

Een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen (I)

prof. mr. E.P.M. Joosen en mr. M.L. Louisse¹

Op 20 december 2017 heeft de Europese Commissie voorstellen gepubliceerd ter introductie van een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen. Dit nieuwe regime moet er, volgens de Commissie, op proportionele, eenvoudige en risico-sensitieve wijze voor zorgen dat beleggingsondernemingen in staat zijn hun rol in de Capital Markets Union te vervullen. De voorstellen vormen een radicale ingreep in de oorspronkelijke opzet van het prudentiële regime voor banken en (bepaalde) beleggingsondernemingen, zoals dat is neergelegd in CRR/CRD IV. Dat de Commissie met voorstellen voor herijking van het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen is gekomen, vloeit voort uit de opdrachten die in 2013 door het Europees Parlement en de Raad aan de Commissie zijn verstrekt. De ingrijpende aanpak van de Commissie, door CRR en CRD IV om te buigen naar regels die exclusief voor banken van toepassing zullen zijn en daarnaast een parallel prudentieel regime voor beleggingsondernemingen te introduceren, is echter opmerkelijk te noemen en heeft verstrekkende gevolgen voor de toezichtpraktijk. In dit artikel wordt in twee delen ingegaan op dit nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen.

1. Introductie

Het voorgestelde nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen is gegoten in een verordening² (hierna: het IFR-voorstel) en een richtlijn (hierna: het IFD-voorstel)³. Als gevolg van het nieuwe regime zal een groot gedeelte van de beleggingsondernemingen in de Europese Economische Ruimte (hierna: de EER)⁴ niet langer onderworpen zijn aan de

prudentiële regels opgenomen in CRR/CRD IV.⁵ Het huidige CRR/CRD IV-regime voor bepaalde beleggingsondernemingen⁶ focust op typisch bancaire risico's. Daardoor sluit het niet goed aan bij de risico's die beleggingsondernemingen daadwerkelijk lopen en de schadelijke gevolgen die zulke risico's voor belanghebbenden, zoals de cliënten, kunnen hebben. Als gevolg hiervan is er volgens de Commissie sprake van een gefragmenteerde toepassing van het huidige prudentiële regime op beleggingsondernemingen door de verschillende EER-lidstaten. Dit leidt tot (onnodige) regulatoire complexiteit en willekeurige toepassing van toezichtregels.⁷

Dit artikel bestaat uit twee delen. In het eerste deel gaan wij in op de totstandkoming van het nieuwe regime (par. 2 van dit eerste deel), waarna

1. Bart Joosen is bijzonder hoogleraar Financieel Toezichtsrecht aan de Vrije Universiteit en verbonden aan het ZIFO Instituut en daarnaast advocaat te Amsterdam. Marije Louisse is advocaat te Amsterdam en buitenpromovenda aan de Radboud Universiteit Nijmegen.
2. Europese Commissie, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prudential requirements of investment firms and amending Regulations (EU) No 575/2013, (EU) No 600/2014 and (EU) No 1093/2010, 20 december 2017, COM(2017) 790 final.
3. Europese Commissie, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the prudential supervision of investment firms and amending Directives 2013/36/EU and 2014/65/EU, 20 december 2017, COM(2017) 791 final.
4. Volgens informatie van de EBA waren er eind 2015 6.051 beleggingsondernemingen in de Europese Economische Ruimte (IFR-voorstel, p. 1). Ongeveer 85% van deze beleggingsondernemingen verleent alleen één of meer van de volgende beleggingsdiensten: beleggingsadvies, ontvangen en doorgeven van orders, vermogensbeheer en/of uitvoeren van orders (IFR-voorstel, p. 1). Ongeveer de helft van alle beleggingsondernemingen is in het Verenigd Koninkrijk

gevestigd. De lidstaten met de meeste beleggingsondernemingen na het Verenigd Koninkrijk zijn Duitsland, Frankrijk, Nederland en Spanje (IFR-voorstel, p. 1).

5. Verordening (EU) Nr. 575/2013 en Richtlijn 2013/36/EU.
6. CRR en CRD IV zijn slechts van toepassing op een deelverzameling van de beleggingsondernemingen (in de Wft aangeduid als 'beleggingsondernemingen in de zin van de verordening kapitaalvereisten'), die overigens op grond van MiFID II/MiFIR onder toezicht staan. De exacte reikwijdte van de prudentiële eisen voor beleggingsondernemingen blijkt, met name, uit de bepalingen van art. 4(1)(2) en 95 CRR. Zie verder hierover: <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-234589.jsp> en <http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-236657.jsp>.
7. IFR-voorstel, p. 4.

wij de hoofdelementen van het nieuwe regime bespreken (par. 3 van dit eerste deel). We sluiten dit eerste deel af met een tussenconclusie en een schematisch overzicht van alle wijzigingen in het prudentiële kader voor beleggingsondernemingen als gevolg van het voorgestelde nieuwe regime. In het tweede deel gaan wij in op de Pillar 2 toetsing van de kapitaaltoereikendheid door de toezichthouder, herziening van de regels voor corporate governance en het beloningsbeleid, de regeling van het geconsolideerde toezicht, rapportages en openbaarmaking. Vervolgens behandelen we de samenhang tussen het nieuwe regime en het SSM en het afwikkelingskader, zoals dat is neergelegd in de BRRD en de SRM-Verordening. We geven hierbij tevens aandacht aan het overgangsrecht voor het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen. In het tweede deel besteden wij ook aandacht aan de gevolgen voor de circa 250 onder toezicht staande beleggingsondernemingen in Nederland en de consequenties van de voorstellen in het kader van de Brexit. Het tweede deel bevat tot slot onze eindconclusie, waarin wij ingaan op de vraag of de introductie van het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen daadwerkelijk leidt tot de door de Commissie gewenste proportionaliteit, vereenvoudiging en risico-sensitiviteit.

2. De weg naar het nieuwe regime

2.1. Essentie van het prudentiële regime van de CRR/CRD IV

CRR en CRD IV vormen de Europese uitwerking van de standaarden die sinds 1988 door het Bazels Comité voor het Banktoezicht zijn uitgebracht, te beginnen met Basel I, in 2004 gevolgd door Basel II⁸. Met de standaarden van Basel II, die per 1 januari 2007 in werking traden, werd het zogenaamde Drie Pillar toezicht model geïntroduceerd. Pillar 1 definieert de kapitaaleisen. Pillar 2 regelt het afleggen van verantwoording door de instelling aan de toezichthouder over de kapitaaltoereikendheid en eventuele correcties door de toezichthouder op de hoogte van het kapitaal in de vorm van zogenaamde 'SREP'-besluiten'. Pillar 3 regelt de transparantie van het risicobeheer door ondernemingen door verplichte publicatie van de regulatorische ratio's en informatie over het risicobeheer en beloningsbeleid.

