<sup>2158</sup> Het is de vraag in hoeverre nationale toezichthouders goed zullen meewerken<sup>2159</sup> en in hoeverre de ECB en SRB in staat zijn lokale ontwikkelingen op waarde te schatten. Anderzijds zullen de ECB en SRB juist wel in staat zijn een goed macro-economisch beeld te krijgen.<sup>2160</sup> De ECB en SRB kunnen beter toezicht houden, omdat de ECB en SRB Europees kunnen vergelijken.<sup>2161</sup> Het prudentieel toezicht van de ECB en de SRB zijn waarschijnlijk niet heel erg verweven met de lokale omstandigheden. Zeker voor de grote kredietinstellingen waarop de ECB en SRB rechtstreeks toezicht houden, geldt dat deze internationaal actief zijn. Lokale marktkennis is hiervoor niet noodzakelijk. Waarschijnlijk zullen de ECB en SRB dus over meer relevante kennis beschikken dan de nationale toezichthouders hadden. Zo zal de ECB makkelijker informatie kunnen krijgen over de Duitse activiteiten van ING Bank en deze informatie op waarde kunnen schatten, dan de Nederlandse DNB.

Ten tweede, zal het ECB toezicht tot extra kosten leiden. De informatievoorziening aan de ECB door nationale toezichthouders zal in ieder geval tot extra kosten leiden, omdat dit een laag in de bureaucratie toevoegt.<sup>2162</sup> Het is bekend dat de ECB zijn staff snel heeft uitgebreid, maar voor zover mij bekend is geen sprake van een krimpende bezetting bij de nationale toezichthouders.

Ten derde, geldt met betrekking tot het SRM dat besluiten genomen worden door de Raad via een ingewikkelde getrapte besluitvorming.<sup>2163</sup> Dit draagt niet bij tot efficiënte besluitvorming en maakt dat ook personen die niet noodzakelijk verstand hebben van toezicht bijdragen aan de beslissingen. Ook bij de ECB worden besluiten formeel genomen door de Governing Council. De leden van de Governing Council hebben echter niet allemaal verstand van financieel toezicht, aangezien de kerntaak van de ECB monetair beleid is.<sup>2164</sup>

---

<sup>2157</sup> Zie in zelfde zin H. Marjosola, Missing pieces in the patchwork of EU financial stability regime? the case of central counterparties, *CML Rev.* 2015, p. 1513 en R. M. Lastra, Banking Union and Single Market: Conflict or Companionship?, *Fordham International Law Journal* 2013, p. 1215 voetnoot 82 en A. Steinbach, The lender of last resort in the Eurozone, *CML Rev.* 2016, p. 379-381.

<sup>2158</sup> 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. 470 en European Commission, Legislative package for banking supervision in the eurozone - frequently asked questions, 12 september 2013, MEMO/13/780.

<sup>2159</sup> E. Ferran, European Banking Union: Imperfect, But It Can Work, in: D. Busch en G. Ferrarini, (red.), *European Banking Union*, OUP, Oxford 2015, p. 66.

<sup>2160</sup> L. Dragomir, *European Prudential Banking Regulation and Supervision: the Legal Dimension* (Serie Routledge research in finance and banking law), Taylor & Francis, Hoboken 2010, p. 174 wijst erop dat juist een lokale toezichthouder bij uitstek een beeld zal hebben van de macro economische ontwikkelingen en het systeemrisico op zijn markt. Dragomir heeft dit echter besproken in de context van home-state en host-state. De ECB zal op dit punt gevoed worden door de host-state.

<sup>2161</sup> 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. 458.

<sup>2162</sup> Zie in zelfde zin Europese Rekenkamer, Speciaal verslag nr. 29/2016, Het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme - een goede start maar verdere verbeteringen nodig, p. 10.

<sup>2163</sup> 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. 480-481.

<sup>2164</sup> De Larosière Rapport, p. 43.

Ten vierde, zou sprake kunnen zijn van economies of scale waarbij de ECB eenmaal het wiel uitvindt en de methode over heel Europa uitrolt. Dit is echter twijfelachtig, omdat de ECB zich voor een deel zal moeten baseren op nationaal recht. Er zal dus veel communicatie zijn tussen de nationale toezichthouders en de ECB om deze te ondersteunen bij de toepassing van nationaal recht.

Volgens Tröger wordt binnen het SSM ook door de ECB rechtstreeks toezicht gehouden bij kredietinstellingen waarbij dit weinig toevoegt, omdat deze kredietinstellingen niet internationaal actief zijn.<sup>2165</sup> Omvang van de kredietinstelling is volgens Tröger niet altijd een goede proxy voor internationale activiteiten. Er zouden bij deze weliswaar grote maar niet internationale kredietinstellingen, dan geen verkeerde incentives zijn en alle kosten van eventuele falen zouden geïnternaliseerd worden. Op zichzelf is dit juist, maar Tröger vergeet hierbij dat het SSM ook waarde toevoegt doordat het de connectie tussen de overheid en kredietinstellingen doorbreekt. Een herhaald toezichtsfalen bij diverse grote maar niet internationale kredietinstellingen, leidt ook tot een probleem op Europese schaal. De externaliteiten doen zich dus niet alleen rechtstreeks voor, maar ook via de band van de overheid die deze kredietinstellingen in geval van problemen moet ondersteunen. Dit rechtvaardigt om dus ook deze kredietinstellingen onder het duurdere SSM toezicht te brengen.

## 5.4. Marktintegratie en level playing field

### 5.4.1. Marktintegratie

Het SSM en SRM toezicht zal waarschijnlijk leiden tot een beperkte mate van verdere integratie van markt binnen de Eurozone.

Ten eerste zou een voordeel van het SSM moeten zijn dat een internationale bankengroep door het ECB toezicht met minder verschillende toezichthouders wordt geconfronteerd, wat leidt tot lagere compliance kosten.<sup>2166</sup> Voor een deel is dit correct. In ieder geval significante kredietinstellingen zullen voor het prudentiële toezicht met één toezichthouder -de ECB- te maken hebben. Zij zullen dus kosten besparen doordat zij niet meer met diverse toezichthouders hoeven te praten.<sup>2167</sup> In de praktijk echter zal de ECB zich bij zijn toezicht ook laten voeden door de nationale toezichthouders. Voor zover kredietinstellingen onder verschillende nationale toezichthouders vallen, zal de ECB zijn toezicht eveneens via deze toezichthouders laten lopen. Als bijvoorbeeld een Nederlandse kredietinstelling een dochtervennootschap met bankvergunning wil openen in België, dan moet de aanvraag worden ingediend bij de Belgische toezichthouder die deze aanvraag samen met de ECB behandelt. Van een centraal loket is dus geen sprake. Bovendien staat een kredietinstelling nog onder nationaal toezicht voor het gedragstoezicht. Voor die lidstaten die een sectoraal toezicht model hanteren, waarbij de prudentiële toezichthouder voor kredietinstellingen dus dezelfde was als de gedragstoezichthouder, komt er dus een toezichthouder bij (de ECB), maar gaat er geen af.

Ten tweede blijft bij grensoverschrijdende dienstverlening binnen de Eurozone de bestaande notificatieplicht bestaan. Het zou voor de hand liggen, als de notificaties zouden worden afgeschaft, aangezien de notificaties onder CRD IV een prudentieel doel dienen. Het prudentiële toezicht berust echter bij de ECB. Voor de ECB zou heel de Eurozone één markt moeten zijn, wat notificaties binnen de Eurozone zinloos maakt. Uiteraard zijn de notificaties nog wel zinvol voor het gedragstoezicht, dat immers nog nationaal wordt uitgeoefend. De vraag is dan echter waarom de ECB een rol zou moeten

---

<sup>2165</sup> 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.

<sup>2166</sup> 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.

<sup>2167</sup> E. Wymeersch, The single supervisory mechanism or "SSM", part one of the Banking Union, NBB Working Paper Research 2014, nr. 255, p.

spelen in het notificatieproces, hetgeen nu wel het nu het geval is. Ik adviseer dus de notificatie af te schaffen althans toe te snijden op die beperkte onderwerpen waarop de host-state wel toezicht houdt.

#### **5.4.2. Level playing field**

Het SSM toezicht draagt bij aan het level playing binnen de Eurozone, maar er zijn verbeteringen mogelijk.

Ten eerste doorbreekt het SSM toezicht de connectie tussen kredietinstellingen en hun nationale overheden. Als het goed is, zou dankzij het SSM de kosten voor een kredietinstelling om geld te lenen niet meer afhankelijk moeten zijn van de staatshuishouding van de home-state. Helaas zal het feit dat de depositogarantiestelsels nationaal blijven, ertoe leiden dat de feedback loop tussen overheden en kredietinstellingen wel enigszins blijft bestaan. De depositogarantie moet dus eveneens op het niveau van de Eurozone als geheel worden georganiseerd.

Ten tweede zal het SSM leiden tot een meer uniforme wijze van toezicht houden door heel Europa. Een goed voorbeeld betreft de ECB stress test van eind 2014 die op uniforme wijze over alle significante kredietinstellingen binnen Europa is uitgerold. Anderzijds zullen de regels tussen de lidstaten blijven verschillen, omdat de ECB toezicht houdt op de nationale implementatie van CRD IV. Voor zover CRD IV verschillen toestaat, blijven deze dus bestaan onder het SSM. Dit kan niet worden opgelost door het toezicht verder te harmoniseren, alhoewel de ECB dit wel probeert.<sup>2168</sup>

Een probleem dat Wymeersch opmerkt is dat centralisatie van het toezicht bij de ECB -of elke andere internationale instantie- kan leiden tot eersteklas en tweedeklas toezicht.<sup>2169</sup> Het is mogelijk dat het marktvertrouwen in significante kredietinstellingen die vallen onder het rechtstreekse toezicht van de ECB -onder meer door de ECB stress testen- groter is dan dat in kleinere instellingen. Dit zou juist haaks staan op de gedachten van een level playing field waarbij kredietinstellingen op gelijke voet met elkaar concurreren. Anderzijds kan dit level playing field weer hersteld worden door het feit dat de kleinere kredietinstelling niet de hoge kosten van het ECB toezicht hoeven te dragen.

#### **5.5. Regulatory competition**

Het SSM staat haaks op regulatory competition. De ECB zal immers niet met zichzelf gaan concurreren, maar juist uniformiteit in uitvoering van toezicht nastreven.

#### **5.6. Juridische aspecten**

Het SSM brengt door zijn complexe structuur een juridisch moeizame werkwijze met zich. Hiervoor zijn vier oorzaken:

- (i) De ECB voert het toezicht niet allemaal zelf uit, maar zet nationale toezichthouders in om hetzij krachtens delegatie of hetzij in opdracht van de ECB toezicht te houden.
- (ii) De ECB moet als Europese instelling toezien op de naleving van de nationale implementatie van Europese regels.
- (iii) Op grond van het VWEU kan de ECB alleen verantwoordelijk worden gemaakt voor het toezicht op de naleving van prudentiële regels.<sup>2170</sup> Het toezicht op de naleving door

<sup>2168</sup> Zie de ECB Guide on options and discretions available in Union law, maart 2016.

<sup>2169</sup> 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*, Oxford, Oxford University Press 2012, p. 239.

<sup>2170</sup> VWEU, art. 127 lid 6.



kredietinstellingen van onder meer gedragsregels en anti-witwas regelgeving valt nog steeds volledig onder de nationale toezichthouder.

- (iv) De ECB moet op basis van het VWEU bestuurd worden door de Governing Council van de ECB. Anderzijds wordt het juist zeer gewenst geacht, dat toezichttaken en monetaire taken zo veel mogelijk van elkaar worden gescheiden. Daarom is gekozen voor een constructie met een Supervisory Board dat de toezichttaken moet uitvoeren, maar dat niet de eindverantwoordelijkheid kan dragen, nu dit bij de Governing Council berust.

De oplossingen hiervoor leiden tot een aantal complicaties die van het SSM een ‘juridisch gedrocht’ maken. Ik licht dit toe.

### 5.6.1. Duidelijke beslissingsstructuren

Het SSM bevat zeer complexe beslissingsstructuren die niet ertoe leiden dat snel duidelijkheid ontstaat over wat een kredietinstelling moet of mag doen. Ik bespreek een aantal voorbeelden.

Het toezicht van ECB leidt tot bijzondere complexe samenwerkingsperikelen. De ECB zal zowel moeten samenwerken met de nationale prudentiële toezichthouder als met de nationale gedragstoezichthouder, indien dit zoals in onder meer Nederland bij een andere toezichthouder is gelegd. Dit leidt tot extra complexiteit en afstemmingsproblemen en onduidelijkheden.<sup>2171</sup> Als bijvoorbeeld een Belgische bankengroep in Nederland een nieuw kantoor wil openen met eigen bankvergunning, dan moet de volgende procedure worden doorlopen. De Belgische kredietinstelling vraagt zijn vergunning aan bij DNB. DNB oordeelt of naar zijn mening aan alle vergunningseisen is voldaan. DNB raadpleegt de AFM voor het gedragsrechtelijke deel. Verder raadpleegt DNB de Belgische toezichthouder, omdat CRD IV bij vergunningsverlening lidstaten verplicht de toezichthouders te raadplegen van partijen die een gekwalificeerde deelneming houden.<sup>2172</sup> Als DNB meent dat de vergunning kan worden verleend, stuurt deze het dossier met dit advies door naar de ECB. Binnen de ECB zal vervolgens de Supervisory Board besluiten dit advies van DNB al dan niet over te nemen. Omdat de Supervisory Board echter niet de eindverantwoordelijkheid kan dragen, moet het besluit formeel worden genomen door de Governing Council. Hierbij ga ik ervan uit dat iedereen instemt met de vergunningverlening. Als echter een schijf de aanvraag wil afwijzen, wordt het plaatje nog ingewikkelder. Ik adviseer de vergunningsverlening uitsluitend te leggen bij de nationale toezichthouder(s) en de ECB hier buiten te houden. Na vergunningsverlening zal een kredietinstelling de eerste tijd niet-significant zijn. Het is dan vreemd dat de ECB wel meekijkt met het vergunningsdossier en daarna weer naar de achtergrond verdwijnt.

