

Een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen (II)

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. In deel I van dit artikel zijn wij reeds ingegaan op de totstandkoming van het nieuwe regime en de hoofdelementen daarvan. In dit deel gaan wij in op de specifieke onderwerpen van het geconsolideerd toezicht, de verwerking van Pillar 2 en Pillar 3 in het nieuwe regime, de impact van de Commissievoorstellen op de governance- en beloningsregels die van toepassing zijn op beleggingsondernemingen en het overgangsrecht. Wij bekijken ook hoe de Commissievoorstellen doorwerken in het SSM en het SRM. Hoewel we in overwegende mate positief zijn over de voorstellen, menen we ook dat er een aantal 'oneffenheden' in de teksten terecht is gekomen waar men niet aan voorbij kan gaan. Men kan hierbij bijvoorbeeld denken aan de regeling van het concentratierisico en het liquiditeitstoezicht. Een ander aandachtspunt is de samenloop tussen de organisatorische vereisten die uit MiFID II voortvloeien en die reeds leiden tot risicobeheersing en het nieuwe prudentiële regime. Nederland zal hiervoor aandacht vragen in de onderhandelingen over de Commissievoorstellen, omdat het nieuwe prudentiële regime relevant zal zijn voor een aanzienlijk aantal van de in Nederland gevestigde beleggingsondernemingen.

1. Introductie

In dit tweede deel over het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen belichten we een aantal onderwerpen die voor de toezichtpraktijk grote gevolgen zullen hebben. Zonder op alle details in te kunnen gaan, behandelen we ten eerste het regime van het geconsolideerde toezicht op groepen waarin een of meer beleggingsondernemingen zijn opgenomen. We gaan vervolgens in par. 3 en 4 in op de wijze waarop Pillar 2 en Pillar 3 van het, door het Bazels Comité geïntroduceerde, Drie Pillar toezichtmodel in de Commissievoorstellen² zijn verwerkt. In par. 5 gaan we in op een van de onderdelen

van de kapitaaleisen van Pillar 1, namelijk het concentratietoezicht.³ Tot slot komen we toe aan de impact van de Commissievoorstellen op governance en beloning bij beleggingsondernemingen en verschillende bijkomstige onderwerpen, met name de relatie tussen de Commissievoorstellen en de regels van het *Single Supervisory Mechanism* (hierna: SSM), de regels voor herstel en afwikkeling van beleggingsondernemingen en de mogelijke gevolgen van de Brexit. Tenslotte gaan we in op de (ingewikkelde) regels van het overgangsrecht van het nieuwe prudentiële regime en maken we een eerste analyse van de gevolgen daarvan voor de Nederlandse sector. We sluiten het artikel af met beantwoording van de vraag of de Commissie er met haar voorstellen voor een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen in is geslaagd om de gewenste proportionaliteit, vereenvoudiging en risicosensitiviteit te introduceren.

Verkort aangehaalde begrippen in dit deel hebben dezelfde betekenis als in het eerste deel van dit artikel.

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. 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.

3. In par. 4 van deel I van dit artikel zijn wij al in algemene zin op de andere Pillar 1 kapitaaleisen ingegaan.

2. Geconsolideerd toezicht

2.1. De essentie van het groepstoezicht bij financiële ondernemingen

Het toezicht op financiële ondernemingen in een groep beoogt een aantal toezichtdoelstellingen te verwezenlijken. Bij groepstoezicht wordt, onder meer, de moedermaatschappij betrokken bij de invulling van de prudentiële eisen die gelden voor haar dochteronderneming(en). Kapitaaleisen dienen te worden berekend op geconsolideerd niveau, om bijvoorbeeld te voorkomen dat een al te grote omvang van de vreemd vermogen-financiering die is verstrekt aan de moedermaatschappij, de kwaliteit van het regulatoire kapitaal van de dochterondernemingen ondermijnt. Indien de moedermaatschappij bloot staat aan zware verplichtingen tot aflossing van aan haar verstrekte financiering en rentebetalingen, dan kan dat, bijvoorbeeld, tot gevolg hebben dat er onvoldoende ruimte zal zijn om zorg te dragen voor instandhouding van het eigen vermogen van de onder toezicht staande dochteronderneming(en). Ook worden eisen gesteld aan het bestuur van de moedermaatschappijen, in elk geval wat betreft betrouwbaarheid en in sommige gevallen ook ten aanzien van de geschiktheid om als bestuurder van een moedermaatschappij van een financiële groep op te treden. Om monitoring van de financiële positie van de moedermaatschappij mogelijk te maken, heeft deze zelfstandige rapportageverplichtingen aan de toezichthouder. Deze rapportages zijn doorgaans gebaseerd op een vertaalslag van de gewone (commerciële) geconsolideerde jaarrekening naar de prudentiële normen.