De belangrijke herzieningen van de regelingen die Basel III¹⁰ naar aanleiding van de financiële crisis

van 2007-2011¹¹ bracht, zijn verwerkt in CRR en CRD IV. Dit leidde, onder meer, tot een aanpassing van de kapitaaleisen, introductie van scherpere regels betreffende de kwaliteit van het aangetrokken (regulatorische) kapitaal, scherpere kapitaaleisen voor risicoposities die worden aangehouden in de derivatenmarkten, liquiditeitseisen, de leverage ratio en een stevige aanscherping van de eisen aan het risicobeheer door instellingen.¹²

In Europa is gekozen voor het toepassen van deze bancaire regels in een gelijkwaardig regime voor beleggingsondernemingen, zij het dat beleggingsondernemingen aanvankelijk uitsluitend waren onderworpen aan de kapitaaleisen voor het marktrisico. Deze keuze is voor het eerst neergelegd in de Eerste Richtlijn Kapitaaltoereikendheid van 1993.¹³ Europa heeft altijd een wat 'ongemakkelijke' regeling gekend van de prudentiële eisen voor beleggingsondernemingen, waarbij enerzijds werd onderkend dat beleggingsondernemingen op gelijke voet als banken handelsactiviteiten op de financiële markten uitoefenen en daardoor aan hetzelfde marktrisico zijn blootgesteld. Anderzijds is bij het inpassen van de regels van het prudentiële toezicht voor beleggingsondernemingen steeds onderkend dat een groot gedeelte van de regels voor banken voor dit type ondernemingen geen relevantie heeft. Beleggingsondernemingen hebben een wezenlijke andere bedrijfsactiviteit. Zij hebben bijvoorbeeld nauwelijks te maken met de noodzaak om kredietrisico's op verstrekte financiering te beheersen. Zij hebben evenmin te maken met de noodzaak prudent beleid en beheer te voeren in het kader van belangen van (particuliere) spaarders die financiering aan de instelling verstrekken. Beleggingsondernemingen zijn evenmin betrokken in het systeem van interbancaire financiering of de exploitatie van het betalingsverkeer.¹⁴

Mede ook vanwege de veelal relatief geringe omvang van de ondernemingen die zich uitsluitend richten op beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten, bestaat er in de meeste

dity risk measurement, standards and monitoring, december 2010.

8. Basel Committee on Banking Supervision (hierna: BCBS), 'International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards', juni 2004.
9. 'SREP' staat voor Supervisory Review and Evaluation Process.
10. BCBS, 'Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems', december 2010 en Basel III: International framework for liqui-

11. In het algemeen wordt er van uitgegaan dat in 2011 de crisis in de financiële markten eindigde en snel werd opgevolgd door een crisis in de reële economie, te beginnen met de schulden crisis van Griekenland die in de zomer van 2011 de heftige vormen aannam die noopten tot de interventies door Europa.
12. Zie hierover uitgebreid: N. van de Vijver, 'De implementatiewet richtlijn en verordening kapitaalvereisten (CRD IV)', *Ondernemingsrecht* 2014/10, en E.P.M. Joosen, 'Op weg naar Basel III en CRD IV. Fundamentele herziening van Basel II en implementatie in de Europese Capital Requirements Directive', *FR* 2010, nr. 7/8, p. 181-193 en 'Inwerkingtreding van CRR en CRD IV: de voltooiing van de Basel III implementatie', *FR* 2014, nr. 3, p. 63-75.
13. Richtlijn 93/6/EEG.
14. Zie ook in vergelijkbare bewoordingen: IFR-voorstel, p. 2.

gevallen ook geen noodzaak om systeemrisico's te beheersen, met uitzondering van een handvol Europese ondernemingen die zich van oudsher als beleggingsonderneming hebben georganiseerd, maar in feite een universeel bankbedrijf voeren. Deze ondernemingen worden echter volledig gefinancierd met eigen vermogen verstrekt door de (meestal Amerikaanse) moederondernemingen. Vanwege het feit dat deze ondernemingen geen spaargelden aantrekken, kwalificeren zij formeel niet als 'kredietinstelling', maar functioneren zij in feite wel als een (omvangrijke) investment bank. Het zijn deze (acht) ondernemingen (alle gevestigd in het Verenigd Koninkrijk) die de Europese wetgever nu op het netvlies heeft als systeemrelevante ondernemingen, waarvoor ook een ander prudentieel regime zal gelden. Zie hierover onze opmerkingen in par. 3.1.¹⁵

Het gebrek aan relevantie voor beleggingsondernemingen van het prudentiële toezichtkader dat voor banken in de loop der tijd is ontwikkeld, is voornamelijk ook bij de introductie van de Bazel III regels in 2010 onderkend. Bij de omzetting van Bazel III in de CRR en CRD IV is op tal van plaatsen reeds uitzonderingen ingevoerd. Dit geldt bijvoorbeeld voor het nieuwe liquiditeitstoezicht. In art. 6(4), tweede zin, CRR is een regeling getroffen die uitsluiting van de bepalingen van Deel 6 CRR voor beleggingsondernemingen regelt, indien de bevoegde autoriteiten deze uitsluiting gerechtvaardigd vinden. In Europa wordt het liquiditeitstoezicht van Deel 6 CRR dan ook niet, of nauwelijks, op beleggingsondernemingen toegepast. Ook voor de nieuwe kapitaalbuffers (kapitaalconserveringsbuffer en contracyclische kapitaalbuffer) is in art. 129(2) en 130(2) CRD IV een mogelijkheid tot het creëren van vrijstellingen geregeld, die uitsluitend voor beleggingsondernemingen kan gelden.

CRR en CRD IV geven derhalve reeds op veel vlakken een bijzondere regeling voor beleggingsondernemingen, in het besef dat bepaalde bancaire eisen geen relevantie voor deze ondernemingen hebben. Desondanks is er door de Europese wetgever in 2013 besloten om nader studie te verrichten naar een passend prudentieel toezichtkader voor beleggingsondernemingen.¹⁶

15. Volledigheidshalve verwijzen we ook naar het rapport van de Financial Stability Board, 'Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities', januari 2017, en hierover C.J. Groffen in 'Rondom het Nieuws', *FR* 2017, nr. 3, p. 97-99. De aanvankelijke analyses van de FSB over de rol van vermogensbeheerders en hun systeemrelevantie, zou ook gevolgen hebben gehad voor zich als beleggingsonderneming organiserende vermogensbeheerders. Maar het afzwakken van de aanbevelingen voor dit deel van de financiële sector, heeft deze mogelijke implicaties terzijde geschoven.

16. Volledigheidshalve merken wij op dat de Commissie op 23 november 2016 voorstellen heeft gepubliceerd ter wijziging van CRR/CRD IV (COM(2016) 854 final en

2.2. Opdracht aan de Commissie tot herziening CRR-regelingen

Ingevolge de art. 493(2), 498(2), 508(2) en 508(3) CRR diende de Commissie uiterlijk op 31 december 2015 op basis van openbare raadplegingen en in overleg met de bevoegde autoriteiten een verslag in te dienen bij het Europees Parlement en de Raad over, kort gezegd, een geschikte regeling voor het prudentieel toezicht op beleggingsondernemingen. Deze deadline is door de Commissie niet gehaald, mede doordat de Europese Bankenautoriteit (hierna: de EBA) bij het uitbrengen van de verschillende adviezen aan de Commissie zeer grote vertraging opliep.