De wijze van rechtsbescherming is veel met onzekerheden omgeven. Ik noem de twijfel over de vraag of als de ECB optreedt op basis van nationaal recht, dan rechtsbescherming kan worden verkregen op nationaal niveau, of op Europees niveau bij het Hof. En het probleem dat als de nationale toezichthouder optreedt op basis van een instructie van de ECB, het steeds weer de vraag zal zijn of de instructie dermate specifiek is dat ook tegen de instructie van de ECB op Europees niveau kan -en daarmee moet- worden geprocedeerd. In dat geval moet de kredietinstelling gelijktijdig twee procedures voeren. Ik geef in overweging op Europees niveau een gespecialiseerde financiële bestuursrechter op te richten die functioneert als rechter in eerste aanleg voor alle zaken waarbij de ECB al dan niet in combinatie met nationale toezichthouders is betrokken.<sup>2173</sup>

<sup>2171</sup> A.A. van Gelder en p. Teule, Gedragstoezicht en het SSM: op weg naar een nieuwe balans, *FR* 2014, p. 467.

<sup>2172</sup> CRD IV, art. 16.

<sup>2173</sup> Een theoretisch alternatief is dat een bestuursrechter op nationaal niveau oordeelt over zowel de nationale toezichthouders als de ECB. Deze constructie is gekozen voor het Europese merkenrecht (zie H.C.H. Hofmann, G.C. Rowe and A.H. Türk, *Administrative*

Een onduidelijke beslissingsstructuur ontstaat ook bij colleges van niet-significante bankengroepen. Omdat het hier niet-significante kredietinstellingen betreft, neemt de ECB geen deel aan het college. Dit heeft als vreemd gevolg dat de nationale toezichthouders met elkaar gaan overleggen zonder dat de ECB hierbij is, terwijl al deze nationale toezichthouders wel geacht worden ECB beleid uit te voeren. Ik adviseer de ECB ook te laten deelnemen aan colleges van niet-significante kredietinstellingen.

Ook de besluitvormingsmechanismen binnen de ECB en SRM zijn zeer complex.<sup>2174</sup> Bij het SSM speelt met name het probleem dat de Supervisory Board en de Administrative Board for Review de facto de baas zijn, maar de Governing Council formeel de baas is. Dit betekent dat besluiten van de Supervisory Board en zelfs van de Administrative Board for Review altijd nog kunnen worden verworpen door de Governing Council. In het bijzonder als de Governing Council besluiten van de Administrative Board for Review zou verwerpen, dan zou dit zeer onpraktisch en niet uit te leggen zijn. Een kredietinstelling heeft dan gewonnen in een juridische procedure, maar alsnog geen gelijk gekregen. Ik adviseer te formaliseren dat de Supervisory Board de baas is binnen de ECB met betrekking tot het prudentieel toezicht, of de ECB op te splitsen tussen het prudentiële en monetaire beleid.

Bij het SRM speelt met name het probleem dat de SRB formeel geen besluiten met discretionaire marge mag nemen vanwege de Meroni doctrine. Daarom worden de Commissie en de Raad op m.i. gekunstelde wijze bij de besluitvorming betrokken. Ik adviseer te formaliseren dat de SRB de baas is binnen het SRM. Dit betekent dus dat het SRB een basis moet krijgen in het VWEU zelf. Immers alleen dan kan het SRB ingevolge de Meroni-doctrine zelf de discretionaire marge hebben.

### 5.6.2. Dubbel toezicht

Het SSM leidt nog steeds tot dubbel toezicht. Het toezicht bevindt zich zowel op Europees als op nationaal niveau. Zo kan een significante kredietinstelling met verschillende toezichthouders te maken krijgen die zich over min of meer dezelfde feiten kunnen uitlaten. Ik geef een voorbeeld. Een Nederlandse kredietinstelling heeft als klant een beleggingsinstelling die niet over de benodigde vergunning beschikt. Deze klant houdt bij de kredietinstelling een bankrekening aan. De Nederlandse AFM zal om gedragsrechtelijke redenen hier een einde aan willen maken. Het gedragstoezicht valt in het geheel niet onder het SSM. Omdat de beleggingsinstelling niet onder toezicht staat, zijn er ook geen garanties dat geen vermogen wordt witgewassen via de bankrekening. Om die reden zal ook DNB geïnteresseerd zijn. DNB kan hier eigenmachtig optreden, omdat zij hier de anti-witwasregelgeving handhaaft. Deze regelgeving valt niet onder het SSM toezicht. De ECB zal geïnteresseerd zijn vanwege het prudentiële risico dat de dienstverlening met zich brengt. Het kan immers leiden tot een uit prudentieel opzicht relevante claim van gedupeerde beleggers en reputatieschade. De ECB zal binnen het SSM hetzij zelf met de kredietinstelling in contact treden, hetzij DNB verzoeken dit namens hem te doen.<sup>2175</sup> Een andere voorbeeld met waarschijnlijk grotere

---

*Law and Policy of the European Union*, OUP, Oxford 2011, p. 632-633). Bij financieel toezicht ligt dit minder voor de hand, vanwege ten eerste het grote belang van dit toezicht en ten tweede het feit dat de ECB een Europese instelling is met zijn rechtsgrond in het VWEU. Het merkenrecht is gebaseerd op een apart verdrag dat naast de Europese orde staat.

<sup>2174</sup> L. Wissink, Het (nieuwe) Europese banktoezicht en de uitdagingen in een gemengde rechtsorde, *SEW* 2014, p. 13. Zie in zelfde zin de Duitse toezichthouder BaFin die opmerkt dat er binnen het SSM onnodig veel partijen bij besluitvorming zijn betrokken en dat besluitvorming vaak op een te hoog niveau binnen het SSM plaatsvindt ([https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2016/fa\\_bj\\_1610\\_EinheitlicherAufsichtsmechanismus\\_en.html?sessionid=B4BAE517E1E48082A4E4A230CFA809EC.1\\_cid363](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2016/fa_bj_1610_EinheitlicherAufsichtsmechanismus_en.html?sessionid=B4BAE517E1E48082A4E4A230CFA809EC.1_cid363), geraadpleegd op 9 november 2016 en Europese Rekenkamer, Speciaal verslag nr. 29/2016, Het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme - een goede start maar verdere verbeteringen nodig, p. 31 en 32.

<sup>2175</sup> Hierbij ga ik ervan uit dat tussen de toezichthouders op zijn minst overeenstemming is bereikt waar het prudentiële toezicht begint en waar het gedragstoezicht overloopt. In de praktijk zijn deze grenzen mogelijk niet zo scherp te trekken, waardoor toezichthouders zich beiden bevoegd kunnen achten op basis van dezelfde regels. Zie E. Ferran and V. Babis, *The European Single Supervisory*

prudentiële gevolgen en daarom interesse van de ECB is, als de AFM verbiedt bepaalde producten of deposito's nog langer aan te bieden<sup>2176</sup> of een positielimiet oplegt.<sup>2177</sup>

Als alle toezichthouders het met elkaar eens zijn of dit na overleg worden, dan wordt de kredietinstelling slechts geconfronteerd met veel papierwerk en informatieverzoeken. Maar wat dient er te gebeuren als de toezichthouders het niet met elkaar eens zijn en tegenstrijdige aanwijzingen geven? In dat geval komt de kredietinstelling in een onhoudbare situatie. In een zuiver nationale context is er uiteindelijk één rechter die uitsluitsel kan geven, maar zoals is besproken in hoofdstuk 6.7 van deel A, zal bij het SSM toezicht vaak een Europese rechtsgang moeten worden gevolgd. AFM en DNB zullen zich voor de handhaving van het gedragstoezicht en de de anti-witwasregelgeving echter voor de nationale rechter moeten verantwoorden. Ik geef in overweging op Europees niveau een gespecialiseerde financiële bestuursrechter op te richten die functioneert als rechter in eerste aanleg voor alle zaken waarbij de ECB al dan niet in combinatie met nationale toezichthouders is betrokken.

Zoals in hoofdstuk 5.6.1 toegelicht, zal het ECB toezicht waarschijnlijk tot parallelle procedures, op zowel nationaal als Europees niveau over dezelfde feiten leiden. Dit komt door het instructierecht van de ECB. Ook dit is een reden om op Europees niveau een gespecialiseerde financiële bestuursrechter op te richten die functioneert als rechter in eerste aanleg voor alle zaken waarbij de ECB al dan niet in combinatie met nationale toezichthouders is betrokken.

Onwenselijk is ook dat zowel de ECB als EBA stresstests doen. Je zou kunnen zeggen, hoe meer stresstesten hoe beter, maar elke stresstest brengt weer veel kosten bij de toezichthouders en de kredietinstellingen met zich. Bovendien is het moeilijk uit te leggen aan het publiek, als deze stresstesten binnen korte tijd resulteren in verschillende uitkomsten. Men zou dus moeten kiezen wie de stress test doet EBA of de ECB, maar niet allebei.

### 5.6.3. Ontwikingsmogelijkheden

Het ECB toezicht kent beperkte ontwikkelingsmogelijkheden. Opvallend is wel dat de ECB bij de beoordeling of een kredietinstelling significant is, kijkt naar het hoogste consolidatieniveau binnen de Eurozone.<sup>2178</sup> Dit betekent dat een bankengroep waarbij de holding zich buiten de Eurozone bevindt, aan het net van de ECB kan ontglippen terwijl als bij deze bankengroep de topholding of een subholding zich binnen de Eurozone zou bevinden, deze bankengroep wel onder toezicht van de ECB zou komen.<sup>2179</sup> Opvallend is ook dat men hier minder ver gaat dan bij CRD IV. Bij de vraag welke toezichthouder geconsolideerd toezicht houdt onder CRD IV, worden kredietinstellingen die louter via een holding buiten de Europese Unie met elkaar zijn verbonden, wel onderworpen aan centraal geconsolideerd toezicht. In de praktijk zal het echter zo een vaart niet lopen. De ECB kan namelijk 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 Eurozone lidstaten een significante aanwezigheid heeft.<sup>2180</sup>

Er zijn nog wel beperkte ontwikkelingsmogelijkheden om de nationale toezichthouder -die de ECB bijstaat- te kiezen. Bijkantoren vallen namelijk als onderdeel van de kredietinstelling onder de home-state. Als de kredietinstelling echter ervoor kiest geen bijkantoor op te richten, maar een dochter met

---

Mechanism, *Journal of Corporate Law Studies* 2013, p. 255-285 geraadpleegd via SSRN op [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2224538](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538), p. 11.

<sup>2176</sup> Zie MiFIR, art. 42.

<sup>2177</sup> Zie MiFID II, art. 69 lid 2 sub o en p.

<sup>2178</sup> SSM Verordening, art. 6 lid 4.

<sup>2179</sup> Zie nader paragraaf 6.4.4 van deel A.

<sup>2180</sup> SSM Kaderverordening, art. 67 lid 2.

eigen bankvergunning, dan is de nationale toezichthouder die het toezicht olv. de ECB uitvoert die waar de dochter gevestigd is. Kredietinstellingen kunnen dus nog steeds het toezicht beïnvloeden door te kiezen voor een bijkantoor of dochter.<sup>2181</sup>

#### **5.6.4. Aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking**

De aansprakelijkheid van toezichthouders bij samenwerking in het SSM is niet expliciet geregeld en bevat daardoor twee lacunes.

Eenzijds kan de ECB eerder aansprakelijk zijn, dan de nationale toezichthouder waaraan hij leiding geeft. Omdat de ECB geen bijzondere immuniteit kent, is hij aansprakelijk volgens de normale regels voor aansprakelijkheid van Europese instellingen.<sup>2182</sup> Nationale toezichthouders weten zich vaak beschermd door specifieke beperkingen van de aansprakelijkheid in nationale regelgeving voor financiële toezichthouders. Een goede rechter zal opmerken dat deze beperking moet wijken, als deze ertoe leidt dat een nationale toezichthouder die Europees recht uitvoert minder snel aansprakelijk is, dan het Europese recht voorschrijft. In beginsel zal de nationale toezichthouder dus niet minder snel aansprakelijk kunnen zijn, dan de ECB.

Andersom bestaat echter wel het risico dat de nationale toezichthouder sneller aansprakelijk is dan de ECB. Het zou voor de nationale toezichthouder wrang zijn als hij op grond van nationaal aansprakelijkheidsrecht -als dat strenger is dan het Europese aansprakelijkheidsrecht- aansprakelijk wordt gehouden voor besluiten die hij in opdracht van de ECB heeft genomen en hij deze schade niet op de ECB kan verhalen.

Binnen het SRM is de aansprakelijkheid nog moeizamer.