Het groepstoezicht voor banken en beleggingsondernemingen wordt aangeduid met het 'toezicht op geconsolideerde basis'. Voor verzekeraars is dat het 'aanvullend toezicht'⁴ en voor gemengde groepen met banken, verzekeraars en beleggingsondernemingen het 'financieel conglomeraatstoezicht'⁵. In dit artikel komt uitsluitend het toezicht op geconsolideerde basis – dus het geconsolideerde toezicht op banken en beleggingsondernemingen – aan bod.

4. Het 'aanvullend toezicht' op verzekeraars is gebaseerd op de bepalingen van art. 3:281 e.v. Wft die de art. 247 e.v. van Richtlijn 2009/138/EG (Solvency II) implementeerden en die leiden tot aanvullend toezicht op groepen waarin tenminste één verzekeraar is opgenomen.

5. Het 'financieel conglomeraats-toezicht' is gebaseerd op de art. 3:289 e.v. Wft die de bepalingen van Richtlijn 2002/87/EG (zoals gewijzigd) implementeerden en die leiden tot het toezicht op financiële conglomeraten waarin tenminste één verzekeraar en één bank of beleggingsonderneming is opgenomen.

2.2. De huidige regels van het geconsolideerde toezicht bij beleggingsondernemingen

In de huidige CRR en CRD IV is het geconsolideerde toezicht op groepen van banken en beleggingsondernemingen verspreid geregeld. In de CRR staan de bepalingen van het 'materiële toezicht' en in de CRD IV staan de procedurele regels en samenwerkingsbepalingen voor toezichthouders die zijn betrokken bij het toezicht op deze groepen. In art. 11 CRR is bijvoorbeeld geregeld dat de (uiteindelijke) in de EU/EER gevestigde moedermaatschappij zich dient te houden aan de materieelrechtelijke prudentiële regels als ware deze onderneming een bank of beleggingsonderneming. In art. 111 e.v. CRD IV is geregeld op welke wijze toezichthouders in de verschillende lidstaten (die afzonderlijk bevoegd zijn om toezicht te houden op groepsonderdelen) dienen samen te werken in een zogenoemd 'toezichthouder-college'. Bovendien is daarin geregeld welke toezichthouder het voortouw neemt in de coördinatie van het toezicht op alle verschillende groepsonderdelen door de verschillende toezichthouders.⁶

De CRR maakt onderscheid tussen het toezicht op 'heterogeen' samengestelde groepen waarin tenminste één bank en één beleggingsonderneming zijn opgenomen en 'homogeen' samengestelde groepen waarin uitsluitend een of meer beleggingsondernemingen zijn opgenomen. De laatste soort kan in aanmerking komen voor een verlicht regime van geconsolideerd toezicht op grond van art. 15 CRR. Dat regime heeft met name gevolgen voor groepen met activiteiten buiten Europa, voor zover de moedermaatschappij van die groep in de EU/EER is gevestigd.

Het art. 15 CRR-regime komt erop neer dat, anders dan het geval is voor bankgroepen met activiteiten buiten de EU of EER, geen toepassing plaatsvindt van de prudentiële normen op de groepsondernemingen die zijn gevestigd buiten de EU/EER. Er vindt, met andere woorden, een territoriale begrenzing plaats van de prudentiële materiële normen tot de ondernemingen die zijn gevestigd in de EU/EER. Wel dienen in dit regime de moederondernemingen aan bepaalde (zij het beperktere) regels te voldoen ter zake van hun eigen kapitaaltoereikendheid. Deze regels beogen te voorkomen dat dochterondernemingen gevestigd buiten de EU/EER door het aangaan van (financiële) verplichtingen, het kapitaal op geconsolideerd niveau in Europa kunnen aantasten. Bijvoorbeeld

6. Met de komst van het SSM hebben de samenwerkingsbepalingen ten aanzien van, met name bankgroepen waarin tenminste één significante bank is opgenomen en waarbij voorts banken zijn gevestigd in verschillende lidstaten van de Eurozone, aan betekenis ingeboet, omdat er sprake is van één gecentraliseerde toezichthouder op de groep, namelijk de Europese Centrale Bank (ECB).

doordat grote verliezen van een van de buiten de EU/EER gevestigde dochterondernemingen zou kunnen leiden tot significante verplichtingen van de moedermaatschappij. Bijvoorbeeld doordat er door deze moedermaatschappij garanties zijn verstrekt of instandhoudingsregelingen ten gunste van de (crediteuren van de) buiten de EU/EER gevestigde groepsondernemingen.