In december 2014 heeft de Commissie EBA in een *first call for advice*¹⁷ verzocht om te adviseren over een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen. In december 2015 publiceerde de EBA haar eerste rapport waarin zij voorstelt het prudentiële regime aan te passen voor beleggingsondernemingen, anders dan de grootste en systeemrelevante beleggingsondernemingen.¹⁸ In juni 2016 heeft de Commissie een *second call for advice*¹⁹ gestuurd aan de EBA, waarna de EBA in november 2016 een *discussion paper for consultation* heeft gepubliceerd.²⁰ In die consultatieronde (die in februari 2017 sloot) is volop gereageerd door belangenorganisaties uit het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Duitsland en Frankrijk. In september 2017 heeft de EBA, naar aanleiding van aanvullende informatie van beleggingsondernemingen en nationale toezichthouders, tot slot haar finale aanbevelingen gepubliceerd.²¹ Het IFR-voorstel en het IFD-voorstel bouwen voort op deze finale aanbevelingen, alhoewel de Commissie hier ook op sommige punten van afwijkt.²² Het IFR-voorstel en het IFD-voorstel lagen tot 8 maart 2018 tot het geven van feedback voor aan het publiek. Waar

COM(2016) 850 final), onder meer ter voltooiing van de bankenunie en ter implementatie van nieuwe standaarden van het Bazels Comité. Zie hiervoor E.P.M. Joosen 'Voltooiing van de bankenunie: banken pakket voorstellen voor CRR2 en CRD5', *FR* 2017, nr. 7/8.

17. De first call of advice van de Commissie is nooit gepubliceerd.

18. EBA, 'Report on Investment Firms, Response to the Commission's Call for Advice of December 2014', EBA/Op/2015/20.

19. Europese Commissie, Call for advice to the EBA for the purpose of the report on the prudential requirements applicable to investment firms, 13 juni 2016, (2016)2740315.

20. EBA, Discussion Paper, Designing a new prudential regime for investment firms, 4 november 2016, EBA/DP/2016/02.

21. Opinion of the European Banking Authority in response to the European Commission's Call for Advice on Investment Firms, 29 september 2017, EBA/Op/2017/11.

22. Een voorbeeld hiervan is de voorgestelde regeling voor kwalificering van een beleggingsonderneming als een 'Categorie 1-beleggingsonderneming', zoals nader besproken in par. 3.

het IFR-voorstel (nadat het is aangenomen door het Europese Parlement en de Raad) directe werking zal hebben in de EER-lidstaten, zal het IFD-voorstel (eveneens nadat het is aangenomen door het Europese Parlement en de Raad) moeten worden geïmplementeerd door de EER-lidstaten.

3. Het nieuwe regime

3.1. Drie categorieën

Het nieuwe regime leidt ertoe dat beleggingsondernemingen in drie categorieën zullen worden ingedeeld. De prudentiële regels die van toepassing zijn, variëren afhankelijk van de categorie waartoe de beleggingsonderneming behoort.

3.1.1. Categorie 1-beleggingsondernemingen

Art. 60 IFR-voorstel introduceert een aanpassing van de definitie van kredietinstelling in art. 4(1), punt 1, onder (b) CRR. Als gevolg hiervan kwalificeren beleggingsondernemingen die handelen voor eigen rekening en/of plaatsingsactiviteiten met plaatsingsgarantie verrichten, maar geen grondstoffen- of emissierechtenhandelaar, instelling voor collectieve belegging (abi/icbe) of verzekeraar zijn, als kredietinstelling. Er geldt echter wel een aanvullend omvangscriterium, namelijk:

1. de totale waarde van de activa van de beleggingsonderneming is hoger dan EUR 30 miljard, of
2. de totale waarde van de activa van de beleggingsonderneming zelf is lager dan EUR 30 miljard, maar de totale waarde van de activa van de ondernemingen in de groep waartoe de beleggingsonderneming behoort en die dezelfde activiteiten verrichten als de beleggingsonderneming is hoger dan EUR 30 miljard, of
3. er is geen instelling in de groep waarvan de totale waarde van de activa EUR 30 miljard bedraagt, maar de groep als geheel heeft wel meer dan EUR 30 miljard activa en de consoliderende toezichthouder besluit tot kwalificatie als kredietinstelling ter voorkoming van ontwijking van de voorschriften en ter beheersing van systeemrisico's.²³

Deze allergrootste beleggingsondernemingen verschieten ingevolge art. 57 IFD-voorstel kortom van kleur: zij worden kredietinstellingen, waarop het prudentiële regime zoals dat is vastgelegd in CRR/CRDIV van toepassing is en zal blijven.²⁴ Hiermee komt een einde aan de situatie dat grote beleggingsondernemingen die in feite als 'investment bank' functioneren, maar die zich volledig financieren met 'wholesale debt' en eigen vermogen (dus geen spaargelden van particulieren aantrekken), als beleggingsonderneming classificeerden en niet als bank. Deze beleggingsondernemingen die 'bank-like' activiteiten verrichten, zijn voor het toezicht momenteel al ondergebracht bij de Prudential Regulation Authority van het Verenigd Koninkrijk²⁵, en hebben reeds nu te maken met prudentieel toezicht en regels als ware zij kredietinstelling.

Kredietinstellingen die tevens beleggingsdiensten verlenen (bankbeleggingsondernemingen) en systeemrelevante beleggingsondernemingen kwalificeren derhalve *niet* langer als beleggingsonderneming in de zin van art. 4(1), punt 2, CRR. Deze entiteiten kwalificeren *wel* als beleggingsonderneming in de zin van art. 4(1), punt 1 MiFID II, maar zullen vanwege hun (toekomstige) status als kredietinstelling niet over een afzonderlijke vergunning als beleggingsonderneming hoeven te beschikken.²⁶

In elk geval wordt door de Commissie met dit voorstel voorgesorteerd op een 'harde Brexit' waarbij het de bedoeling is dat de grootste acht beleggingsondernemingen (die, zoals hiervoor vermeld, momenteel allemaal in het Verenigd Koninkrijk zijn gevestigd), zich naar het Europese continent zullen verplaatsen en, meer specifiek, naar een Eurozone-lidstaat. Bij het aanvragen van een vergunning zullen deze beleggingsondernemingen onmiddellijk te maken krijgen met de ECB die ingevolge dit nieuwe regime de directe toezichthouder wordt van deze grootste beleggingsondernemingen. Zij worden kredietinstelling, omdat in de tegenwoordige tijd minder waarde wordt gehecht aan het criterium 'aantrekken opvorderbare gelden' voor de kwalificatie van instellingen als kredietinstelling.²⁷ Veeleer wordt gekeken naar andere aspecten die instellingen systeemrelevant kunnen doen zijn, waardoor verscherpt toezicht is gerechtvaardigd. In het geval van de acht mastodonten wordt voornamelijk gekeken naar de impact op de

23. De EBA had in eerste instantie in haar opinie van oktober 2016 voorgesteld om gebruik te maken van de criteria die zijn vastgelegd in de RTS voor de identificatie van G-SII's en de Richtsnoeren voor beoordeling van O-SII's om vast te stellen of een beleggingsonderneming behoort tot Categorie 1. In haar opinie van september 2017 stelt zij voor dat de Commissie een nieuwe Level 2 verordening zou aannemen voor de identificatie van Categorie 1-beleggingsondernemingen.