Een nationale afwikkelingsautoriteit die de opdrachten van de SRB opvolgt, zal zich in een aansprakelijkheidsprocedure moeten verantwoorden bij zijn nationale rechter. Vervolgens echter zal de SRB de schade aan de nationale afwikkelingsautoriteit vergoeden, onafhankelijk van de vraag of het nationale aansprakelijkheidsrecht strenger is dan het Europese recht. Lidstaten hebben er nu dus belang bij voor hun afwikkelingsautoriteiten een streng aansprakelijkheidsregime te hanteren, omdat de rekening vergoed zal worden door een Europese instelling. De vraag is daarbij of de nationale afwikkelingsautoriteit erg zijn best zal doen in de procedure, als hij weet dat hij de rekening kan doorsturen naar de SRB.

Ik adviseer daarom de aansprakelijkheid van financiële toezichthouders, zeker voor zover deze prudentieel toezicht uitvoeren Europees te harmoniseren.

#### **5.6.5. Handhaafbaarheid**

Op handhaafbaarheid scoort model 4 goed. Doordat de ECB in heel de Eurozone kan ingrijpen, althans nationale toezichthouders kan opdragen dit te doen, kan de ECB haar regels adequaat handhaven. Daarbij beschikt de ECB zelf over een adequaat toezichtsinstrumentarium met onder andere de bevoegdheid informatie op te vragen, boetes op te leggen en aanwijzingen te geven. Enige

---

<sup>2181</sup> 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.

<sup>2182</sup> Zie uitvoerig E.J. van Praag, Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders naar Europees recht, *SEW* 2014, p. 214-231.

zwakheid is dat de ECB voor de handhaving van niet direct werkend Europees recht moet vertrouwen op de nationale toezichthouders.<sup>2183</sup>

### **5.6.6. Rechtsstatelijkheid**

Model 4 kent rechtstatelijke problemen. Ik licht dit toe.

#### **5.6.6.1. Verschillende uitleg van gelijkkluidend nationaal recht**

Door het SSM bestaat het risico dat gelijkkluidend nationaal recht op verschillende wijzen wordt toegepast. Voor zover prudentieel recht niet in rechtstreeks werkende verordening staat, moet de ECB de nationale implementatie toepassen. Ditzelfde nationale recht wordt ook vaak toegepast door nationale toezichthouders, omdat dit vaak horizontaal is uitgerold door de financiële sector. Denk bijvoorbeeld in Nederland aan de bonuscap<sup>2184</sup> die door de ECB rechtstreeks zal moeten worden toegepast op de significante kredietinstellingen, door DNB op de kleine kredietinstellingen binnen het SSM, door DNB op verzekeraars maar dan zonder afstemming met de ECB en door de AFM op bijvoorbeeld beleggingsondernemingen.<sup>2185</sup> Het vereist goede afstemming om ervoor te zorgen dat al deze toezichthouders de regels gelijkkluidend uitleggen en gelijkelijk toepassen. Dit risico bestaat uiteraard ook als alleen DNB en AFM dezelfde regels toepassen, maar dit risico is kleiner, omdat zij makkelijker contact hebben en zich allebei moeten verantwoorden voor dezelfde Nederlandse bestuursrechter. Als de ECB nationaal recht toepast, dan zal deze nationale regel worden uitgelegd door het Hof. De eenheid van rechtspleging komt dus in het geding.

Ook dit is een reden om op Europees niveau een gespecialiseerde financiële bestuursrechter op te richten die functioneert als rechter in eerste aanleg voor alle zaken waarbij de ECB al dan niet in combinatie met nationale toezichthouders is betrokken of betrokken bij kan zijn.

#### **5.6.6.2. Verschillende behandeling door dezelfde toezichthouder**

Zoals toegelicht in hoofdstuk 6.4.2 van deel A zal de ECB onder meer toezicht gaan houden op basis van de nationale implementatie van Europese richtlijnen en hierbij ook de lidstaatopties handhaven. Een noodzakelijk gevolg hiervan is, dat de ECB jegens verschillende kredietinstellingen verschillende normen gaat handhaven, afhankelijk van de lidstaat waar deze kredietinstellingen zijn gevestigd. Dit verdraagt zich moeizaam met het beginsel dat burgers en bedrijven gelijk behandeld moeten worden door Europese instellingen.<sup>2186</sup> Dit probleem kan alleen ondervangen worden door hetzij de regelgeving volledig te harmoniseren, hetzij het toezicht uitsluitend op het niveau van de lidstaat te leggen.

#### **5.6.6.3. Strijd tussen beslissing ECB en nationale rechterlijke uitspraken**

Bij vergunningsverlening is een bijzonder procedure die er gemakkelijk toe kan leiden dat de ECB een beslissing neemt die strijdig is met een beslissing van de nationale rechter.<sup>2187</sup> Het geval is namelijk dat als een verzoek tot vergunningsverlening door de nationale toezichthouder geweigerd wordt, deze beslissing niet eens het bureau van de ECB bereikt. Als de kredietinstelling hiertegen in beroep gaat, zal de nationale rechter hierover moeten oordelen. Geeft de nationale rechter de kredietinstelling

---

<sup>2183</sup> 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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2224538), p. 30 en N. Véron, The Economic Consequences of Europe's Banking Union, in: D. Busch en G. Ferrarini, (red.), *European Banking Union*, OUP, Oxford 2015, p. 66. Art. 1:121 Wft.

<sup>2184</sup> A.A. van Gelder en p. Teule, Gedragtoezicht en het SSM: op weg naar een nieuwe balans, *FR* 2014, p. 468.

<sup>2186</sup> In zelfde zin L. Wissink, Het (nieuwe) Europese banktoezicht en de uitdagingen in een gemengde rechtsorde, *SEW* 2014, p. 11.

<sup>2187</sup> SSM Verordening, art. 14 lid 2.

gelijk, dan zal de nationale toezichthouder het voorgenomen besluit om de vergunning te verlenen alsnog voorleggen aan de ECB. De ECB ziet het besluit dan voor het eerst. Stel dat de ECB dan alsnog tot de conclusie komt dat de vergunning moet worden geweigerd. Dan handelt ECB in strijd met de nationale rechter. Het zou mijn voorkeur hebben dat om dergelijke problemen te voorkomen dezelfde procedure wordt gevolgd, als bij de verlening van verklaring van geen bezwaar voor gekwalificeerde deelnemingen.<sup>2188</sup> Daar neemt de nationale toezichthouder slechts een concept besluit dat zowel, indien dit negatief als positief luidt, altijd door de ECB wordt bekrachtigd. Alternatief is om het een volledig nationaal besluit te maken. Dit zou naar mijn oordeel acceptabel zijn, aangezien op het moment waarop een kredietinstelling zijn vergunning aanvraagt deze waarschijnlijk niet meteen systeemrelevant voor de Eurozone zal zijn.

#### **5.6.6.4. Verschillende uitleg van Europees recht binnen het SSM**

Verder kunnen er vreemde verschillen ontstaan tussen de nationale toezichthouders bij vergunningverlening. Een negatief besluit van de nationale toezichthouder op een vergunningsaanvraag bereikt niet eens het bureau van de ECB.<sup>2189</sup> Dit kan betekenen dat de nationale toezichthouder een vergunningsaanvraag afwijst die de ECB zelf zou goedkeuren of dat ECB zelfs al gelijkwaardig dossiers heeft goedgekeurd die zijn doorgezet door een andere nationale toezichthouder. Dit probleem speelt uiteraard ook bij model 2 -ook daar kunnen nationale toezichthouders verschillend besluiten op basis van dezelfde feiten-, maar bij onderhavig model 4 is dit extra stuitend, omdat de nationale toezichthouder geacht wordt slechts een filiaal te zijn van de ECB. De conclusie dat ondernemingen door dezelfde toezichthouder verschillend worden behandeld louter vanwege waar zij gevestigd zijn is vanuit rechtstatelijk perspectief onwenselijk.<sup>2190</sup> Om dit te voorkomen adviseer ik dezelfde procedure te volgen, als bij de verlening van verklaringen van geen bezwaar voor gekwalificeerde deelnemingen. Daar neemt de nationale toezichthouder slechts een concept besluit dat zowel, indien dit negatief als positief luidt, altijd door de ECB wordt bekrachtigd.

Het toezicht op significante kredietinstellingen wordt direct door de ECB uitgeoefend. Het toezicht op niet-significante kredietinstellingen valt voor een groot deel onder de nationale toezichthouder. Hoewel de ECB uiteraard zal proberen een consistent beleid te voeren en ook de nationale toezichthouders hierin mee te krijgen, is zeer aannemelijk dat nationale toezichthouders bepaalde dingen zullen toestaan of juist verbieden bij kleine kredietinstellingen waarover de ECB anders besluit bij grote kredietinstellingen. Dit verdraagt zich niet met de rechtsstaat waarin gelijke gevallen, gelijk behoren te worden behandeld.

#### **5.6.6.5. Dubbele procedures**

Het SSM kent het risico op dubbele procedures. Als de ECB een nationale toezichthouder opdraagt een besluit te nemen, dan zijn er twee besluiten. Het Europese besluit van de ECB en het nationale besluit van de nationale toezichthouder. De kredietinstelling zal tegen beiden in het geweer moeten komen. Als de kredietinstelling niet in het geweer komt tegen één van beiden besluiten, dan krijgt dit rechtskracht en is dit bindend voor alle betrokkenen.

Verder als de ECB optreedt op het territorium van een lidstaat bijvoorbeeld door binnen te treden of de hulp van de sterke arm verlangt om informatie te verkrijgen, voorziet de nationale rechter in

---

<sup>2188</sup> SSM Verordening, art. 15 lid 2.

<sup>2189</sup> Zie over de procedure voor vergunningsverlening S.M.C. Nuijten, Rechtsbescherming bij toezicht onder het SSM, *FR* 2014, p. 473-475.

<sup>2190</sup> L. Wissink, Het (nieuwe) Europese banktoezicht en de uitdagingen in een gemengde rechtsorde, *SEW* 2014, p. 11.

rechtsbescherming.<sup>2191</sup> De nationale rechter kan echter slechts beperkt toetsen. De nationale rechter mag 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. Dit leidt tot dubbele procedures. Zo zal een kredietinstelling die een maatregel zowel onevenredig als niet noodzakelijk vindt, dit doorgaans gelijktijdig willen aanvoeren. In een concreet geval zal de kredietinstelling echter zowel naar de nationale rechter als het Hof moeten.

Ook dit is een reden om op Europees niveau een gespecialiseerde financiële bestuursrechter op te richten die functioneert als rechter in eerste aanleg voor alle zaken waarbij de ECB al dan niet in combinatie met nationale toezichthouders is betrokken of betrokken bij kan zijn.

#### **5.6.6.6. Capaciteitsproblemen bij rechtsbescherming**

De vraag is verder of de Europese rechter in voldoende en tijdige effectieve rechtsbescherming kan voorzien. Het Hof kent slechts beperkte mogelijkheden voor een voorlopige voorziening, terwijl bij banktoezicht vaak haast geboden zal zijn.<sup>2192</sup> Verder speelt het probleem dat rechtsbescherming door het Hof anders is dan dat van veel nationale rechters.<sup>2193</sup> Afhankelijk van wie een besluit neemt -de nationale toezichthouder of de ECB- kan de kredietinstelling in kwestie betere of slechtere rechtsbescherming krijgen. Dit is moeilijk uit te leggen. Ook dit is een reden om op Europees niveau een gespecialiseerde financiële bestuursrechter op te richten die functioneert als rechter in eerste aanleg voor alle zaken waarbij de ECB al dan niet in combinatie met nationale toezichthouders is betrokken of betrokken bij kan zijn.

### **5.7. Politieke aspecten**

Het banktoezicht in de Eurozone is matig politiek gelegitimeerd. Binnen het SSM ligt het primaat bij de Supervisory Board. Behalve de voorzitter wordt de hele Supervisory Board benoemd zonder ruggespraak met democratische of politiek gelegitimeerde instanties. De vice-voorzitter en de andere vier onafhankelijke leden worden benoemd door de governors van de ECB. Deze governors worden op hun beurt benoemd door de lidstaten. De overige leden van de Supervisory Board van de ECB bestaan uit vertegenwoordigers van de lidstaten. Deze worden dus louter langs nationale lijnen benoemd. Het gevolg hiervan is dat als het in een lidstaat misgaat of binnen een lidstaat harde beslissingen moeten worden genomen, dat nagenoeg volledig gebeurt door ongekozen functionarissen waarvan het merendeel is benoemd door andere lidstaten. Bij het SRM is dit iets beter georganiseerd omdat alle zes de onafhankelijke functionarissen door Commissie, Raad en Europees Parlement worden benoemd.

Zowel het SSM als het SRM voorzien formeel in democratische verantwoording achteraf voor de Europese en nationale parlementen. De verantwoording in het Europees Parlement acht ik zinvol. De voorzitter van de Supervisory Board en alle 6 de onafhankelijke leden van het SRM worden immers mede door het Europees Parlement benoemd en in noodgevallen mede door het Europees Parlement ontslagen. Tevens zit in het Europees Parlement het volk van Europa dat zich als geheel over de werking van het SSM en SRM kan uitspreken. Ook nationaal benoemde leden van de Supervisory Board en BRD zullen zich iets van het oordeel van het Europees Parlement aantrekken, al is het maar omdat leden van het Europees Parlement banden hebben met nationale volksvertegenwoordigers.

<sup>2191</sup> SSM Verordening, art. 11 lid 2 en art. 13.

<sup>2192</sup> B.J. Drijber en A. van Toor, Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labrynt van Europese regels voor het financiële toezicht, *Ondernemingsrecht* 2014, p. 19.