2.3. Geconsolideerd toezicht in het IFR-voorstel en IFD-voorstel

In het IFR-voorstel wordt enerzijds een regeling gegeven die aansluit bij het art. 15 CRR-regime zoals dat in de vorige paragraaf is beschreven. Dat is ook logisch, omdat de belangrijkste veronderstelling van het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen is, dat het zich alleen richt op beleggingsondernemingen en dat geen rekening hoeft te worden gehouden met de problematiek van heterogeen samengestelde bank-beleggingsondernemingsgroepen. Voor dergelijke heterogeen samengestelde groepen wordt overigens wel een regeling getroffen in het IFR-voorstel. Voor zover daarvan sprake is, zal ingevolge art. 6 IFR-voorstel een regeling gelden die gelijkenis vertoont met de huidige regeling van art. 6 CRR, op grond waarvan een *waiver* kan worden verleend voor het toezicht op solo-niveau. Op grond van art. 6 IFR-voorstel kan een beleggingsonderneming namelijk (onder voorwaarden) vrijgesteld worden van het op individuele basis naleven van alle prudentiële regels, met uitzondering van de liquiditeitsvoorschriften (zie hiervoor par. 3.2.6 van deel I van dit artikel). Deze vrijstelling kan slechts worden genoten, indien de beleggingsonderneming onderdeel is van een groep waarin tenminste één bank is opgenomen en op welke groep geconsolideerd toezicht uit hoofde van de CRR wordt uitgeoefend. Naleving door de moedermaatschappij van de prudentiële regels op geconsolideerde basis (en met inbegrip van de beleggingsonderneming) kan leiden tot vrijstelling van de individuele eisen voor de beleggingsonderneming.

Zoals gezegd, wordt voor homogeen samengestelde groepen beleggingsondernemingen als regel het regime van art. 15 CRR toegepast. De desbetreffende bepaling is opgenomen in art. 7 IFR-voorstel (*Group Capital Test*). Dit zogeheten solo-plus regime wordt voor beleggingsondernemingen derhalve de regel, waardoor in haar aard een proportionele toepassing plaatsvindt van de regels van het groepstoezicht. Met name heeft dit gevolgen voor groepen met activiteiten buiten de EU/EER. Het begrip 'solo-plus' komt erop neer dat de kapitaaleis op het niveau van de moedermaatschappij de optelsom is van alle kapitaaleisen van de onder toezicht staande dochterondernemingen in de EU/EER, vermeerderd met het bedrag van de boekwaarde van de buiten de EU/EER gevestigde dochterondernemingen.

Deze regel vloeit voort uit het gegeven dat in art. 7(1) (a) IFR-voorstel uitgegaan wordt van de boekwaarde van alle deelnemingen en achtergestelde vorderingsrechten en dergelijke in 'investment firms,

financial institutions, ancillary services undertakings and tied agents' en deze ondernemingsvormen alle verwijzen naar de desbetreffende definities in de Europese toezichtregelgeving. Wij geven een voorbeeld. Een Nederlandse moedermaatschappij heeft drie 100% belangen in (i) een Nederlandse beleggingsonderneming, (ii) een Franse beleggingsonderneming en (iii) een naar het recht van de Staat New York niet onder toezicht staande beheerder van beleggingsfondsen. In dat geval geldt ingevolge art. 7 IFR-voorstel voor de moedermaatschappij een kapitaaleis die gelijk is aan de som van de kapitaaleis voor de Nederlandse en de Franse dochteronderneming (die ingevolge het IFR-voorstel moet worden berekend en aangehouden) en de 'nettovermogenswaarde' van de Amerikaanse entiteit, dat wil zeggen het (eigen) vermogen zoals dat op grond van het vennootschapsrecht in de staat New York moet worden aangehouden.