24. Dit geldt overigens ook voor bankbeleggingsondernemingen: banken die tevens beleggingsdiensten verlenen.

25. De circa 250 kleinere handelaren voor eigen rekening die in het Verenigd Koninkrijk zijn gevestigd staan uitsluitend onder toezicht van de Financial Conduct Authority van het Verenigd Koninkrijk.

26. Zie art. 1, lid 3 MiFID II.

27. Zie: E.P.M. Joosen, 'De definitie van kredietinstelling in het Europese Single Rule Book', *FR* 2015, nr. 5, p. 172-183.

financiële markten, indien een van deze grote beleggingsondernemingen in moeilijkheden zou komen. Dit heeft zodanige ernstige gevolgen (en kan kettingreacties veroorzaken), dat extra bescherming van cliënten en van de financiële markten tegen een systeemcrisis gerechtvaardigd wordt gevonden.

3.1.2. *Categorie 2 en 3-beleggingsondernemingen*

Het IFR-voorstel en het IFD-voorstel wijzigen CRR/CRD IV zodanig dat zij niet langer van toepassing zijn op beleggingsondernemingen in de zin van art. 4(1), punt 2, CRR (zie art. 60 IFR-voorstel en art. 57 IFD-voorstel). Door deze wijziging worden kredietinstellingen namelijk uitgezonderd van de definitie van beleggingsonderneming in art. 4(1), punt 2 CRR. Die definitie wordt beperkt tot een persoon als gedefinieerd in art. 4(1), punt 1, MiFID II, waaraan een vergunning is verleend onder MiFID II, met uitzondering van een kredietinstelling.

Voor beleggingsondernemingen die niet als systeemrelevante beleggingsonderneming kwalificeren, zal het nieuwe regime van de IFR en IFD van toepassing zijn.²⁸ Art. 2 IFD-voorstel bepaalt dat het IFD-voorstel van toepassing is op beleggingsondernemingen waaraan een vergunning is verleend en waarop toezicht wordt gehouden ingevolge MiFID II. Art. 1 IFR-voorstel bevat een soortgelijke bepaling. Beleggingsondernemingen die niet kwalificeren als systeemrelevante beleggingsonderneming kunnen vervolgens onder het nieuwe regime worden ingedeeld in kleine beleggingsondernemingen zonder 'interconnected' dienstverlening (Categorie 3-beleggingsondernemingen) en andere beleggingsondernemingen (Categorie 2-beleggingsondernemingen). Dit volgt uit art. 12 IFR-voorstel.

3.1.3. *Indeling in Categorie 3 of Categorie 2*

De indeling van een beleggingsonderneming in Categorie 3 of 2 vindt plaats op basis van een risicosensitieve aanpak. De toepassing van een 'verlicht regime' op Categorie 3-instellingen ligt in lijn met het beginsel van proportionaliteit. De indeling is, ten eerste, gebaseerd op de risico's die een beleggingsonderneming kan vormen voor cliënten

en markten. De indeling is daarnaast gebaseerd op de impact die een beleggingsonderneming op haar cliënten en de markt kan hebben, gelet op haar omvang. Als gevolg daarvan worden beleggingsondernemingen die groter in omvang zijn, dan wel hogere intrinsieke risico's lopen als gevolg van hun businessmodel, ingedeeld in Categorie 2.

De indeling in de verschillende categorieën vindt, kortom, niet plaats op basis van de beleggingsdiensten of -activiteiten die een beleggingsonderneming verleent respectievelijk verricht. In plaats daarvan is er gekozen voor een kwantitatieve aanpak. Uit de finale aanbevelingen van de EBA van september 2017 volgt dat de EBA meent dat een kwantitatieve aanpak (i) simpeler is, (ii) meer risicosensitief is, en (iii) beter aansluit bij de risico's die een beleggingsonderneming vormt voor belanghebbenden. Als voorbeeld noemt de EBA een beleggingsonderneming die op grond van haar vergunning cliëntgelden mag aanhouden, maar hier in de praktijk geen gebruik van maakt.²⁹ Een dergelijke beleggingsonderneming zal ten aanzien van de factor 'assets safeguarded and administered' een 'nul-score' hebben bij de berekening van de kapitaaleisen. In zo'n geval zal deze onderneming kunnen kwalificeren voor indeling in Categorie 3. Een beleggingsonderneming kwalificeert ingevolge art. 12 IFR-voorstel alleen als een Categorie 3-beleggingsonderneming, indien bepaalde drempelwaarden niet worden overschreden. Deze drempelwaarden zijn als volgt:

1. AUM (*assets under management*, zowel in het kader van discretionair vermogensbeheer als niet-discretionaire (advies) arrangementen) is lager dan EUR 1,2 miljard;
2. COH (*client orders handled*) is lager dan (i) EUR 100 miljoen per dag voor *cash* transacties of (ii) EUR 1 miljard per dag voor derivaten;
3. ASA (*assets safeguarded and administered*), CMH (*client money held*), DTF (*daily trading flow*), NPR (*net position risk*) of CMG (*clearing member guarantee*) en TCD (*trading counterparty default*) zijn allemaal nul;
4. Het balanstotaal van de beleggingsonderneming is lager dan EUR 100 miljoen; en
5. De totale bruto jaarlijkse winst gelinkt aan de beleggingsdiensten en -activiteiten van de beleggingsonderneming is lager dan EUR 30 miljoen.

Voor beleggingsondernemingen die deel uitmaken van een groep worden de drempelwaarden genoemd onder punt 1, 2, 4 en 5 op groepsniveau bekeken. Dit betekent dat, als er bijvoorbeeld twee beleggingsondernemingen deel uitmaken van een groep die allebei een AUM hebben van EUR 700 miljoen, zij allebei als Categorie 2-beleggingsonderneming dienen te worden gekwalificeerd, omdat de opgetelde AUM boven EUR 1,2 miljard komt (EUR 700 miljoen + EUR 700

28. Volledigheidshalve merken wij op dat art. 53 IFR-voorstel bepaalde rapportageverplichtingen oplegt aan beleggingsondernemingen die de activiteiten zoals genoemd in art. 4(1), punt 1, onder (b), CRR verrichten. Maar in feite is het onzuiver om nog langer te spreken van 'beleggingsondernemingen' in dit verband, omdat het gaat om de systeemrelevante beleggingsondernemingen die na inwerkingtreding van deze voorstellen, de jas van 'kredietinstelling' zullen (moeten) aantrekken.