<sup>2193</sup> E.P. Bish en V.H. Dijs, de Bankenunie: a long and winding road?, *TvFR* 2012, p. 342.

Naar mijn oordeel zal de verantwoording in de nationale parlementen in de praktijk meer vragen oproepen dan beantwoorden. Ik zie hier de situatie voor me dat de voorzitter van de Supervisory Board van de ECB of SRB in het nationaal parlement zich moet verantwoorden voor beslissingen met betrekking tot een lokale kredietinstelling, bijvoorbeeld om deze te sluiten. Ervan uitgaande dat deze beslissing door de Supervisory Board of SRB als geheel gedragen wordt, dan zal het een Europese functionaris zijn die in een nationaal parlement uitlegt waarom het Europese belang is voorgedaan op het nationale belang. Omdat het het nationaal parlement ook aan machtsmiddelen ontbreekt, zal dit een zeer onbevredigend gesprek worden.

Een andere onmogelijke situatie wordt geschapen als een nationale toezichthouder of afwikkelingsautoriteit ook verplicht kan worden zich nationaal te verantwoorden voor besluiten die in het SSM of het SRM zijn genomen en voor taken die binnen het SSM of SRM zijn uitgevoerd. In het bijzonder bij significante kredietinstellingen verwacht ik hier weinig goeds van. De nationale toezichthouder moet dan immers luisteren naar de ECB of de SRB. De nationale toezichthouder zal zich echter moeten verantwoorden jegens een orgaan, waar hij juist niet naar moet luisteren.

Het budget van de ECB stelt deze zelf vast. Hierbij is geen politieke betrokkenheid. Dit is onwenselijk omdat hier door geen natuurlijke of democratische rem is op de activiteiten van de ECB. Dit zelfde geldt voor de SRB die eveneens zijn eigen heffingen oplegt aan kredietinstellingen.

Ik adviseer de toezichtstak van de ECB en SRB democratisch in te bedden door al de functionarissen te laten benoemen op de voordracht van de lidstaten maar met instemming van het Europees Parlement. Bovendien zou het Europees Parlement het budget van de ECB (met betrekking tot toezicht) en SRB moeten goedkeuren.



## 6. Evaluatie model 5: uitsluitend toezicht door de ESA's

### 6.1. Inleiding

Model 5 is relatief eenvoudig. Onder model 5 berust het toezicht volledig bij een ESA. Tot op heden wordt model 5 alleen toegepast op CRAs en TRs. Vanwege hun gering belang -TRs doen niets meer dan data die in het kader van EMIR verzameld wordt doorgeven- ga ik niet in op het toezicht op de TRs. Ik beoordeel hierna alleen het toezicht op de CRAs.

### 6.2. De CRA markt

De markt voor CRAs bestaat uit drie grote internationale spelers, de Amerikaanse bedrijven Standard & Poor's en Moody's, het Engelse Fitch, en ca. 25 kleinere spelers.<sup>2194</sup> De grote drie vertegenwoordigen samen ca. 90% van de markt wat dus ca. 10% overlaat voor de kleinere CRAs.<sup>2195</sup> De drie grote CRAs verstrekken ratings aan diverse lidstaten en uitgevende instellingen in diverse lidstaten.<sup>2196</sup> De kleine CRAs verstrekken voornamelijk ratings aan uitgevende instellingen die zijn gevestigd in dezelfde lidstaat of in een beperkt aantal andere lidstaten. Het ligt voor de hand dat het tevens voornamelijk lokale institutionele beleggers zijn die zich op deze kleinere CRAs baseren. Deze CRAs ondernemen dus voornamelijk lokale activiteiten.

### 6.3. Incentives, externaliteiten en public goods

Model 5 scoort goed op het punt van incentives, externaliteiten en public goods. Essentieel is dat de ESAs als Europese agentschappen geacht worden in het Europese belang te handelen. Zij zouden in hun toezicht geen onderscheid moeten maken tussen de belangen van verschillende lidstaten. Ik schrijf zouden, omdat zoals nader toegelicht in paragraaf 3.2 wel degelijk het risico bestaat, dat de ESAs bepaalde nationale belangen laten voorgaan. Immers de Board of Supervisors van de ESAs bestaat uit de toezichthouders van de lidstaten.

Anderzijds is het risico op sturend optreden vanuit de Board of Supervisors bij het toezicht op CRAs naar mijn oordeel niet heel groot. Hiervoor zijn twee redenen. Ten eerste is het niet goed mogelijk om door middel van een concrete beslissing van de Board of Supervisors de nationale economie te bevoordelen. Anders dan bij bijvoorbeeld beslissingen over kredietinstellingen of verzekeringsondernemingen is het effect van het toezicht door ESMA op de economie van een lidstaat slechts indirect. Immers ESMA kan door zijn toezicht slechts de procedures, systemen en governance van een CRA beïnvloeden. Dit heeft dan eventueel gevolgen voor de ratings die de CRA verstrekt. Deze ratings kunnen gevolgen hebben voor de reële economie van een lidstaat, bijvoorbeeld in geval een lidstaat of een grote kredietinstelling een lagere rating krijgt. Door deze getrapte causaliteit is het moeilijk voor ESMA, laat staan een individueel lid van de Board of Supervisors, om een concreet voordeel voor een lidstaat te bereiken. Dit wordt pas anders als ESMA zich in zijn toezicht met concrete ratings zou bezighouden, maar dit is niet het geval. Wel is het voorstelbaar dat leden van Board of Supervisors proberen op een meer structureel niveau invloed uit te oefenen op de CRAs. Het is namelijk in het voordeel van een lidstaat als de uitgevende instellingen uit deze lidstaat door de methode van rating over het algemeen een betere rating krijgen. Deze uitgevende instellingen kunnen

---

<sup>2194</sup> Zie voor een overzicht van de CRAs die in de Europese Unie actief zijn het register van ESMA op <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>

<sup>2195</sup> 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.

<sup>2196</sup> Zie ESMA, Technical Advice on the feasibility of a network of small and medium-sized CRAs, 21 november 2013, ESMA/2013/1703, p. 10 en 14 en ESMA, Technical Advice Competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry, 30 september 2015, ESMA/2015/1472, p. 23.

dan goedkoper kapitaal aantrekken doordat institutionele beleggers makkelijker in deze uitgevende instellingen kunnen beleggen.<sup>2197</sup>

Ten tweede is ook de rating industrie zelf niet van groot economisch belang. De wereldwijde rating industrie heeft slechts een omzet in de orde van grootte van € 4 miljard.<sup>2198</sup> Zelfs als het een lidstaat zou lukken door lokaal toezicht een significant deel van deze industrie aan te trekken dan nog heeft deze lidstaat hier geen groot voordeel bij.

#### 6.4. Efficiëntie (kosten van toezicht)

Het toezicht op de CRAs is redelijk efficiënt. Het is efficiënt qua economies of scale, omdat maar één toezichthouder expertise hoeft op te bouwen. Wel zou betoogd kunnen worden dat de toezichthouder zich redelijk ver van de onderneming waarop toezicht wordt gehouden bevindt. Er is dus een grote fysieke afstand. Voor het toezicht op die CRAs die zelf ook internationaal werken is dit naar mijn oordeel geen probleem. Lokale kennis voegt dan weinig toe, althans kan dan alleen worden verkregen door het toezicht op te knippen over diverse lidstaten.

Echter naast de grote drie CRAs zijn er ook ca. 25 kleinere CRAs die voornamelijk op één of verscheidene markten actief zijn. Het zou efficiënt zijn het toezicht op deze kleinere CRAs nationaal onder te brengen.

Het toezicht door de ESAs op de CRAs kan ook betekenen dat er te veel lidstaten zijn betrokken, namelijk ook die lidstaten die geen enkel belang hebben bij een CRA. Ik citeer Wymeersch (overigens niet specifiek over het toezicht op CRAs):<sup>2199</sup>

*“The difference between the Himalaya paper and the present approach in the European directives is fundamental. The directives are based on attributing competence for cross border supervisory matters to that supervisor who has the strongest overall interest. It attributes competences horizontally, whether to the home supervisor, to a coordinator or to a lead supervisor. At the same time, within a certain “variable geometry”, it reserves certain, sometimes important, supervisory privileges to the host supervisor. The “EU decision” scheme would concentrate competences vertically, leading to a single supervisor. Most importantly, the directive’s schemes are conceived as involving only those supervisors that have a direct interest in the matter under supervision. A group active in four Member States will come under the supervision of the authorities in those four States, without any involvement of the supervisors of any other state. In terms of subsidiarity, but also in terms of facilitating decision making, the “directive” technique seems more efficient. It also allows supervision to advance at a higher speed than if one had to involve a committee with all Member States involved.”*

Ik zelf deel deze zorg van Wymeersch slechts ten dele. Ik ga er namelijk vanuit dat men zich binnen ESMA op bestuurlijk niveau slechts met de hoofdlijnen van het toezicht op de CRAs zal bezighouden. Deze hoofdlijnen betreffen het toezichtsbeleid op de CRAs of de algemene werkwijze van CRAs. Deze onderwerpen zijn voor alle lidstaten relevant en rechtvaardigen daarom, dat alle lidstaten vertegenwoordigd door hun nationale toezichthouders in de Board of Supervisors zich hiermee bezig houden. De uitvoering van het beleid zal geschieden door de medewerkers van ESMA die weliswaar afkomstige zijn uit diverse lidstaten, maar deze lidstaten niet vertegenwoordigen.

<sup>2197</sup> E. Cervone, Regulating Credit Rating Agencies in a Transatlantic Dialogue, *European Business Law Review* 2008, p. 852

<sup>2198</sup> ESMA, Technical Advice Competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry, 30 september 2015, ESMA/2015/1472, p. 33.

<sup>2199</sup> E. Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, *CML Rev.* 2005, p. 1007.

## 6.5. Marktintegratie, level playing field en lokale verschillen

Het toezicht op CRAs faciliteert marktintegratie. Gevolg van het toezicht op Europees niveau is immers dat een CRA niet hoeft te voldoen aan extra regels als deze over de grens actief wordt, bijvoorbeeld door uitgevende instellingen uit andere jurisdicties te gaan raten of ratings te verkopen aan beleggers uit andere lidstaten. Een CRA hoeft niet eens te notificeren.

Wat mij betreft was er ook geen andere oplossing voor de grote CRAs die op Europees of zelfs internationaal niveau actief zijn. Ik citeer Tietje en Lehman die menen dat het toezicht op CRAs niet eens op Europees niveau, maar eigenlijk op internationaal niveau moet plaatsvinden.<sup>2200</sup>

*“It is apparent that when determining the optimal level of global coordination, it is indispensable to consider this according to the practical problem that has to be solved. Of course, there are no predetermined rules as to which matters should be left to states and which should be dealt with by global fora or institutions. This does not exclude, however, the use of some rules of thumb. For instance, areas which by their very nature lend themselves to extra-territorial legislation should, as a matter of principle, be dealt with on the international level. A case in point is the registration and supervision of credit rating agencies. Since the business model of these intermediaries is global, it makes little sense to entrust their regulation to the whims of the national legislator in the jurisdiction of which they happen to be located. At the same time, the efficient functioning of the rating agencies would be threatened if each state or region were to operate its own registration process for these intermediaries. Rather, what is needed is a transnational regime. The same is true for hedge funds and other lightly regulated masses of capital. The reason why they have become an area of concern is the potential domino effects their breakdown could have on the financial system. As these effects would spill over national boundaries, it is clear that efforts to achieve closer regulation and control of such funds should in principle be globally coordinated.”*

Het toezicht op CRAs doet ook in vergaande mate recht aan de groepsdimensie. Als enige financiële onderneming kan bij CRAs een groepsvergunning worden aangevraagd.<sup>2201</sup> Bij CRAs bestaat door het Europees toezicht ook een perfect level playing field waarbij elke CRA automatisch aan exact dezelfde normen moet voldoen.

Anderzijds is er geen ruimte voor lokale afwijkingen. Er bestaan echter wel degelijk lokale markten naast de mondiale markt die wordt gedomineerd door de grote drie. Afhankelijk van in hoeverre deze lokale markten afwijken van de mondiale markt -dit kan ik niet exact beoordelen<sup>2202</sup>- kan het wenselijk zijn de mogelijkheid te bieden voor lokale innovatie. Dit is door het Europese toezicht op het niveau van ESMA echter niet mogelijk.

Een significant gevaar is wel het kuddegedrag van toezichthouders. Als ESMA het fout heeft, heeft meteen de hele Europese Unie het fout, aangezien ESMA binnen de hele Europese Unie toezicht houdt. Juist bij het toezicht op CRAs is dit zorgelijk, omdat de collectieve fouten van CRAs bij de beoordeling van risico's van structured finance products in grote mate hebben bijgedragen aan de crisis. Een toezichtsstructuur die potentieel leidt tot dergelijke collectieve fouten op mondiaal niveau is daardom zorgelijk.

<sup>2200</sup> Ch. Tietje en M. Lehman, The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision, *Journal of International Economic Law* 2010, p. 681.

<sup>2201</sup> CRA Verordening I, art. 17.

<sup>2202</sup> Zie voor een voorbeeld waarbij de grote CRAs moeite hebben Duitse bedrijven juist te raten vanwege afwijkende eigenschappen van de Duitse markt E. Cervone, Regulating Credit Rating Agencies in a Transatlantic Dialogue, *European Business Law Review* 2008, p. 852.