Gezien het feit dat geen van de Categorie 2- of Categorie 3-beleggingsondernemingen als systeemrelevant dient te worden aangemerkt, is dit voorstel voor het toezicht op geconsolideerde basis logisch, proportioneel en voor de praktijk goed uit te voeren. Aan de regels van art. 7 IFR-voorstel wordt echter in art. 8 IFR-voorstel nog een tweede regeling toegevoegd, de *K-factor Consolidation*. Deze regeling veronderstelt dat toezichthouders de discretionaire bevoegdheid hebben om de moedermaatschappij te houden aan de kapitaaleisen 'on the basis of the K-factor consolidated situation', indien aan enkele randvoorwaarden wordt voldaan. Deze randvoorwaarden lijken vooral te zijn gericht op het via de achterdeur binnenhalen van criteria van systeemrelevantie van groepen beleggingsondernemingen, door bijvoorbeeld te bepalen dat het zwaardere regime van art. 8 IFR-voorstel kan worden toegepast indien er 'materiële risico's voor cliënten of markten kunnen zijn, toerekenbaar aan de groep als geheel, die niet volledig zijn afgedekt door de som van de kapitaaleisen voor de individuele beleggingsondernemingen'.⁷ Dit voorstel komt erop neer dat er een extraterritoriaal effect kan zijn van het toezicht op geconsolideerde basis voor dochterondernemingen die buiten de EU/EER zijn gevestigd. Omdat de Europese beleggingsondernemingen zelfstandig zijn onderworpen aan het 'K-Factor-regime' ingevolge het IFR-voorstel, kan het haast niet anders zijn dat de Europese wetgever heeft gedacht aan het toepassen van de K-Factors op de buiten de EU/EER gevestigde dochterondernemingen. Naar onze mening is deze extraterritoriale toepassing van kapitaaleisen op dochterondernemingen buiten de EU/EER een disproportionele regeling, die niet past in de uitgangspunten van het nieuwe prudentiële regime dat geschreven is voor beleggingsondernemingen waarvoor 'verhoogde dijkbewaking' niet aan de

7. Vrije vertaling naar het Nederlands van ons.

orde is. In ieder geval pleit dit voor een restrictieve uitleg van de randvoorwaarden waarin art. 8 IFR-voorstel van toepassing zou zijn.⁸

3. Pillar 2 – Supervisory Review and Evaluation Process

Zoals reeds is beschreven in deel I van dit artikel, wordt in het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen het Drie Pillar toezichtmodel van het Bazel II akkoord overgenomen. Dat betekent dat nadat de beleggingsonderneming (jaarlijks) een eigen opstelling van kapitaaltoereikendheid⁹ bij de toezichthouder heeft ingediend, evaluatie plaatsvindt in het *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP). Indien die evaluatie uitwijst dat door de beleggingsonderneming niet alle risico's op adequate wijze zijn onderkend óf onvoldoende kapitaalbuffers worden aangehouden, kan de toezichthouder daartegen bezwaar maken en aandringen op een verbetering van de kapitaaltoereikendheid. Komt die verbetering er niet, dan kan de toezichthouder overgaan tot het opleggen van bijzondere maatregelen. De desbetreffende procedures, de verplichtingen van de beleggingsonderneming en de bevoegdheden van de toezichthouder zijn neergelegd in art. 3:18a, 3:74a en 3:111a Wft en voorts in de bepalingen van art. 23 e.v. Besluit prudentiële regels Wft. Deze bepalingen zijn de implementatie van, onder meer, art. 97-110 CRD IV.

Over dit onderdeel van het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen zou een grote reeks opmerkingen kunnen worden gemaakt. We lichten, omwille van het bewaken van de omvang van dit artikel, echter slechts één bepaling uit het IFD-voorstel uit. Dit betreft de bepaling die de toezichthouder de bevoegdheid geeft om bijzondere maatregelen op te leggen, nadat in het SREP is vastgesteld dat er ontoereikend kapitaal wordt aangehouden en de beleggingsonderneming desalniettemin niet uit eigen beweging zorgdraagt voor verbetering van haar kapitaalspositie. Op dit moment is dit geregeld in art. 3:111a Wft.¹⁰ In het nieuwe regime is dit geregeld in art. 36 IFD-voorstel. Art. 36 IFD-voorstel is een voorbeeld van een bepaling waarin de wetgevingsjuristen van de Commissie zich teveel hebben laten leiden door CRD IV en art. 104 van deze richtlijn nagenoeg integraal hebben overgeschreven. Dit is een gemiste kans, omdat er alle aanleiding is om de in die bepaling opgesomde bevoegdheden van de toezichthouder tot het treffen van bijzondere maatregelen beter toe te

spitsen op de afwijkende ondernemingsactiviteiten van beleggingsondernemingen. Nu is er in art. 36 IFD-voorstel een aantal bijzondere maatregelen opgenomen die in feite geen hout snijden voor de beheersing van risico's bij beleggingsondernemingen. Terwijl andere, wel op de onderneming van een beleggingsonderneming toegesneden, maatregelen geen plaats hebben gekregen in het voorstel.