29. EBA Opinie, september 2017, p. 15.

miljoen = EUR 1,4 miljard). De drempelwaarden genoemd onder punt 3 worden wel op individueel niveau toegepast.³⁰

Indien een beleggingsonderneming een van de drempelwaarden overschrijdt, wordt zij vanaf dat moment ingedeeld in Categorie 2. Indien een beleggingsonderneming echter alleen de drempelwaarden genoemd onder punt 1 of 2 overschrijdt, zal een indeling in Categorie 2 (en de toepassing van de daarbij behorende prudentiële eisen) pas plaatsvinden nadat de overschrijding drie maanden heeft voortgeduurd. Een beleggingsonderneming die is ingedeeld in Categorie 2 en onder de drempelwaarden zakt, zal niet automatisch in Categorie 3 terecht komen. Er zal dan een monitoringsfase ingaan van minimaal 6 maanden waarna indeling in Categorie 3 kan plaatsvinden, indien onder alle drempelwaarden wordt gebleven.³¹ Volgens de EBA zal van beleggingsondernemingen worden verwacht dat zij zelf monitoren of een herindeling nodig is en zich voorbereiden op de impact daarvan op de toepasselijke prudentiële eisen.³²

Uit de EBA-opinie van september 2017 kan worden opgemaakt dat de Categorie 2-beleggingsondernemingen met name zal bestaan uit grote vermogensbeheerders, handelaren voor eigen rekening en beleggingsondernemingen die gelden en/of financiële instrumenten van cliënten aanhouden. Categorie 3-beleggingsondernemingen zijn daarentegen beleggingsondernemingen die een potentieel kleinere impact zullen hebben indien zij falen, omdat zij klein zijn, minder risicovol en minder verbonden met het gehele systeem van de financiële markten.³³ Te denken valt daarbij aan beleggingsondernemingen die als daadwerkelijke 'intermediary broker' optreden, uitsluitend beleggingsadviezen verstrekken of kleine vermogensbeheerders die orders doorgeleiden naar *executing brokers*. Dit type beleggingsonderneming vertegenwoordigt overigens de overgrote meerderheid van vergunninghoudende beleggingsondernemingen in Europa. Te verwachten valt dat daardoor een zeer grote groep van de circa 6.000 Europese beleggingsondernemingen zullen gaan vallen onder het Categorie 3-regime. In het tweede deel van dit artikel zullen we een poging doen te analyseren wat de situatie voor Nederland zal zijn.

3.1.4. Beleggingsondernemingen met een bijzondere prudentiële behandeling

Er is één type beleggingsondernemingen dat een bijzondere prudentiële behandeling krijgt. Dit zijn handelaren in grondstoffenderivaten

en emissierechten(derivaten). Handelaren in grondstoffenderivaten vielen voorheen (onder MiFID) vaak onder een uitzondering op de reikwijdte van MiFID. Als gevolg daarvan waren deze handelaren ook niet onderhevig aan prudentiële eisen onder CRR/CRD IV. Indien deze handelaren wel binnen de reikwijdte van MiFID (en daarmee CRR/CRD IV) vielen, konden zij gebruik maken van een uitzondering op de eigen vermogens-eisen en grote postenregeling.³⁴ Met MiFID II is daar verandering in gekomen, omdat de uitzonderingen verder zijn ingeperkt. Daarnaast zijn handelaren in emissierechten en derivaten daarvan onder de reikwijdte van MiFID II gebracht door de uitbreiding van de definitie van financieel instrument (Bijlage 1, Deel C, MiFID II).

In haar opinie van september 2017 maakt de EBA onderscheid tussen (i) handelaren in grondstoffenderivaten/emissierechten die uitsluitend voor speculatieve doeleinden handelen en (ii) handelaren in grondstoffenderivaten/emissierechten die onderdeel zijn van een grotere niet-financiële groep (denk bijvoorbeeld aan spelers op de olie- of energiemarkt) en in grondstoffenderivaten/emissierechten handelen voor bedrijfsdoeleinden als een nevenschikte activiteit aan de hoofdactiviteit. De eerste categorie is vergelijkbaar met andere beleggingsondernemingen die voor eigen rekening handelen (bij het uitvoeren van cliëntorders). Zij zouden dus ook aan dezelfde prudentiële eisen moeten voldoen. De tweede categorie omvat handelaren die niet onder de 'nevenactiviteit-uitzondering' van MiFID II vallen, maar steeds hun MiFID II-activiteiten ondersteunend verrichten. Voor deze tweede categorie stelt de EBA voor om een aangepast prudentieel kader toe te passen.³⁵

De Commissie heeft in het IFR-voorstel gehoor gegeven aan deze suggestie door in art. 41 IFR-voorstel een vrijstelling op te nemen voor handelaren in grondstoffen en emissierechten³⁶ van Deel 4 IFR (concentratierisico). Daarnaast bevatten het IFD-voorstel en het IFR-voorstel overgangsrecht ten aanzien van dergelijke handelaren, waardoor zij pas na 5 jaar hoeven te voldoen aan het aanvankskapitaalvereiste, de liquiditeitsvereisten en de openbaarmakingsvereisten.³⁷ Zie ook onze uitgebreide beschouwingen over het overgangsrecht in het tweede deel van dit artikel.

30. Art. 12(2) IFR-voorstel.

31. Art. 12(2), (3), (4) IFR-voorstel.

32. EBA Opinie, september 2017, p. 18. Zie daarnaast art. 23 IFD-voorstel, zoals hierna nader besproken.

33. EBA Opinie, september 2017, p. 9-10.

34. Art. 493 en 498 CRR. Deze uitzonderingen zullen nog van toepassing zijn tot 31 december 2020 op grond van het in 2015 geëffectueerde European Commission Proposal of 16 December 2015 for a Regulation amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards exemptions for commodity dealers, COM(2015) 648 final (2015/0295 (COD)).

35. EBA Rapport, september 2017, p. 91-93.

36. Ingevolge art. 60 IFR-voorstel zal een nieuwe definitie van 'grondstoffen en emissierechten handelaren' worden ingevoegd in art. 4(1), punt 145, CRR.