## **6.6. Regulatory competition in het toezicht**

Omdat er slechts één toezichthouder is, is daarmee automatisch geen ruimte voor regulatory competition.

## **6.7. Efficiënte en rechtstatelijke beslissingsstructuren**

Het toezicht op credit rating agencies scoort kent efficiënte en rechtstatelijk goede beslissingsstructuren. Het kent duidelijke beslissingsstructuren, geen gelaagd, parallel of dubbel toezicht en kan niet worden ontweken. Evenmin is er een probleem bij de samenwerking tussen toezichthouders aangezien niet samengewerkt wordt, omdat ESMA alles zelf doet.

Wel kan men twijfelen aan de handhaafbaarheid van de regels. ESMA is hiervoor afhankelijk van de lidstaten. ESMA kan alleen handhavend optreden op het grondgebied van een lidstaat, als de rechterlijke instanties van deze lidstaat hiermee akkoord gaan. Dit ‘probleem’ hebben alle Europese instellingen, ook de Commissie en de ECB. In de praktijk echter verwacht ik niet veel problemen, aangezien lidstaten weinig belang erbij hebben ESMA tegen te werken.

Complex aan model 5 is wel dat de ESAs beknot zijn in hun discretionaire marge vanwege de Meroni doctrine. Om te voorkomen dat ESMA een te grote discretionaire marge krijgt en dat het toezicht van ESMA daarmee in strijd zou komen met de Meroni, is het toezicht op CRAs zeer rule based gemaakt. Problematisch hieraan is dat dit nauwelijks ruimte biedt voor maatwerk.

## **6.8. Politieke legitimatie**

Het toezicht op credit rating agencies is door zijn afstand tot de lidstaten matig politiek gelegitimeerd. CRAs zijn wel dergelijk politiek relevant, namelijk wanneer zij overheden raten.

## **Deel C: Conclusies en slotbeschouwing**

### **1. Inleiding en onderzoeksvraag**

In dit proefschrift heb ik de vraag gesteld hoe de bevoegdheden voor het toezicht op financiële ondernemingen en financiële activiteiten in de Europese Unie zouden moeten worden verdeeld. Aan het begin van dit proefschrift formuleerde ik de volgende onderzoeksvragen:

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

Om tot een beantwoording te komen heb ik in deel A de huidige verdeling van toezichtsbevoegdheden beschreven. Hier nam ik nog geen standpunt in ten aanzien van de onderzoeksvragen. In deel B begon ik met een hoofdstuk waarin ik aangaf welke gezichtspunten relevant zijn. Vervolgens paste ik in de rest van deel B deze gezichtspunten toe op het financiële toezicht, zoals dat nu is geregeld en staat beschreven in deel A. Ik beschreef vooral welke negatieve effecten zijn verbonden aan de huidige verdeling van toezichtsbevoegdheden en deed suggesties voor aanpassingen die kunnen worden doorgevoerd zonder het huidige systeem fundamenteel te wijzigen. In dit deel C zal ik beantwoorden hoe de verdeling van toezichtsbevoegdheden in Europa eigenlijk zou moeten worden geregeld, indien men dit zou ontwerpen los van de bestaande situatie. Tevens vat ik in dit deel C dit proefschrift samen en kom ik tot een slotbeschouwing.

### **2. De beantwoording van onderzoeksvraag 1 en 2**

In het eerste hoofdstuk van deel B beantwoordde ik de eerste twee onderzoeksvragen. Ik benoemde hier de diverse gezichtspunten die relevant zijn bij de beantwoording van de vraag of beter door een Europese toezichthouder toezicht kan worden gehouden of beter door een lidstaat. Daarbij gaf ik aan welke gezichtspunten relevant zijn, als moet worden bepaald welke lidstaat dit dan is en in hoeverre de macht door deze lidstaat gedeeld zou moeten worden met andere lidstaten.

Om te beginnen wees ik erop dat de klassieke aansluiting bij het territorium, in de letterlijke zin als deel van de wereld, om te bepalen welke lidstaat bevoegd is om toezicht te houden bij financiële ondernemingen en financiële activiteiten, niet meer werkt. Omdat een financieel product anders dan bijvoorbeeld een huis of een fabriek nauwelijks banden heeft met een territorium, is de locatie van een financiële onderneming of de locatie van de partijen bij een financiële activiteit naar mijn oordeel niet relevant voor de vraag welke lidstaat toezicht moet houden.

Eenzijds reguleren sommige lidstaten bij aansluiting bij het territorium te weinig, omdat financiële ondernemingen en activiteiten van buiten de lidstaat significante gevolgen kunnen hebben in deze

lidstaten. Deze lidstaat kan kiezen tussen drie kwaden: (i) zelf reguleren met gevolg dat een financiële onderneming gelijktijdig onder toezicht kan staan van diverse lidstaten, (ii) vertrouwen op een andere lidstaat, of (iii) vertrouwen op een Europese toezichthouder.

Anderzijds reguleren sommige lidstaten bij aansluiting bij het territorium te veel, omdat zij toezicht houden op financiële ondernemingen en activiteiten die nauwelijks gevolgen hebben binnen de lidstaat, maar wel in andere lidstaten. Er is immers geen enkele garantie dat de lidstaat van het territorium daadwerkelijk belang heeft bij de financiële activiteit of de financiële onderneming.

Meer abstract verwoord: vroeger bestond er een noodzakelijke samenhang tussen de belangen van de mensen die op een territorium woonden en de activiteiten die op dit territorium plaatsvonden. Door de activiteiten op dit territorium te reguleren, reguleerde de staat activiteiten waarbij de burgers van deze staat belangen hadden. Deze connectie tussen territorium en belangen van de mensen die hier woonden, rechtvaardigde het verband tussen de bevoegdheid om te reguleren en het territorium. Deze connectie tussen territorium en belang is echter door de IT mogelijkheden en grensoverschrijdende vervlechting van de financiële markten doorbroken. Nu deze rechtvaardiging, in ieder geval voor de financiële sector niet langer opgaat, is er dus geen reden meer om automatisch bij het territorium aan te sluiten bij de beantwoording van de vraag welke lidstaat toezicht moet houden.

In plaats van het territorium benoemde ik diverse andere gezichtspunten die zouden moeten worden afgewogen om te bepalen welke lidstaat toezicht dient te houden:

- (i) Welke lidstaten hebben belangen bij het toezicht? Hoe waarschijnlijk is het daarbij, dat indien één lidstaat het toezicht houdt, deze zal handelen in strijd met de belangen van andere lidstaten? Met andere woorden: heeft deze lidstaat er potentieel veel baat bij om de belangen van andere lidstaten te schaden? En zijn er voldoende tegenkrachten die kunnen voorkomen dat deze lidstaat inderdaad zich verrijkt ten koste van de belangen van andere lidstaten?
- (ii) Hoe veel kost het voor lidstaten of Europese toezichthouders om toezicht te houden? Hier bestaat wel een band tussen territorium en toezicht. Omdat het doorgaans goedkoper is om toezicht te houden op een financiële onderneming die zich dichtbij de toezichthouder bevindt. In geval van gelaagd toezicht speelt de vraag of informatie van het nationale niveau gemakkelijk/kostenefficiënt aan de Europese toezichthouder kan worden verstrekt. Het belang van dit gezichtspunt is echter klein, omdat de directe kosten van de toezichthouder in verhouding met de kosten van de sector als geheel klein zijn.
- (iii) Een belangrijker gezichtspunt is de vraag of men het financiële ondernemingen mogelijk wil maken eenvoudig in heel de Europese Unie zaken te doen, met andere woorden of men marktintegratie wil faciliteren. Dit leidt namelijk tot de conclusie dat één toezichthouder per financiële onderneming bevoegd moet zijn. Dit betekent echter ook dat lidstaten hetzij geen recht kunnen doen aan lokale verschillen hetzij dat binnen deze lidstaten geen level playing field zal bestaan tussen buitenlandse partijen en lokale partijen.
- (iv) De theorie van de regulatory competition pleit ervoor, dat een financiële onderneming de facto zelf zijn toezichthouder moet kunnen kiezen. De gedachte is dan dat die toezichthouder die het beste toezicht houdt, de meeste financiële ondernemingen onder zijn hoede krijgt. De vraag is echter of in het concrete geval bij deze regulatory

competition een *race to the top* zal plaatsvinden of juist een *race to the bottom*, waarbij financiële ondernemingen kiezen voor het lichtste toezicht en andere stakeholders bij het toezicht onvoldoende tegenwicht bieden.

- (v) In de steeds gelaagdere Europese rechtsorde is van belang dat de toezichtstructuren faciliteren, dat efficiënt tot beslissingen wordt gekomen en dat deze rechtstatelijk correct zijn. De structuren waarbij zowel nationale toezichthouders een rol spelen, als Europese toezichthouders en andere Europese instellingen, kunnen zo ingewikkeld zijn dat snelle en effectieve besluitvorming niet langer mogelijk is. Bovendien kan dit complexe Europese speelveld leiden tot tegenstrijdige beslissingen van toezichthouders onderling en tussen toezichthouders en rechterlijke instanties. Dit staat haaks op de principes van de rechtsstaat en kan het vertrouwen in deze instanties bij de betrokken ondernemingen en consumenten daardoor ondergraven.
- (vi) Tot slot is een zeer belangrijk gezichtspunt de politieke legitimatie. Ik ving aan met dit proefschrift in het begin van 2011. Toen was méér Europa de oplossing voor de crisis. Inmiddels is echter duidelijk -deze alinea schreef ik op de dag dat Trump de Amerikaanse verkiezingen won- dat burgers van hun eigen overheden verwachten dat zij hen beschermen tegen van buiten komend onheil. Politiek is het niet meer goed mogelijk om essentiële belangen van een lidstaat te laten behartigen door andere lidstaten of matig functionerende Europese instanties.

Zoals de lezer zal begrijpen, is het niet altijd mogelijk deze gezichtspunten op mathematische wijze tegen elkaar af te wegen, aangezien het niet uitsluitend om kwantificeerbare belangen gaat en verschillende personen hetzelfde gezichtspunt meer of minder belangrijk zullen vinden. Deze catalogus van gezichtspunten geeft echter wel structuur aan het debat en de afweging.

### **3. De vijf modellen van toezicht**

De catalogus van gezichtspunten heb ik toegepast op de diverse wijzen waarop binnen Europa het financiële toezicht is georganiseerd. Eerst heb ik de diverse wijzen waarop toezicht is georganiseerd beschreven in Deel A. Ik onderscheid versimpeld weergegeven de volgende modellen:

#### Model 1            De vier vrijheden van het VWEU

Model 1 is gebaseerd op de jurisprudentie van het Hof van de Justitie van de EU inzake de vier vrijheden van het VWEU. Doordat de vier vrijheden onder bepaalde omstandigheden toezicht door een lidstaat verbieden, ontstaat de facto een verdeling van toezichtsbevoegdheden.

Het toezicht bevindt zich in eerste instantie bij de home-state. Dit is de lidstaat waar het hoofdkantoor en de statutaire zetel van de financiële onderneming zijn gevestigd. Het Hof oordeelt niet snel dat sprake is van misbruik van recht. Concreet betekent dit dat een onderneming die gevestigd is in een eerste lidstaat, maar haar commerciële activiteiten louter richt op een tweede lidstaat, niettemin in de tweede lidstaat er een beroep op kan doen dat zij al onder toezicht staat in de eerste lidstaat. Voorwaarde is wel dat deze home-state een eigen belang heeft bij het toezicht. Dit hoeft echter niet het grootste belang te zijn.

De host-state mag alleen óók toezicht houden als het toezicht van de host-state wat toevoegt. Bij het gedragstoezicht is dit over het algemeen het geval, omdat de host-state vanwege de fysieke nabijheid en lokale kennis geacht wordt de kwaliteit van het toezicht te kunnen verbeteren. Bij het meeste

microprudentiële toezicht echter moet de host-state volledig vertrouwen op de home-state, omdat het toezicht van de host-state naar het oordeel van het Hof niets toevoegt.

Het Hof kent geen waarde toe aan het feit dat de host-state in staat wil zijn zijn eigen belangen te bewaken. Het Hof gaat namelijk van de fictie uit, dat lidstaten hun eigen belang niet boven dat van een andere lidstaat zullen laten gaan. Het meest extreme voorbeeld hiervan is dat een host-state geen toezicht mocht houden op een gokonderneming, omdat deze gokonderneming al onder lokaal toezicht stond in zijn home-state, terwijl deze gokonderneming niet in zijn home-state zijn gokspellen mocht aanbieden. Zelfs bij een dergelijke offshore vergunning ging het Hof nog ervan uit dat de home-state zich voldoende zal inspannen om de belangen van andere lidstaten te behartigen.