Zo kan als een bijzondere maatregel ingevolge art. 36(2)(d) IFD-voorstel een beleggingsonderneming gedwongen worden een specifiek 'voorzieningenbeleid' te voeren, hetgeen toch met name refereert aan het treffen van voorzieningen in de aangehouden portefeuille bancaire kredieten. Bijvoorbeeld omdat de toezichthouder meent dat te weinig rekening wordt gehouden met te verwachten verliezen in zo'n portefeuille. Beleggingsondernemingen zijn in de meeste gevallen niet betrokken in de kredietcyclus in de financiële markten, en deze bijzondere maatregel is voor dit type ondernemingen dan ook niet zo relevant. Wat bijvoorbeeld wel relevant zou zijn geweest, is een bijzondere maatregel die wordt opgelegd aan een beleggingsonderneming die de scheiding van gelden en financiële instrumenten van cliënten van de eigen middelen en eigen handelsportefeuille van de beleggingsonderneming onvoldoende bewaakt. Een bijzondere maatregel die gericht is op een dergelijk wezenlijk aspect van de bedrijfsvoering van een beleggingsonderneming komt in de lijst van art. 36 IFD-voorstel echter niet voor.

Het zou de kwaliteit van het IFD-voorstel ten goede zijn gekomen, indien ook aandacht was gegeven aan dergelijke aspecten en een betere afstemming zou hebben plaatsgevonden op de daadwerkelijke risico's die door cliënten en de markten worden gelopen en waarvoor prudentieel toezicht geboden is.

4. Rapportages en Pillar 3 openbaarmaking

Ten aanzien van de door beleggingsondernemingen op te stellen rapportages ten behoeve van de prudentiële toezichthouder (in ons land is dat DNB) is in Deel Zeven van het IFR-voorstel een regeling opgenomen, die leidt tot een sterke vermindering van de rapportageverplichtingen. Beleggingsonderneming die onder prudentieel toezicht staat (en derhalve een 'beleggingsonderneming in de zin van de verordening kapitaalsvereisten' is), zal, ingevolge art. 99 e.v. CRR, tenminste tweemaal per jaar rapportages dienen aan te leveren aan de toezichthouder. Deze rapportages zijn gegoten in zeer uitvoerige *templates* die in hun aard voor de bankensector zijn ontwikkeld en nauwelijks rekening houden met de specifieke risico's en ondernemingsactiviteiten van beleggingsondernemingen.

8. Met andere woorden: toepassing van art. 8 IFR-voorstel lijkt zich lastig te verhouden met het uitgangspunt dat Categorie 2- en 3-beleggingsondernemingen nu juist niet systeemrelevant zijn.

9. Die berekening wordt aangeduid met het 'Internal Capital Adequacy Assessment Process' (ICAAP).

10. Deze bepaling implementeerde art. 102 en 104 CRD IV.

In het IFR-voorstel wordt in Deel Zeven een regeling gegeven van de rapportageverplichtingen van beleggingsondernemingen. De regeling gaat uit van een jaarlijkse rapportageverplichting, ongeacht of een beleggingsonderneming tot Categorie 2 of Categorie 3 behoort. Voor de Categorie 3-beleggingsondernemingen zal er echter wel een *light template* ter beschikking komen, omdat deze ondernemingen ingevolge art. 52(2) IFR-voorstel niet hoeven te rapporteren over het concentratierisico en over liquiditeit.

De belangrijkste 'verlichting' van de vereisten voor beleggingsondernemingen wordt echter gevormd door de richting die wordt ingeslagen ten aanzien van de ontwikkeling van uitvoeringsregels. EBA, in samenspraak met ESMA, dient specifiek voor beleggingsondernemingen *templates* en technische specificaties van de IT-oplossingen te ontwikkelen in de vorm van 'implementing technical standards'. Deze opdracht bestond ook in het kader van de CRR, maar onze waarneming is dat EBA nimmer is toegekomen aan het ontwikkelen van specifieke regels, templates en IT-oplossingen die toegesneden zijn op beleggingsondernemingen. Beleggingsondernemingen waren tot dusverre onderworpen aan nagenoeg identieke rapportage-templates als die EBA, conform het inmiddels legendarische 'data point' model, voor de banksector heeft ontwikkeld.¹¹

Naast rapportering aan de toezichthouder dient, conform de uitgangspunten van Pillar 3 van het toezichtmodel, door beleggingsondernemingen jaarlijks bepaalde informatie openbaar te worden gemaakt, naast de openbaarmaking van de 'gewone' commerciële jaarrekening. Deze additionele openbaarmakingsverplichtingen betreffen informatie over het gevoerde risicobeleid, over de kapitaaleisen die op de beleggingsonderneming rusten, over haar governance en beloningsbeleid en dergelijke. Deze openbaarmakingsverplichtingen rusten momenteel op beleggingsondernemingen (in de zin van de verordening kapitaalsvereisten) op grond van de regels in Deel Acht CRR en art. 3:74a en 1:120 Wft (wat betreft de frequentie van openbaarmaking resp. de openbaarmaking van het beloningsbeleid).