37. Art. 59(2) IFD-voorstel; art. 57(1) IFR-voorstel.

3.2. De prudentiële regels

3.2.1. Algemene uitgangspunten

Aan het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen ligt het met Basel II geïntroduceerde Drie Pillar model ten grondslag, zoals besproken in par. 2.1. In de eerste Pillar van het nieuwe regime worden de kapitaals- en liquiditeitseisen bepaald. In de tweede Pillar legt de onderneming verantwoording af over de toereikendheid van kapitaal en liquiditeit. Wordt deze toereikendheid door de toezichthouder betwist, dan zal er een corrigerende eis worden opgelegd aan de onderneming. In de Derde Pillar worden het gevoerde risicobeheer, de prudentiële ratio's en uitgangspunten van het beloningsbeleid door de onderneming openbaar gemaakt. Het nieuwe regime wijzigt in zijn aard voornamelijk de invulling van de Pillar 1 eisen, die volledig worden toegesneden op de aard van de bedrijfsvoering van beleggingsondernemingen en de daaruit voortvloeiende relevante risico's. Het is op dit vlak dat, op basis van het door de EBA ontwikkelde 'K-Factor' model (zie hierna), naar onze mening een veel duidelijker, eenvoudiger toepasbaar en voor beleggingsondernemingen relevanter regime is ontwikkeld.

Bij het ontwikkelen van het regime heeft EBA invulling beogen te geven aan de vereisten van betere risico-sensitiviteit en proportionaliteit. Deze vereisten gaan in zekere zin hand in hand, doordat een splitsing is gemaakt in de eisen voor Categorie 2 en 3-ondernemingen, waarbij voor de laatste groep een sterk vereenvoudigd regime zal gelden. Maar ook binnen het voor Categorie 2 geformuleerde kader kan men zeggen dat de verbeterde risico-sensitiviteit bijdraagt aan proportionele toepassing van de prudentiële eisen. Immers, door bij die eisen uit te gaan van de risico's die daadwerkelijk passen bij de aard van de bedrijfsvoering en de aangeboden producten en diensten, worden deze uitdrukkelijk en effectief gericht op beheersing van de relevante risico's van de onderneming. Dat zal in de praktijk in elk geval minder interpretatiekwesaties opleveren, bijvoorbeeld over de vraag of bepaalde delen van CRR en CRD IV nu wel of niet op beleggingsondernemingen van toepassing zijn. Met deze betere focus op het ondernemingsmodel van beleggingsondernemingen is een grote stap voorwaarts gezet wat betreft de vereenvoudiging van dit deel van het toezichtrecht.

3.2.2. Kwalitatieve kapitaaleisen

Beleggingsondernemingen zullen voor de zogenoemde 'kwalitatieve kapitaaleisen' dezelfde regels als voor banken moeten volgen. Met de term 'kwalitatieve kapitaaleisen' wordt bedoeld dat de onderneming de kapitaalsvereisten moet invullen met kapitaalinstrumenten die voldoen aan bepaalde kwaliteitseisen. Bijvoorbeeld worden er regels

gesteld aan het maximale bedrag aan achtergestelde leningen dat een onderneming mag aantrekken om invulling te geven aan de kapitaaleisen. EBA heeft in haar voorstellen eveneens aanbevolen dat beleggingsondernemingen, wat dit onderdeel van het prudentiële regime betreft, zouden moeten vallen onder regels die identiek zijn aan de regels voor banken.³⁸

In het IFR-voorstel wordt voor de kwalitatieve kapitaaleisen derhalve verwezen naar de desbetreffende bepalingen van de CRR, waarbij de Commissie overigens de moeite heeft genomen om in de bepalingen van art. 9 en 10 IFR-voorstel deze technische kwestie te verduidelijken door als het ware de CRR regels, die over verschillende delen van de CRR zijn verspreid, samen te vatten in twee eenvoudig leesbare bepalingen.

3.2.3. Minimum kapitaaleis

Iedere beleggingsonderneming is onderworpen aan een minimum kapitaaleis bij zowel 'markttoetreding' (lees: vergunningverlening) als daarna op permanente basis. De minimumkapitaaleis geldt in feite als de absolute 'vloer' van de kapitaalsvereisten en geldt voor iedere onderneming, ongeacht in welke categorie deze zich bevindt. Aan de absolute hoogten van de minimum kapitaaleisen is door de Commissie nauwelijks gesleuteld.

Voor beleggingsondernemingen die de beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten genoemd in (3), (6), (8) en (9) van Deel A van Bijlage I MiFID II mogen verlenen of verrichten geldt ingevolge art. 8 IFD-voorstel een minimum kapitaaleis van EUR 750.000, hetgeen een lichte verhoging is met EUR 20.000 in vergelijking met de huidige eis.³⁹ Het gaat om handelaren voor eigen rekening, ondernemingen die financiële instrumenten plaatsen met garantie, MTF's en OTF's.

Voor beleggingsondernemingen die de beleggingsdiensten genoemd in (1), (2), (4), (5) en (7) van Deel A van Bijlage I MiFID II mogen verlenen en die het *niet* is toegelaten gelden of financiële instrumenten van cliënten onder zich te houden, geldt een eis van EUR 75.000, een verhoging met EUR 25.000 ten opzichte van de huidige eis. Het gaat om (executing) brokers, vermogensbeheerders, beleggingsadviseurs en ondernemingen die plaatsingsactiviteiten zonder garantie verrichten. Zij mogen geen rol vervullen bij de afwikkeling van transacties in financiële instrumenten zodanig dat er (tijdelijk) gelden of financiële instrumenten onder hen rusten.

Voor beleggingsondernemingen die de beleggingsdiensten genoemd in (1), (2), (4), (5) en (7) van Deel A van Bijlage I MiFID II mogen verlenen

38. Zie p. 29 van het EBA advies van september 2017.

39. Zie art. 3:57 Wft jo. art. 48 Besluit prudentiële regels Wft.

en die het *wel* is toegelaten gelden of financiële instrumenten van cliënten onder zich te houden, geldt een eis van EUR 150.000, een verhoging met EUR 25.000 ten opzichte van de huidige eis. Het gaat om (executing) brokers, vermogensbeheerders, beleggingsadviseurs en ondernemingen die plaatsingsactiviteiten zonder garantie verrichten, die *wel* betrokken zijn bij de afwikkeling van transacties voor cliënten die leiden tot het onder zich houden van gelden of financiële instrumenten.

3.2.4. Vastekosteneis

Van oudsher geldt voor beleggingsondernemingen een andere doelstelling van het prudentiële toezicht. Voor beleggingsondernemingen geldt in veel mindere mate dan voor banken, dat prudentieel toezicht is gericht op het bevorderen van een 'going concern', met andere woorden het voortzetten van de onderneming, ook al komt deze in (financieel) zwaar weer te verkeren. Dit aspect wordt onderstreept door de vastekosteneis, die erop neerkomt dat de beleggingsonderneming voldoende kapitaal aanhoudt gelijk aan drie maanden vaste kosten van de onderneming (huur, salarissen, en dergelijke) om de liquidatie van de onderneming binnen een horizon van drie maanden op een ordentelijke wijze te laten verlopen.⁴⁰

Voor Categorie 3-beleggingsondernemingen geldt, ingevolge art. 11(2) IFR-voorstel, dat, zolang zij beneden de drempels van het regime voor Categorie 2-instellingen blijven (zie par. 3.1.3), zij een kapitaal eis kennen van het hoogste van de minimumkapitaal eis (die is altijd EUR 75.000) en de vastekosteneis.⁴¹ Voor Categorie 2-ondernemingen geldt dat zij een kapitaal eis kennen van het hoogste van de vastekosteneis, de minimumkapitaal eis, en de K-Factor kapitaal eis (art. 11(1) IFR-voorstel). Dat regime is door EBA bedacht voor gevallen waarin een beleggingsonderneming tijdelijk of permanent de activiteiten staakt, waardoor (logischerwijs) de kapitaal eisen ingevolge de K-Factors (zie hierna) alle op nul euro komen te staan. Dan 'valt' de onderneming in elk geval terug op de vastekosteneis om te bevorderen dat een eventuele liquidatie van de onderneming als gevolg van de staking van werkzaamheden op ordentelijke wijze kan geschieden.