### Model 2      Paspoorten en tweedelijns toezicht door de ESAs

Model 2 is vastgelegd in diverse sectorale richtlijnen en verordeningen. Deze richtlijnen en verordeningen gaan voor op/concretiseren het VWEU.<sup>2203</sup> Oorspronkelijk bouwde dit model 2 voort op model 1. Net als model 1 kent model 2 een home-state die toezicht houdt en een host-state die soms óók toezicht mag houden. Er is echter een aantal significante verschillen. Ten eerste, is bij dit model in de sectorale verordeningen en richtlijnen vastgelegd wanneer de host-state toezicht mag houden. De financiële onderneming kan hier dus van op aan. Ten tweede, omdat de materiële regelgeving is geharmoniseerd zal het feit dat de host-state een andere visie heeft op wat goed toezicht inhoudt nooit, uitzonderingen daargelaten, een reden kunnen zijn om toezicht door deze host-state te rechtvaardigen. Ten derde is in de regelgeving vastgelegd op welke wijze home-state en host-state samenwerken, bijvoorbeeld hoe informatie wordt uitgewisseld. Vanwege deze samenwerking is eigen optreden van de host-state minder snel toegestaan. Ten vierde is de home-state ook het gedragstoezicht toebedeeld, tenzij de host-state wordt benaderd via een bijkantoor. Ten vijfde heeft bij het prudentiële toezicht ook de groepstoezichthouder, dat wil meestal zeggen de home-state van de topholding, een grote rol bij het toezicht op dochterondernemingen in andere lidstaten. Ten zesde wordt sinds 2011 tweedelijns toezicht gehouden door de ESAs. Deze ESAs kunnen nationale toezichthouders corrigeren in geval deze duidelijk in strijd handelen met de Europese regelgeving.

### Model 3      Toezicht op de financiële markten door lidstaten met tweedelijns toezicht door de ESAs

Model 3 betreft het toezicht op (natuurlijke of rechts-) personen die actief zijn op de financiële markten. Met financiële markten bedoel ik de markten waarop partijen van elkaar financiële instrumenten, zoals aandelen, obligaties of derivaten kopen. Dit gaat onder meer om de aanbidding van effecten aan het publiek, de regulering van de handelsplatformen waar effecten worden verhandeld, de regulering van het gedrag op deze handelsplatformen (bijvoorbeeld marktmisbruik en short selling) en de regulering van OTC derivaten. Dit model is eigenlijk niet echt een model, omdat er nauwelijks achterliggende logica in is te ontdekken. Er zijn steeds wisselende aanknopingspunten voor welke toezichthouder bevoegd is. Zo is bij het prospectustoezicht en transparantietoezicht soms de lidstaat waar de uitgevende instelling is gevestigd van belang, maar soms weer de lidstaat waar het effect wordt aangeboden of op een beurs is genoteerd. Bij het toezicht op marktmisbruik zijn gelijktijdig de lidstaat bevoegd waar het effect is genoteerd en de lidstaat op wiens territorium het marktmisbruik is begaan. Bij de regels voor short selling is voor short selling in schuldpapier van overheden de toezichthouder uit de lidstaat die het schuldpapier heeft uitgegeven bevoegd. Bij ondernemingen

---

<sup>2203</sup> Strikt juridisch gaat lagere Europese regelgeving uiteraard niet voor op het VWEU. Echter als een richtlijn of verordening een bepaald beleidsterrein regelt, worden de beginselen in het VWEU voor dit beleidsterrein geconcretiseerd.



echter wordt aangesloten bij het handelsplatform waarop deze onderneming wordt verhandeld.<sup>2204</sup> Tweedelijns toezicht wordt ook in dit model uitgevoerd door de ESAs.

#### Model 4            ECB Banktoezicht

Model 4 betreft het toezicht op de kredietinstellingen in de Eurozone door de ECB en de afwikkeling door het SRM. Hier houdt een Europese instelling daadwerkelijk eerstelijns toezicht op financiële ondernemingen. De ECB houdt namelijk rechtsstreeks toezicht op ca. 125 significante kredietinstellingen in de Eurozone. De ECB wordt geassisteerd door de toezichthouders van de Eurozone lidstaten, maar heeft de leiding, discretionaire marge en doorzettingsmacht. Bij niet significante instellingen worden slechts enkele besluiten door de ECB genomen, met name over de vergunningsverlening en op aanvragen voor een verklaring van geen bezwaar. De ECB kan echter op elk moment het toezicht op een niet significante kredietinstelling naar zich toetrekken. De afwikkeling valt onder de verantwoording van het SRM. Ook hier is weer een onderscheid tussen significante en niet significante kredietinstellingen. Tot slot is er het SRF dat ook de financiering van de afwikkeling gedeeltelijk op het niveau van de Eurozone tilt. Depositogarantiestelsels zijn niettegenstaande initiatieven om dit op Europees niveau te trekken, nog steeds nationaal geregeld.

#### Model 5            Volledige Europees toezicht

Bij model 5 is het toezicht nagenoeg volledig op Europees niveau getrokken. Alle credit rating agencies staan uitsluitend onder toezicht van de European Securities and Markets Authority, ESMA. ESMA verstrekt vergunningen, houdt toezicht en legt boetes op. De rol van de lidstaten is beperkt tot het assisteren van ESMA. Daarnaast kunnen lidstaten ESMA verzoeken om maatregelen te treffen tegen een credit rating agency die zich misdraagt, maar ook hier kan alleen ESMA beslissen al dan niet op te treden.

Hieronder presenteer ik de meest opvallende bevindingen en aanbevelingen/suggesties:

#### **4. Voldoen de modellen aan de gezichtspunten voor optimale verdeling van toezichtsbevoegdheden?**

De vijf modellen voldoen niet volledig aan de gezichtspunten van hoofdstuk 1 van deel B (deze staan samengevat hierboven in paragraaf 2). In hoofdstukken 2 t/m 6 van deel B ben ik hierop gedetailleerd ingegaan. Hierna bespreek ik de naar mijn oordeel belangrijkste bevindingen.

- (i) Belang speelt nauwelijks een rol bij het toewijzen van de primaire toezichtsbevoegdheid

De vraag welke lidstaat het meest belang heeft bij het toezicht speelt nauwelijks een rol bij het toewijzen van de toezichtsbevoegdheden. In elk model is de vraag op het territorium van welke lidstaat de (financiële) onderneming is gevestigd leidend. Voor de vraag welke lidstaat de primaire toezichthouder is, wordt aangesloten bij de statutaire zetel en het hoofdkantoor van de financiële onderneming. Voor de vraag welke toezichthouder óók toezicht mag houden in aanvulling op de home-state wordt wederom aangesloten bij fysieke aanknopingspunten, namelijk het feit of bij geconsolideerd toezicht een dochtervennootschap of bijkantoor wordt aangehouden en bij gedragstoezicht de vraag of een bijkantoor wordt aangehouden. Theoretisch kan het feit dat een financiële onderneming op een bepaald territorium is gevestigd opzij worden gezet, namelijk in geval van misbruik. In de praktijk vindt deze regel nauwelijks toepassing, omdat juridisch

---

<sup>2204</sup> Zie voor een uitvoerig overzicht hoofdstuk 4.7 van deel B waar al deze regels met elkaar worden vergeleken.

niet snel van misbruik sprake is. Mogelijk dat toen de regels werden opgesteld - voornamelijk in de jaren 90- territorium een goede indicatie was voor belang, maar inmiddels is dit naar mijn oordeel niet meer het geval. In met name Oost-Europese landen worden de bankensector en verzekeringssector gedomineerd door West-Europese partijen. Maar ook in bijvoorbeeld Nederland neemt het marktaandeel van buitenlandse partijen toe.<sup>2205</sup>

- (ii) Er zijn onvoldoende tegenkrachten om de primaire toezichthouder te corrigeren

Hoewel sinds de crisis is onderkend, dat de primaire toezichthouder niet altijd wenselijke beslissingen neemt voor alle betrokkenen (mede om die reden is de categorie significant bijkantoor ingevoerd in model 2), zijn er onvoldoende tegenkrachten. Met name de ESAs zijn naar mijn oordeel te ‘slap’. De discretionaire marge ligt namelijk niet bij de ESAs, maar bij de nationale toezichthouders en de ESAs hebben te weinig budget. Ook de andere lidstaten kunnen niet echt corrigerend optreden als de home-state onvoldoende optreedt. De regelgeving biedt hiervoor onvoldoende bevoegdheden.

- (iii) De Europese toezichthouders zijn niet echt Europees

De sinds de crisis gecreëerde Europese toezichthouders zijn niet echt supranationaal, althans Europees. De ECB (in in zijn toezichthoudende taak) respectievelijk de ESAs worden geleid door een Supervisory Board respectievelijk Board of Supervisors, die bestaat uit de voorzitters van de nationale toezichthouders. Ook het lagere personeel waarvan deze toezichthouders gebruikmaken, bestaat vaak uit werknemers die zich in nationale carrièrepaden bevinden. Met andere woorden: belangentegenstellingen worden door de ESAs en de ECB niet opgelost, maar naar een hoger niveau getild.

- (iv) De toezichtsverdeling is gebaseerd op verouderde uitgangspunten

De toezichtsverdeling is gebaseerd op verouderde uitgangspunten. Zo is de reden om het propsectustoezicht bij retaiffecten bij de lidstaat van de uitgevende instelling te leggen, de zogenaamde home-bias van de retailbelegger. Hiermee wordt bedoeld dat de retailbelegger voornamelijk in lokale aandelen belegt. Deze home bias is echter aantoonbaar significant afgenomen. Op dezelfde wijze gaat men er vanuit dat een host-state beter in staat is toezicht te houden op een bijkantoor dan de home-state, omdat de host-state dit bijkantoor makkelijker kan inspecteren. Mogelijk was dit vroeger correct, maar inmiddels is dienstverlening zo gedigitaliseerd, geautomatiseerd en gecentraliseerd, dat ook de activiteiten van een bijkantoor meestal het best kunnen worden gecontroleerd in het hoofdkantoor.

- (v) Het toezicht op de financiële markten is inconsistent

Uit de analyse in hoofdstuk 5 van deel B blijkt, dat de verdeling van toezichtsbevoegdheden voor het toezicht op de financiële markten inconsistent is. Daarmee bedoel ik, dat regels die dezelfde belangen beogen te waarborgen en op dezelfde partijen drukken niettemin door andere lidstaten gehandhaafd worden. Een tekenend

---

<sup>2205</sup> Zo is tussen 2007 en 2014 het aandeel van buitenlandse partijen in de Nederlandse schadeverzekeringsmarkt gegroeid van 5% naar 18% (zie DNB, Visie op de toekomst van de Nederlandse verzekeringssector Duurzaamheid door transformatie, december 2016, p. 23).

voorbeeld is, dat een positieve positie (long positie) in een onderneming moet worden gemeld aan de lidstaat waar de uitgevende instelling zijn zetel heeft of in geval van professionele effecten de lidstaat die door de uitgevende instelling is gekozen, terwijl een negatieve positie (short positie) in dezelfde onderneming moet worden gemeld aan de lidstaat van het belangrijkste handelsplatform waar het desbetreffende aandeel wordt verhandeld.

- (vi) Er wordt ten onrechte waarde gehecht aan de juridische structuur van een groep van ondernemingen

Vergunningen worden verleend aan vennootschappen, althans rechtspersonen. Omdat wordt aangesloten bij de statutaire zetel van de vennootschap, is die lidstaat bevoegd tot het houden van toezicht waar de statutaire zetel zich bevindt. Dit doet echter geen recht aan de realiteit binnen financiële groepen dat de meeste dochterondernemingen volledig afhankelijk zijn van de moeder en dat de belangrijkste besluiten op het niveau van de moeder worden genomen. Een lidstaat krijgt daarom het recht en de plicht toezicht te houden op een dochter, terwijl deze in de praktijk een integraal onderdeel is van groep. Hiervoor bestaat naar mijn oordeel geen rechtvaardiging, omdat het feit dat een dochter in deze lidstaat is gevestigd het noch makkelijker maakt voor deze lidstaat om toezicht te houden noch noodzakelijk tot de conclusie leidt dat deze lidstaat een belang heeft bij het toezicht.

- (vii) Het gelaagde toezicht leidt tot inefficiënte en onrechtstatelijke besluitvorming

Het toezicht van de ECB, de SRB en de ESAs is inefficiënt en onrechtstatelijk. Hiervoor zijn twee redenen. Ten eerste leunen deze partijen op nationale toezichthouders. Gevolg hiervan is dat marktpartijen kunnen worden geconfronteerd met dubbele procedures, nationaal rechterlijke uitspraken die worden herroepen door de Europese toezichthouders en verschillende handhaving van dezelfde normen binnen één jurisdictie. Ten tweede worden de Europese toezichthouders beperkt door het VWEU. Zo is binnen de ECB het banktoezicht materieel de verantwoordelijkheid van de Supervisory Board, maar formeel de bevoegdheid van de Governing Council. Binnen het SRM worden vanwege de zogenoemde Meroni-doctrine bepaalde belangrijke beslissingen materieel genomen door de SRB, maar formeel door de Europese Commissie en de Raad. Dit maakt de besluitvorming zeer complex.

## **5. Hoe zouden de toezichtsbevoegdheden wel moeten worden verdeeld?**

Dan nu de belangrijke vraag: hoe zouden de toezichtsbevoegdheden binnen Europa naar mijn oordeel wel moeten worden verdeeld? Laten we vooropstellen, dat niet één optie ideaal is. Feit is immers dat bepaalde gezichtspunten haaks op elkaar staan. Zo kan alleen een level playing field worden gerealiseerd door, hetzij geen rekening te houden met lokale afwijkingen (dan kan de host-state dus geen toezicht houden op buitenlandse partijen en zal deze ervan afzien ook voor binnenlandse partijen aanvullende regels te stellen), hetzij door het ideaal van marktintegratie gedeeltelijk op te geven (dan kan de host-state wel toezicht houden op buitenlandse partijen, maar worden deze buitenlandse partijen met aanvullend toezicht geconfronteerd). Toch zijn er wel bepaalde vuistregels die ik adviseer.