Nieuw is dat de openbaarmakingsverplichtingen zullen gelden voor een ruimere groep beleggingsondernemingen dan thans het geval is. De regels, die zijn opgenomen in Deel Zes IFR-voorstel, zullen namelijk in beginsel gelden voor alle Categorie 2-beleggingsondernemingen. Naar ons inzicht zal, zeker voor de Nederlandse markt, sprake zijn van een significante uitbreiding van het aantal beleggingsondernemingen dat aan

de openbaarmakingsverplichtingen zal moeten voldoen.

Opvallend is dat, anders dan bij banken, geen regeling is getroffen in het IFR-voorstel¹² voor het verkrijgen van een ontheffing van de verplichting bepaalde (bedrijfsgevoelige) informatie openbaar te maken. Dat betekent dat er een nogal significante hoeveelheid vertrouwelijke informatie openbaar zal moeten gemaakt en dat geen beroep kan worden gedaan op uitzonderingen van deze verplichting. Dit punt is onvoldoende onderkend bij het opstellen van het IFR-voorstel en hopelijk wordt dit punt nog in de wetgevingsonderhandelingen gecorrigeerd.

5. Concentratierisico

Vooropgesteld wordt door ons dat de sector, alles afwegend, tevreden kan zijn met de door de Commissie ontwikkelde voorstellen voor het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen. Er is echter ook wel ruimte voor kritische aantekeningen. In sommige gevallen heeft de Commissie onnavolgbare en vreemde keuzes gemaakt bij het introduceren van nieuwe regels die, als een en ander in het lopende wetgevingsproces niet wordt gecorrigeerd, grote knelpunten en onredelijke eisen op zullen leveren voor bepaalde delen van de sector. Als voorbeeld van een dergelijke regeling behandelen we in deze paragraaf de regelingen van Deel Vier van het IFR-voorstel betreffende het concentratierisico.

De desbetreffende bepalingen in het voorstel komen rechtstreeks en bijna letterlijk uit Deel Vier CRR (art. 387 e.v.), de 'Large Exposures' regels. Deze regels, die voor de bancaire sector zijn ontwikkeld en die te maken hebben met het concentratierisico in portefeuilles van aan de cliënten van banken verstrekte leningen en door de bank in haar eigen handelsportefeuille aangehouden investeringen in cliënten (bijvoorbeeld cliënten die corporate bonds uitgeven), vinden echter geen aansluiting bij het ondernemingsmodel van de aan de nieuwe regelingen van het IFR-voorstel onderworpen beleggingsondernemingen. De bancaire regeling houdt verband met zogenoemde 'lending limits': het voorkomen dat een bank een te grote geconcentreerde positie ontwikkelt in de kredietportefeuille door verhoudingsgewijs (op de schaal van de hele portefeuille) te veel krediet te verstrekken aan één enkele cliënt of aan een in een groep verbonden cliënten. In de huidige situatie zijn ingevolge art. 388 CRR de meeste beleggingsondernemingen volledig uitgezonderd van deze eisen. Dit omdat de wetgever bij het ontwerpen van de regels in 2011, rekening hield

11. Zie voor de meest recente versie van deze regelgeving de 429 (sic!) bladzijden tellende Uitvoeringsverordening (EU) 2017/2114 van de Commissie van 9 november 2017 tot wijziging van Uitvoeringsverordening (EU) nr. 680/2014 wat betreft templates en instructies, *PbEU*, L. 321 van 6 december 2017.

12. Behoudens enkele uitzonderingen betreffende privacygevoelige gegevens in het kader van beloningsbeleid; zie art. 30(4) IFD-voorstel jo. art. 51, aanhef en onder (f) IFR-voorstel. Voor het overige hebben wij geen mogelijkheden tot ontheffing of vrijstelling gevonden.

met de context waarin de 'Large Exposure' regels moesten worden geplaatst.