40. Zie EBA rapport van september 2017 in punt 112 op p. 37: 'It aims to ensure that investment firms hold capital to help them fail in a more orderly manner, providing adequate financial resources to support winding-down of the firm.' Dit is overigens gedachtengoed van de Europese wetgever dat reeds in 1993 werd uitgestippeld bij de invoering van de Tweede Richtlijn Kapitaaltoereikendheid.

41. Wat de 'vaste kosten' zijn wordt berekend conform de regels van Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/488 waar reeds voor de bestaande regeling van art. 97 CRR-criteria zijn gegeven wat 'vaste kosten' inhouden.

3.2.5. K-Factors voor berekening kapitaal eisen

Voor beleggingsondernemingen die behoren tot Categorie 2, geldt een kapitaal eis die het hoogste is van (i) het minimumkapitaal (ii) het kapitaal conform de vastekosteneis, of (iii) het kapitaal conform de risicogebieden voor de verschillende beleggingsondernemingen, de zogenoemde 'K-Factor'⁴² eisen. Voor de onderstaande uiteenzetting over de wijze waarop die K-Factor eisen werken, wordt verwezen naar de diverse risicogebieden met acroniemen die reeds in par. 3.1.3 zijn uiteengezet.

K-Factors zijn de verschillende risicogebieden die zijn gedefinieerd voor beleggingsondernemingen aan de hand van de soort activiteiten die de desbetreffende ondernemingen verrichten. Hierbij zijn drie 'domeinen' gedefinieerd waarbinnen verschillende K-Factors dienen te worden toegepast. Het eerste domein betreft het domein van risico's jegens cliënten ('*Risk-to-Customer*') wat vooral van belang zal zijn voor (executing) brokers, vermogensbeheerders, beleggingsadviseurs, ondernemingen die plaatsingsactiviteiten (met of zonder garantie) verrichten, MTF's en OTF's. Het tweede domein betreft risico's vanwege deelname aan de handel op de financiële markten ('*Risk-to-Market*') wat vooral relevant zal zijn voor handelaren voor eigen rekening. Het derde domein betreft '*Risk-to-Firm*', een maatstaf die met name is gericht op ondernemingen die hetzij grootschalig en hoogfrequent op de financiële markten handelen voor eigen rekening en met een eigen handelsportefeuille, hetzij onderhandsverhandelde derivaten in hun handelsportefeuille aanhouden, hetzij vorderingen op cliënten aanhouden waarbij sprake is van concentratierisico.

Ook al hebben we hiervoor geïndiceerd voor welke soort beleggingsdiensten de verschillende domeinen relevant zullen kunnen zijn, mag niet uitgesloten worden dat een beleggingsonderneming voor alle K-Factoren in de drie domeinen kapitaal eisen moet berekenen. Het kan namelijk voorkomen dat een beleggingsonderneming zowel beleggingsdiensten aan cliënten verleent, waarbij de onderneming gelden of financiële instrumenten van die cliënten onder zich houdt, daarnaast handelt voor eigen rekening en overigens ook relevante activiteiten verricht die leiden tot toepassing van de K-Factoren in het domein '*Risk-to-Firm*'. Een beleggingsonderneming met dit bedrijfsmodel, zal na invoering van het nieuwe regime dus niet gespaard worden wat betreft kapitaal eisen. De

42. Het begrip 'K-Factor' wordt in de Engelstalige teksten gebruikt. De 'K' in deze uitdrukking staat niet voor 'kapitaal'. In de praktijk verwijst een 'K-Factor' formule naar een bepaalde methode voor de berekening van de snelheid waarmee brandblusinstallaties ('sprinklers') in werking treden. EBA gebruikt het begrip K-Factor voor het aanduiden van de 'risicogebieden' en de Commissie heeft dit gebruik van de uitdrukking 'K-Factor' overgenomen.

combinatie van handel voor eigen rekening en het verlenen van diensten aan cliënten, waarbij cliënten ook middelen toevertrouwen aan de onderneming, wordt door toezichthouders gezien als een uiterst giftige cocktail van werkzaamheden en opeenstapeling van risico's, waardoor de kapitaaleisen navenant hoog zullen zijn.

Zoals eerder gezegd, zijn de nieuwe kapitaaleisen voor beleggingsondernemingen neutraal wat betreft de vergunde beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten. Er wordt gekeken naar de daadwerkelijke risico's die zich kunnen voltrekken bij een onderneming. Houdt de onderneming zich niet bezig met een bepaalde activiteit, dan staat de K-Factor op 'nul' en zal er derhalve geen kapitaaleis voor die K-Factor gelden. EBA heeft in haar eindrapportage ook gepleit voor toepassing van dit model voor gevallen waarin een onderneming besluit tijdelijk bepaalde activiteiten niet te verrichten. In zo'n geval kan de desbetreffende K-Factor gedurende die periode van stilleggen ook op de 'nulstand' worden gezet.

Ons ontbreekt de ruimte, en het lijkt ons voor deze eerste introductie van het nieuwe prudentiële regime ook onnodig, om uitgebreid op alle K-Factoren in te gaan. Met een rekenvoorbeeld ten aanzien één van de K-Factoren, namelijk de omvang van het voor derden beheerde vermogen, (*assets under management*, hierna: AUM), zullen we de berekeningsmethode schetsen. Gesteld een vermogensbeheerder beheert in de periode van 1 januari 2019 tot 1 april 2020 gemiddeld iedere maand EUR 3.000.000.000 aan activa (van cliënten die hem een vermogensbeheermandaat hebben verstrekt). Om de in de maand april 2020 geldende kapitaaleis voor AUM te berekenen zal dan, ingevolge art. 17 IFR-voorstel, gekeken worden (voor de berekening van de dan geldende kapitaaleis) naar het gemiddelde van de aan het einde van de maand beheerde activa in de periode van 1 januari 2019 tot 31 december 2019. Deze berekening wordt gemaakt binnen veertien dagen na 1 april 2020 en de uitkomst zal de kapitaaleis zijn die geldt vanaf de dag van berekening totdat een maand later een nieuwe berekening is gemaakt. De kapitaaleis wordt berekend door het bedrag van het gemiddeld beheerde vermogen te vermenigvuldigen (volgens de 'look up tabel' van art. 15 IFR-voorstel) met 0,02%, derhalve is het gekwantificeerde bedrag van deze K-Factor en risicopositie EUR 600.000. Voor dat bedrag dient de beleggingsonderneming kapitaal aan te houden. In dit gesimplificeerde voorbeeld komt de maandelijks terugkerende eis op hetzelfde neer, maar in de praktijk zal er sprake kunnen zijn van schommelingen van de bedragen.