## 5.1. Systeemtoezicht op systeemrelevante instellingen

Instellingen die in meer dan één lidstaat systeemrelevant zijn, kunnen naar mijn oordeel nooit aan het buitenland worden overgelaten. Naar mijn oordeel is het politiek niet acceptabel, als in een lidstaat een systeemrelevante instelling in de problemen komt, terwijl het toezicht werd uitgeoefend door een andere lidstaat. Naar mijn oordeel is het politiek nog wel acceptabel, als op deze voor een lidstaat systeemrelevante instelling op Europees niveau toezicht wordt uitgeoefend. Systeemrelevante instellingen zijn grote kredietinstellingen, maar ook grote verzekeraars, grote CCPs en beleggingsondernemingen die op zeer grote schaal op eigen boek -dat wil zeggen met hun eigen geld in plaats van dat van cliënten- handelen. Tevens zouden naar mijn oordeel grote gereguleerde markten systeemrelevant kunnen zijn, aangezien deze essentieel zijn voor de liquiditeit in financiële instrumenten.

Het is uiteraard de vraag *hoe* kan worden beoordeeld of een bepaalde instelling voor een bepaalde lidstaat systeemrelevant is. Naar mijn oordeel zouden vuistregels moeten worden ontwikkeld. Een voorbeeld hiervan zijn de regels van de ECB om te bepalen welke kredietinstelling in het kader van het SSM significant is (dit is binnen het SSM onder meer elke kredietinstelling met een balans van meer dan EUR 30 miljard). Een ander voorbeeld voor verzekeraars is dat een bijkantoor significant is voor de economie van de host-state, indien deze minstens 5% van het premievolume in deze markt vertegenwoordigt. Tevens zou er op Europees niveau een instantie moeten zijn die de knoop doorhakt in geval tussen lidstaten onderling of tussen een lidstaat en een financiële onderneming een geschil is over de vraag of een instelling systeemrelevant is.

Het automatisch gevolg van een aanwijzing als systeemrelevant in meer dan één lidstaat is daarmee, dat de financiële onderneming onder toezicht komt van een Europese instelling.

## 5.2. Microprudentieel toezicht

Toezicht dat buiten de home-state alleen microprudentieel van belang is, kan naar mijn oordeel vanuit politiek opzicht wel aan het buitenland worden overgelaten. Dit gaat bijvoorbeeld om toezicht op kleine kredietinstellingen, kleine verzekeraars, kleine CCPs en beleggingsondernemingen die op kleine schaal op eigen boek handelen. Hun ondergang is weliswaar hinderlijk voor andere lidstaten, maar niet fundamenteel bedreigend. Daarom is het naar mijn oordeel politiek acceptabel toezicht op deze financiële ondernemingen aan het buitenland over te laten.

Voorwaarde voor optimaal toezicht is echter wel dat de incentives juist liggen. Naar mijn oordeel betekent dit drie fundamentele wijzigingen ten opzichte van het huidige systeem:

- (i) De financiële onderneming moet kunnen aantonen, dat de aanwezigheid in de home-state op zijn minst even groot is als in elke host-state. Omdat het natuurlijk moeilijk is om in Malta meer klanten te hebben dan in Duitsland, gaat het naar mijn oordeel om het aandeel in de markt en de omvang van de marketing-inspanningen (vgl. de regels om te bepalen welke lidstaat de home-state is voor AIF beheerders van buiten de Europese Unie besproken in hoofdstuk 4.3.5.6 van deel A). Met andere woorden: de huidige doctrine van misbruik van recht, waarbij de home-state alleen uit de macht kan worden ontzet, als kan worden aangetoond dat de financiële onderneming heeft gekozen voor een bepaalde lidstaat om strenger toezicht elders te ontwijken, moet worden aangepast. De nieuwe doctrine zou wat mij betreft moeten bewerkstelligen, dat die lidstaat toezicht houdt die hier het meeste belang bij heeft. Dit kan naar mijn oordeel betekenen dat als een financiële onderneming door groei inmiddels zijn zwaartepunt gedurende langere tijd buiten zijn

home-state heeft, dit tot gevolg heeft dat deze van home-state wisselt. Ik schrijf over een *langere tijd* om te voorkomen dat een financiële onderneming steeds van home-state wisselt. Er zou op Europees niveau een instantie moeten zijn die de knoop doorhakt in geval tussen lidstaten onderling of tussen een lidstaat of een financiële onderneming een geschil hierover is.

- (ii) Er moet voorzien worden in een strenger regime dan het huidige Europese regime voor staatsaansprakelijkheid voor falend microprudentieel toezicht. Dit moet waarborgen dat de home-state eventuele gevolgen van onvoldoende toezicht internaliseert. Om dit aansprakelijkheidsregime effectief te maken, mag een lidstaat alleen als home-state fungeren voor prudentieel toezicht bij grensoverschrijdende financiële ondernemingen als de omvang van de financiële onderneming in verhouding staat tot de omvang van de economie van de home-state.<sup>2206</sup> Anders moet het toezicht worden overgedragen aan een grotere home-state of op Europees niveau worden getild.
- (iii) Naar mijn oordeel is het met deze gewijzigde incentives onnodig host-states nog een formele beslissende rol te geven in colleges van toezichthouders of als toezichthouder van een bijkantoor. Ik zou zelfs zo ver willen gaan dat ook dochterondernemingen rechtstreeks onder toezicht zouden moeten komen staan van de home-state van de moeder. Naar mijn oordeel zou dus niet de vennootschapsrechtelijke structuur doorslaggevend moeten zijn, maar de commerciële en operationele werkelijkheid. Wel staat het de home-state uiteraard vrij de host-state bij het toezicht te betrekken om te kunnen profiteren van diens lokale kennis. Er is geen reden voor de home-state om dit na te laten, aangezien dit in het belang van beiden is.

### 5.3. Gedragstoezicht

Het gedragstoezicht betreft het gedrag van financiële ondernemingen jegens hun cliënten. Het gaat er niet om dat de financiële onderneming zijn schulden nakomt, maar dat de financiële onderneming zijn cliënten correct behandelt (door deze adequaat te informeren, in hun belang te handelen etc). Het gaat hier vaak om financiële ondernemingen die geen geld van de cliënt onder zich hebben. Denk aan beleggingsondernemingen, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) en Alternative Investment Fund (AIF) beheerders en verzekeringsdistributeurs. Maar ook kredietinstellingen en verzekeraars die hun eigen producten aan hun cliënten verkopen staan onder gedragstoezicht.

Deze ondernemingen zijn naar mijn oordeel minder politiek gevoelig dan ondernemingen die onder microprudentieel toezicht staan, aangezien er behalve in geval van fraude geen plotselinge massale verliezen kunnen optreden. Als een beleggingsonderneming het niet zo nauw neemt met de gedragsregels, leidt dit weliswaar tot verliezen bij de klant, maar dit zal zich in een langzamer tempo voltrekken dan bij een kredietinstelling die opeens failliet gaat.

Bovendien heeft de home-state naar mijn oordeel minder belang bij inadequaat gedragstoezicht, omdat hier geen langetermijn 'business model' voor deze lidstaat omheen valt te bouwen. Financiële ondernemingen die een langetermijn relatie met hun klanten ambiëren vestigen zich naar mijn indruk vaak juist in als fatsoenlijk bekendstaande lidstaten. De voornaamste mij bekende voorbeelden van

---

<sup>2206</sup> De Larosière Rapport, p. 35 komt tot dezelfde conclusie, maar ziet de oplossing erin dat de host-state het eenvoudig weg kan verbieden dat de financiële onderneming in de host-state uitbreidt.

industrieën die een lidstaat zoeken met ondermaats gedragstoezicht zijn de binaire optie industrie die is gevestigd op Cyprus en buiten het financieel toezicht de gokindustrie die is gevestigd op Malta en Gibraltar. Dit zijn weliswaar hinderlijke, maar qua omvang toch geringe randverschijnselen.

Anderzijds is er bij gedragstoezicht vaak wel meer behoefte aan lokaal maatwerk, omdat dit gedragstoezicht innig verweven is met lokale gebruiken, lokale belastingregels en de lokale taal.

Concreet stel ik het volgende voor:

- (i) Net als bij het microprudentiële toezicht dient de home-state een lidstaat te zijn waar de financiële ondernemingen daadwerkelijke significante commerciële aanwezigheid heeft. (zie punt (i) in paragraaf 5.2 hierboven).
- (ii) Voor de rol van de host-state dient naar mijn oordeel geen onderscheid te worden gemaakt tussen grensoverschrijdende dienstverlening met en grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor. Immers het feit dat een bijkantoor bestaat, leidt niet automatisch tot de conclusie dat de host-state dan beter in staat is toezicht te houden of dat de financiële onderneming dan meer op de markt van host-state actief is. Met andere woorden: de moderne mogelijkheden van het internet en ICT hebben het onderscheid tussen een bijkantoor en dienstverlening zonder bijkantoor achterhaald.

Een dochteronderneming zou naar mijn oordeel zelf ervoor kunnen kiezen, hetzij onder toezicht te staan van de home-state van de groep, hetzij van de lokale toezichthouder. De reden hiervoor is dat een dochteronderneming doorgaans een grotere autonomie heeft dan een bijkantoor. Als deze dochteronderneming juist is opgericht om de lokale markt relatief onafhankelijk van het hoofdkantoor te bedienen, dan kan lokaal toezicht efficiënter zijn voor alle betrokkenen. Deze lokale toezichthouder bevindt zich dan zowel dichter bij de markt, als bij de onderneming. Is de dochter echter volledig geïntegreerd in de processen van de moeder, dan is toezicht door de home-state van de moeder efficiënter -deze bevindt zich immers dichter bij de onderneming- en moet ook dit mogelijk zijn. Anders dan bij micro-prudentieel toezicht, laat ik hier deze keuze aan de financiële onderneming. Reden hiervoor is dat bij gedragstoezicht de gezondheid van de dochter niet noodzakelijk is verweven met die van de groep als geheel.

Anderzijds zou naar mijn oordeel ook de toezichthouder van de moeder ervoor moeten kunnen kiezen om assistentie te vragen van de host-state, zowel bij grensoverschrijdende dienstverlening, met als zonder bijkantoor en dochterondernemingen. Dit ligt n vaar mijn oordeel bijzonder voor de hand, indien het toezicht in de lokale taal zou moeten geschieden.<sup>2207</sup>

- (iv) Er moet voorzien worden in een strenger regime voor staatsaansprakelijkheid voor falend gedragstoezicht dan het huidige Europese regime voor staatsaansprakelijkheid. Dit moet waarborgen dat de home-state eventuele gevolgen van onvoldoende toezicht internaliseert. Op dit moment is de mogelijke schade (en daarmee aansprakelijkheid) van falend

---

<sup>2207</sup> Ook ESMA suggereert dat de home-state hulp kan vragen van de host-state als marketingmateriaal in de taal van de host-state is opgesteld in 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. 97.

gedragstoezicht meestal klein. Ik zie op dit moment dan ook geen reden om expliciet te eisen dat de economie van de home-state in verhouding staat tot de mogelijke schade.

#### 5.4. Markttoezicht

Het markttoezicht heeft twee voornaamste doelen. Het klassieke markttoezicht heeft als doel om een efficiënte prijsvorming te faciliteren. Dit markttoezicht betreft onder meer het toezicht op prospectussen, transparantie, marktmisbruik en handelsplatformen. Binnen dit markttoezicht is er onderscheid tussen beursgenoteerde effecten, waarvoor een internationale markt bestaat en niet beursgenoteerde effecten die voornamelijk op een lokale markt gericht zijn.

Daarnaast is er markttoezicht dat als doel heeft toe te zien op het systeemrisico. Dit gaat onder meer om de EMIR regelgeving die van toepassing is op derivaten en de short selling regelgeving.

Ieder vereist naar mijn oordeel een eigen oplossing.

Voor het markttoezicht op beursgenoteerde effecten voldoet regulatory competition. De redenen hiervoor zijn (i) dat de uitgevende instellingen voortdurende liquiditeit willen bewerkstelligen (ii) de handelsplatformen en beurzen zelf een reputatie hoog hebben te houden en (iii) op beurzen vooral professionele partijen actief zijn die in staat zijn zelf de kwaliteit te monitoren. Met andere woorden: regulatory competition leidt naar alle waarschijnlijkheid tot een *race to the top*. Mijn aanbeveling is daarom dat de uitgevende instelling een handelsplatform kiest en daarmee automatisch zijn enige home-state voor zowel het prospectustoezicht, als het transparantietoezicht, als het toezicht op marktmisbruik. In geval de uitgevende instelling ervoor kiest op verschillende markten genoteerd te zijn, dan geldt als home-state de markt waar het grootste transactievolume in de effecten wordt gerealiseerd. Deze toezichthouder is dan ook meteen leadtoezichthouder voor de regels met betrekking tot dit effect die het handelsplatform aangaan (denk met name aan de beslissing om de handel stil te leggen en de vraag of een effect liquide is in het kader van de transparantieregels).

Voor niet beursgenoteerde effecten dient naar mijn oordeel voor de lidstaat te worden gekozen waar de effecten het meest worden verkocht, althans waar de marketing het meest op is gericht. Dit is dus niet noodzakelijkerwijs de lidstaat waar de uitgevende instelling is gevestigd. De reden hiervoor is dat bij niet beursgenoteerde effecten, die meestal op retail beleggers zijn gericht, regulatory competition tot een *race to the bottom* kan leiden. Dan moet dus de overheid met het grootste belang kunnen ingrijpen.