Zo niet art. 33 e.v. IFR-voorstel dat de regeling voor concentratierisico toepast op één bepaalde categorie beleggingsondernemingen, namelijk de beleggingsondernemingen die (uitsluitend) de beleggingsactiviteit handel voor eigen rekening (MiFID II, Bijlage 1, Deel A, onder (3)) verrichten, al dan niet bij het uitvoeren van cliëntorders.¹³ Dit is uiterst opmerkelijk, omdat handelaren voor eigen rekening (het woordgebruik zegt het al) in de regel geen cliënten (in de zin van MiFID II) zullen hebben. In zo'n geval is het vreemd om een regeling te introduceren voor concentratierisico in de cliëntportefeuille¹⁴, terwijl een dergelijke cliëntportefeuille niet bestaat.

Uit discussies met EBA in openbare hoorzittingen naar aanleiding van de consultatie over de EBA-opinies (zie het overzicht van de voorbereidingen door EBA in par. 2.2 van deel I van dit artikel) bleek dat EBA (en de Commissie heeft die voorstellen van EBA zonder verdere aanpassing overgenomen) met deze nieuwe regeling vooral de risicopositie van handelaren voor eigen rekening op hun clearing member in het kader van de clearing en afwikkeling van ter beurze verhandelde (financiële) instrumenten in het vizier had. Toepassing van de 'Large Exposure' regels zal tot een disproportionele last leiden voor dergelijke beleggingsondernemingen. Handelaren voor eigen rekening die in de huidige tijd vooral beurstransacties verrichten, zullen, wat betreft de verhouding met hun clearing member, doorgaans in een netto-schuldpositie verkeren, en niet een netto-vorderingsrecht op de clearing member hebben. Immers, ten behoeve van de beheersing van de risico's ten aanzien van de via de clearingmember aangehouden (economische) rechten op de portefeuille financiële instrumenten, zal de clearingmember eisen dat de beleggingsonderneming 'margin' ter beschikking stelt, welke *margin* een directe relatie heeft met de via de clearing member aangehouden handelsportefeuille en fluctueert naarmate de waarde van de via de clearing member geclearde portefeuille wijzigt.

13. Zie voor de reikwijdte van de regeling van het concentratierisico art. 36 IFR-voorstel waarin uitsluitend wordt gesproken van limieten voor handelaren voor eigen rekening.

14. Onder 'cliëntportefeuille' verstaan we in het bankboek geboekte aan cliënten verstrekte leningen of in de handelsportefeuille met handelsintentie gekochte posities in cliënten (bijvoorbeeld obligaties die door zo'n cliënt zijn uitgegeven). Een mengvorm van bankboek en handelsportefeuille kan zich bijvoorbeeld voordoen indien een bank onderdeel is van een bankensyndicaat dat een omvangrijke (jumbo) lening heeft verstrekt aan een groot industrieel conglomeraat en deze bank tegelijkertijd de door dit conglomeraat uitgegeven commercial paper of medium term notes of ander obligatieproducten koopt om daarmee te handelen.

Alles afwegend, lijkt het erop dat de regeling voor het concentratierisico van art. 33 e.v. IFR-voorstel op een misverstand berust en geen recht doet aan de feitelijke en juridische verhoudingen die in de regel bestaan tussen clearingmembers en handelaren voor eigen rekening. Zonder correctie van deze ongelukkig geconcipieerde regeling, mag verwacht worden dat in de praktijk grote knelpunten zullen ontstaan. Wat daarbij niet helpt, is dat de teksten van art. 33 e.v. IFR-voorstel taalkundig inconsistent zijn. Er wordt veelvuldig gesproken over risicoconcentraties ten aanzien van 'cliënten', terwijl handelaren voor eigen rekening nu juist in de regel geen cliënten zullen hebben. Wij menen dat moeilijk volgehouden kan worden dat een handelaar voor eigen rekening die geen cliënten heeft, desondanks geacht moet worden deze regels toe te passen. Daar waar dit punt in de huidige regels van CRR volledig wordt onderkend door (met name) handelaren voor eigen rekening volledig uit te zonderen van de regels voor het concentratierisico (zie art. 388 CRR), komt een dergelijke uitzondering in het IFR-voorstel in het geheel niet voor. Sterker nog, de regeling is helemaal gericht op de handelaren voor eigen rekening.