3.2.6. Liquiditeit

Terwijl in Europa momenteel geen liquiditeitseisen gelden voor beleggingsondernemingen (mede door de grootschalige toepassing van de verleende uitzonderingen op grond van art. 6(4), tweede zin, CRR), voert het nieuwe prudentiële regime een

eenvoudige en zeer lichte eis voor de liquiditeit van Categorie 2 en 3-beleggingsondernemingen in. De desbetreffende regelingen staan in Deel Vijf van het IFR-voorstel en komen er in feite op neer, dat beleggingsondernemingen voldoende liquide middelen moeten aanhouden om de vaste kosten van de onderneming voor één maand te kunnen voldoen.⁴³ Wat ons betreft, hadden EBA en de Commissie deze regeling achterwege kunnen laten. Het lijkt zo'n open deur dat verantwoordelijk bestuur van een onderneming meebrengt dat er voldoende geld in kas is om in elk geval één maand huur, één maand salarissen en één maand andere lopende kosten te kunnen betalen. Zijn de toezichthouders en de Commissie soms bang dat er in de praktijk beleggingsondernemingen zijn die de dag voor de salarisbetalingen, nog even een handeltje op de beurs met de beschikbare liquide middelen opzetten? Wij vinden dit een sprekend voorbeeld waar toezicht en nieuwe regels geen toegevoegde waarde bieden wanneer dat wordt afgezet tegen de reeds bestaande (ondernemingsrechtelijke) normen.

4. Tussenconclusie

In dit artikel hebben wij een eerste beschouwing gegeven over de voorstellen van de Commissie ter introductie van een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen. Wij zijn hierbij ingegaan op de herkwalficatie van de grootste en systeemrelevante beleggingsondernemingen tot kredietinstellingen en het nieuwe prudentiële regime voor Categorie 2 en 3-beleggingsondernemingen.

Wij juichen de ontwikkeling van een meer proportioneel regime dat beter aansluit bij de risico's die beleggingsondernemingen daadwerkelijk lopen toe. We menen wel, als tussenconclusie, dat het voorstel voor het nieuwe regime op sommige punten kan worden verbeterd. Zo is de samenloop tussen enerzijds MiFID II/MiFIR en anderzijds CRR/CRD IV en het nieuwe regime nog niet helemaal uitgewerkt (hetgeen nader aan de orde zal komen in het tweede deel van dit artikel). Ook menen we dat met name ten aanzien van de kwestie van het concentratie risico (de K-Factor 'CON') zoals geregeld in Deel Vier van het IFR-voorstel, zowel de EBA als de Commissie een grote denkfout hebben gemaakt bij het ontwerpen van de regels. Ook dit zullen we in het tweede deel van dit artikel nader uitwerken.

43. Deze liquiditeitseis gaat derhalve verder dan de 'vastekosteneis' voor kapitaaltoereikendheid. In zijn aard is er bij de kapitaaleis geen sprake van een definiëring van de 'kwaliteit' van de activa die tegenover deze kapitaal-componenten dienen te staan. Bij de liquiditeitseis wordt deze verbinding wel gelegd; er moeten met andere woorden voor één maand contante middelen of gereed liquideerbare activa (bijv. staatsobligaties) beschikbaar te zijn.

Hieronder gaat een schematisch overzicht van de veranderingen voor beleggingsondernemingen:

5.	Categorie 1	Categorie 2	Categorie 3
<i>Categorisering</i>	Beleggingsondernemingen die handelen voor eigen rekening en/of plaatsingsactiviteiten met plaatsingsgarantie verrichten, maar geen grondstoffen- of emissierechtenhandelaar, instelling voor collectieve belegging (abi/icbe) of verzekeraar zijn, indien (i) de totale waarde van het vermogen van de beleggingsonderneming hoger is dan EUR 30 miljard, of (ii) de totale waarde van het vermogen van de ondernemingen in de groep waartoe de beleggingsonderneming behoort en die dezelfde activiteiten verrichten als de beleggingsonderneming en waarvan het vermogen lager is dan EUR 30 miljard, of (iii) de consoliderende toezicht houder hiertoe besluit.	Beleggingsondernemingen die de drempelwaarden voor Categorie 3 overschrijden.	Beleggingsondernemingen die voldoen aan de volgende drempelwaarden: <ul style="list-style-type: none"> – AUM is lager dan EUR 1,2 miljard; – COH is lager dan (i) EUR 100 miljoen per dag voor cash transacties of (ii) EUR 1 miljard per dag voor derivaten; – ASA, CMH, DTF, NPR of CMG, en TCD zijn nul; – Het balanstotaal van de beleggingsonderneming is lager dan EUR 100 miljoen; en – De totale bruto jaarlijkse winst gelinkt aan de beleggingsdiensten en -activiteiten van de beleggingsonderneming is lager dan EUR 30 miljoen.
<i>Type financiële onderneming</i>	Kredietinstelling	Beleggingsonderneming	Beleggingsonderneming
<i>Vergunning en paspoort</i>	CRR/CRD IV	MiFID II/MiFIR	MiFID II/MiFIR
<i>Prudentieel kader</i>	CRR/CRD IV	Nieuw Regime	Nieuw Regime
<i>Toezicht</i>	ECB als Bankentoezichthouder (SSM voor Bankenuunie) ⁴⁴	Nationaal toezicht	Nationaal toezicht
<i>Prudentiële regels</i>	CRR/CRD IV	IFR + IFD	IFR + IFD
<i>Governance- en beloningsregels</i>	CRR/CRD IV	IFR + IFD + MiFID II/MiFIR	MiFID II/MiFIR
<i>Afwikkeling⁴⁵</i>	BRRD / SRM-Verordening	n.v.t	n.v.t.

44. Zonder dat dit nu expliciet blijkt uit dit politiek explosieve punt, blijkt uit de overname van de criteria van de SSM-Verordening en de verwijzingen naar ECB toezicht, dat de Commissie ervan uitgaat dat indien de desbetreffende Categorie 1-ondernemingen na Brexit verhuizen, dit naar een Eurozone-lidstaat zal zijn.

45. Zie het tweede deel van dit artikel voor ons begrip van de toepassing van het afwikkelingskader op beleggingsondernemingen na inwerkingtreding van het nieuwe regime van IFR en IFD. Dit is echter nog niet geheel duidelijk en zal in de nadere onderhandelingen over de teksten nog moeten worden aangevuld.