Het markttoezicht dat als doel heeft systeemrisico's te bezweren, zou naar mijn oordeel moeten worden gelegd bij die lidstaat of Europese instelling die bevoegd is voor de financiële onderneming of overheid die het betreft. Dat betekent dat de short selling regelgeving die betrekking heeft op een financiële onderneming wordt uitgeoefend door hetzij de lidstaat die toezicht houdt op deze financiële onderneming, hetzij door de Europese instelling die toezicht houdt op deze financiële onderneming. Short selling toezicht dat een individuele overheid betreft, wordt uitgeoefend door deze overheid. Short selling toezicht op andere beursgenoteerde partijen wordt uitgeoefend door de lidstaat die ook het prospectustoezicht en transparantietoezicht houdt op deze instelling.

Het toezicht op de derivatenmarkten en commodity markten dient naar mijn oordeel op Europees niveau te worden gelegd, aangezien deze markten geen duidelijke binding met enige lidstaat kennen. Toezicht dat minder belangrijk is, bijvoorbeeld op verhoudingsgewijs kleine partijen of markten, zou dan kunnen worden gedelegeerd door de Europese toezichthouders aan een nationale toezichthouder.

## 5.5. De Europese toezichthouders

Zoals hierboven toegelicht blijft er een rol weggelegd voor Europese toezichthouders. Er is naar mijn oordeel wel een aantal aspecten belangrijk:

- (i) Ik geloof niet in gedeeld toezicht op dezelfde financiële onderneming. Hetzij een Europese instelling houdt toezicht, hetzij een nationale. Een Europese instelling kan zich wel laten assisteren door een nationale instelling, maar dit gaat dan om back-office werkzaamheden. De financiële onderneming dient juridisch geconfronteerd te worden met één toezichthouder. Dit om allerlei rechtstatelijke problemen te voorkomen.
- (ii) De Europese toezichthouder dient zelf efficiënt te functioneren. Ten opzichte van het huidige model betekent dit twee dingen. Voor de ECB dient in een verdragswijziging te worden voorzien, die ertoe leidt dat de Supervisory Board niet alleen materieel, maar ook formeel de beslissingen neemt. Voor de ESAs en de SRB dient de Meroni-doctrine te worden afgeschaft, hetgeen waarschijnlijk eveneens een verdragswijziging vereist. Door de rechtsbasis van de ESAs in het VWEU zelf op te nemen, vallen deze als Europese instellingen, in plaats van agentschappen, niet meer onder de Meroni doctrine. De ESAs kunnen dan echte toezichthouders worden met hun eigen discretionaire marge.
- (iii) De Europese toezichthouders moeten werkelijk Europees worden. Daarom dient het bestuursorgaan van de Europese toezichthouders niet langer te bestaan uit de voorzitters van de nationale toezichthouders, maar uit onafhankelijk functionarissen die worden benoemd door de Raad van Ministers in samenwerking met het Europees Parlement. Het personeel moet ook werkelijk Europees zijn. De Europese toezichthouders moeten daarom een personeelsbeleid voeren dat erop gericht is voor de langere termijn functionarissen aan te trekken en deze functionarissen een Europees carrièrepad bieden.

## 5.6. Conclusie

De essentie van mijn oplossing is hiermee het volgende:

Er komt een onderscheid tussen internationaal belangrijke instellingen en minder belangrijke instellingen. Deze belangrijke instellingen worden Europees gereguleerd. De minder belangrijke instellingen nationaal. Hierdoor is niet één lidstaat meer overgeleverd aan een financiële onderneming waar deze nauwelijks grip op heeft, terwijl deze financiële onderneming wel veel kwaad kan doen.

Voor de minder belangrijke instellingen krijgt de home-state meer macht. Tegenmachten die onder het huidige model worden uitgeoefend door het college van toezichthouders en door de toezichthouders van significante bijkantoren worden teruggebracht. Dit is gerechtvaardigd, omdat de incentives juist worden gelegd. Ten eerste moet de home-state een significant eigen belang hebben bij de instelling. Ik stel namelijk belang in de plaats van territorium om te bepalen welke lidstaat primair toezicht houdt. Ten tweede moet de home-state schade in het buitenland dragen, doordat er een reële kans is op toezichthoudersaansprakelijkheid. Ten derde moet deze aansprakelijkheid ook verhaalbaar zijn, doordat de omvang van de financiële onderneming in verhouding moet staan tot de nationale economie. Ontgroeit de financiële onderneming de nationale economie, dan wordt het toezicht overgedragen naar Europees niveau.



Ik onderken dat het level playing field binnen lidstaten hiermee onder spanning kan komen te staan.<sup>2208</sup> Dit is echter een noodzakelijk kwaad, dat ik accepteer. Overigens meen ik dat de impact van toezicht en regelgeving op een level playing field niet te veel moet worden overdreven. Zo zal een kredietinstelling die erg groot wordt waarschijnlijk minder last hebben van het feit dat deze onder Europees toezicht komt, dan dat deze kredietinstelling vanwege deze zelfde grootte een systeemrisicobuffer moet aanhouden. Dit unlevel playing field wordt bovendien veroorzaakt door de wijze waarop een financiële onderneming zelf kiest zich te organiseren. Een financiële onderneming die erg groot wordt, veroorzaakt daarmee immers zelf dat deze onder Europees toezicht komt.

## 6. Slotbeschouwing

In dit proefschrift presenteerde ik de verschillende modellen voor de verdeling van de toezichtsbevoegdheden ter zake van financiële ondernemingen of activiteiten tussen de Europese Unie en de lidstaten (onderling). Ik benoemde de voor- en nadelen van elke oplossing.

Als de host-states veel macht wordt geboden om toezicht te houden op financiële diensten en activiteiten die op hun grondgebied plaatsvinden, dan belemmert dit de marktintegratie. Kiest men er echter voor de home-state veel macht te geven, dan (i) kan de host-state zijn lokale markt niet meer sturen, (ii) kunnen de burgers van de host-states zich in de steek gelaten voelen door hun nationale overheid en (iii) heeft de home-state de mogelijkheid beslissingen te nemen die ten koste gaan van de burgers of de economie van de host-state. Oplossingen waarbij toezicht wordt gehouden op Europees niveau of waarbij in het toezicht wordt samengewerkt, hebben als voordeel dat belangentegenstellingen tussen home-state en host-states worden bezworen, maar zijn vaak juridisch gekunsteld, voorzien in beperkte democratische legitimatie en leiden automatisch tot een situatie waarbij de hele Europese markt op dezelfde wijze gereguleerd wordt.

Een ideale oplossing, die altijd werkt, bestaat dus niet. Het is echter wel mogelijk vooraf in kaart te brengen welke risico's op negatieve consequenties een oplossing met zich brengt en te beoordelen of het waarschijnlijk is, dat deze risico's zich realiseren. Zo is het mogelijk om te beoordelen of het waarschijnlijk is, dat de home-state beslissingen wil nemen ten nadele van de host-state en is ook mogelijk te beoordelen of er voldoende mitigerende factoren aanwezig zijn die het risico hierop verkleinen. Ook de juridische kwaliteit van een model kan worden beoordeeld, onder meer door het risico op tegenstrijdige beslissingen van rechters of toezichthouders te benoemen en de vraag te beantwoorden of de regels een sluitend en logisch antwoord geven op de vraag welke lidstaat toezicht houdt of dat marktpartijen de facto zelf hun toezichthouder kunnen kiezen. Hetzelfde geldt voor de vraag of in lokaal maatwerk door de nationale toezichthouder kan worden voorzien en of dit gewenst is.

Ook buiten de financiële sector wordt -vaak naar aanleiding van schandalen - de vraag gesteld waar en op welk niveau toezicht moet plaatsvinden. Zo is voorgesteld dat de host-states en de Europese Commissie meer te zeggen moet krijgen over de controle van de uitstoot van auto's die in andere lidstaten zijn geproduceerd.<sup>2209</sup> Dit is een reactie op het Volkswagenschandaal inzake 'sjoemelsoftware' waarbij, naar nu blijkt, de Duitse overheid haar nationale autoindustrie de hand

<sup>2208</sup> Voor De Larosière Rapport, p. 58 was dit level playing field de reden om Europese instellingen niet aan een Europese toezichthouder over te dragen, maar te laten bij de home-state en host-state.

<sup>2209</sup> European Commission - Fact Sheet, Car industry: European Commission tightens rules for safer and cleaner cars, Proposal for a Regulation on the approval and market surveillance of motor vehicles, Real Driving Emissions testing and other relevant regulatory developments, Brussel, 27 januari 2016.

boven het hoofd hield. In de algemene verordening gegevensbescherming<sup>2210</sup> wordt eveneens voorzien in samenwerking tussen nationale (privacy) toezichthouders waarbij de toezichthouder van de voornaamste vestiging van een bedrijf/concern de leiding krijgt bij het toezicht. Ook hier is mijn model toepasbaar. Ik durf nu reeds de voorspelling aan dat voor 2022 er grote politieke consternatie ontstaat in Duitsland, wanneer uitkomt dat Ierland als leidende toezichthouder grote Amerikaanse techbedrijven, zoals Facebook, Google en Apple, de hand boven het hoofd heeft gehouden bij de handhaving van de privacyregelgeving. Op dit moment is dit een ongefundeerde beschuldiging zonder enige bewijs. Echter op basis van mijn model is deze uitkomst wel te verwachten, aangezien Ierland met een betrekkelijk kleine economie in grote mate afhankelijk is van deze bedrijven en de klanten onvoldoende kennis van zaken hebben om zelf deze bedrijven te controleren.

Dit proefschrift geeft ook een overzicht van de historie van de verdeling van toezichtsbevoegdheden op de Europese markten. Hoewel de modellen die ik introduceerde deels naast elkaar bestaan, is elke model typisch voor de tijd waarin dit model geïntroduceerd werd en reflecteert dit model wat toentertijd het belangrijkste werd geacht. Model 1 vindt weliswaar zijn juridische oorsprong in het VWEU zelf, maar vond pas echt opgang in de jaren 80 en begin jaren 90. Model 2 regeerde vanaf de jaren 90 tot de crisis in 2008. Men wilde één financiële markt in Europa creëren en marktintegratie was het dominante thema. De macht van de host-state werd significant teruggedrongen. Mogelijke belangentegenstellingen tussen lidstaten werden genegeerd. Deze pasten niet bij de destijds heersende opinie van steeds verdere integratie en de fictie van vertrouwen tussen lidstaten onderling. Pas in de crisis kwamen de belangentegenstellingen naar voren en werden deze op politiek niveau besproken. Dit was de reden om in 2011 de ESAs op te richten. Model 4 is een resultaat van de Eurocrisis in 2011 waarbij de financiële crisis oversloeg naar de overheden zelf. Het waren de macro-economische belangen die noodzaakten om het toezicht aan de ECB en het SRM over te dragen.

Toen deze modellen werden geïntroduceerd, is geen rekening gehouden -en kon ook geen rekening worden gehouden- met de ontwikkelingen die nadien speelden. Toen men eind jaren 80/begin jaren 90 het Europees paspoortensysteem opzette, had men nooit kunnen bevroeden dat West-Europese banken de hele Oost-Europese markt zouden domineren, om de simpele reden dat de Oost-Europese lidstaten pas in 2004 tot de Europese Unie toetraden. Realiseerden men zich bij het optuigen van het paspoort voor UCITS beleggingsinstellingen in 1985 dat het kleine Luxemburg de Europese markt voor deze producten zou gaan domineren? Of realiseerde men zich in 2004 toen de MiFID werd aangenomen dat het paspoort van de MiFID in 2016 zou worden gebruikt om vanuit Cyprus op groot schaal online door heel Europa binaire opties (dit zijn simpel gezegde financiële instrumenten waarmee men kan gokken of de beurs binnen een uur omhoog of omlaag gaat) aan retailbeleggers te verkopen?

Deze modellen zijn niet alleen een kind van hun tijd. Bij de Europese regelgeving bouwt men steeds voort op het reeds bestaande. Men past het bestaande aan, in plaats van terug te gaan naar de tekentafel. Het huidige systeem van Europese paspoorten en home-state toezicht waarbij de home-state die lidstaat is waar de financiële onderneming is gevestigd, is bedacht in 1985, namelijk in de Commission White Paper on Completing the Internal Market. De Europese Commissie vond destijds inspiratie bij jurisprudentie over een fles vruchtenlikeur (de Cassis de Dijon uitspraak van het Hof). Men kan zich afvragen of financiële diensten destijds al veel gemeen hadden met likeur. Maar in ieder geval nu ruim 30 jaar later, is de financiële wereld totaal veranderd. Het is wonderlijk dat men zich dan toch nog laat leiden door concepten die zijn ontwikkeld in een wereld die inmiddels niet meer bestaat.

---

<sup>2210</sup> 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).

Mijn aanbeveling is daarom om niet alleen bij aannname van regelgeving kritisch te kijken naar welke verwachte gevolgen een toedeling van toezichtscompetenties heeft, maar deze vraag af en toe opnieuw te stellen om de regelgeving aan te passen aan de veranderde wereld. Men zal zich regelmatig moeten afvragen of de gezichtspunten die ertoe hebben geleid voor een bepaalde verdeling van toezichtsbevoegdheden te kiezen, inmiddels op een andere verdeling duiden. Een bepaalde verdeling van toezichtsbevoegdheden kan in een bepaalde technologische, politieke of economische context wel werken en in een andere niet. Dit proefschrift toont het belang aan van deze maatschappelijke factoren om efficiënt toezichtsbevoegdheden te kunnen verdelen.

\*\*\*