6. Beloning en governance

Ingevolge art. 23 IFD-voorstel moeten beleggingsondernemingen jaarlijks beoordelen of zij de drempelwaarden voor kwalificatie als een Categorie 3-beleggingsonderneming overschrijden om te bezien of de bepalingen uit het IFD-voorstel inzake governance, transparantie, risicomanagement en beloning (hierna: de governance- en beloningsregels) op hen van toepassing zijn. De governance- en beloningsregels zijn alleen van toepassing als de drempelwaarden worden overschreden, derhalve als de beleggingsonderneming kwalificeert als een Categorie 2-beleggingsonderneming.¹⁵ Wanneer een jaarlijkse beoordeling leidt tot de uitkomst dat een beleggingsonderneming kwalificeert als een Categorie 2-beleggingsonderneming, dienen de governance- en beloningsregels te worden nageleefd vanaf het financiële jaar dat volgt op het financiële jaar waarin de beoordeling heeft plaatsgevonden.¹⁶ De governance- en beloningsregels in het IFD-voorstel zijn niet van toepassing op Categorie 3-beleggingsondernemingen.

De governance- en beloningsregels in het IFD-voorstel zijn gebaseerd op art. 76 en 88 - 96 CRD IV, met dien verstande dat er een paar afwijkingen zijn. Zo voorziet het IFD-voorstel bijvoorbeeld niet in een bonuscap of een maximum aantal bestuursfuncties dat een lid van het leidinggevend orgaan

15. Art. 23(2) IFD-voorstel. Een uitzondering hierop vormt art. 27(2) IFD-voorstel.

16. Art. 23(3) IFD-voorstel.

tegelijktijd kan vervullen.¹⁷ Daarnaast hebben Categorie 2-beleggingsondernemingen meer vrijheid in de keuze in welke instrumenten zij ten minste 50% van de variabele beloning uitbetalen. Voor Categorie 2-beleggingsondernemingen met een omvang van minder dan EUR 100 miljoen en natuurlijke personen werkzaam bij Categorie 2-beleggingsondernemingen die minder dan EUR 50.000 aan variabele beloning per jaar ontvangen (en dit niet meer is dan een kwart van de jaarlijkse beloning van de betreffende persoon) gelden de *deferral* verplichting en de verplichting om ten minste 50% van de variabele beloning in instrumenten uit te betalen in beginsel niet.¹⁸

In aanvulling op de governance- en beloningsregels uit het IFD-voorstel moeten zowel Categorie 2- als Categorie 3-beleggingsondernemingen de governance-bepalingen uit MiFID II naleven (denk bijvoorbeeld aan art. 9 en 24(10) MiFID II). Interessant is dat art. 9 MiFID II verwijst naar art. 88 en 91 CRD IV. Hierdoor zijn Categorie 2- en 3-beleggingsondernemingen, via art. 9 MiFID II, alsnog weer gebonden aan art. 88 en 91 CRD IV. Het IFD-voorstel voorziet niet in een wijziging van art. 9 MiFID II. Ingevolge art. 62 IFD-voorstel moeten verwijzingen naar CRD IV in andere Uniehandelingen in relatie tot beleggingsondernemingen (waaronder derhalve MiFID II) echter worden gelezen als verwijzingen naar het IFD-voorstel. Het is nu nog onduidelijk hoe dit precies uitpakt voor art. 9 MiFID II.

Voor Categorie 1-beleggingsondernemingen geldt dat zij onderworpen blijven aan de governance- en beloningsregels onder CRD IV/CRR en MiFID II/MiFIR (met inachtneming van art. 1(3) MiFID II).

17. Zie *Kamerstukken II* 2017/18, 22 112, nr. 2485, p. 10, waarin in de voorstellen tot afschaffen van de 'bonus-cap' voor beleggingsondernemingen ook door de Nederlandse regering worden oarmrd: *'Tot slot heeft het kabinet oog voor de Europese ontwikkelingen en kan het kabinet een meer proportionele toepassing van beloningsregels ondersteunen. Momenteel wordt in Nederland een evaluatie uitgevoerd naar de beoogde effecten, de neveneffecten en de uitvoerbaarheid van de Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen (Wbfo) van 2015. Het kabinet zal de uitkomsten van deze evaluatie – die aan het eind van het eerste kwartaal van 2018 aan de Staten-Generaal zullen worden gezonden – betrekken bij de Europese raads werkgroepen over onderhavig voorstel van de Europese Commissie. Het voorstel van de Europese Commissie bevat geen bonusplafond voor beleggingsondernemingen die uitsluitend voor eigen rekening handelen met eigen middelen en kapitaal en geen externe cliënten hebben (de proprietary traders). Dit sluit aan bij de bestaande praktijk in Nederland en wordt ondersteund door het kabinet.'*

18. Art. 30(4) IFD-voorstel. Het Commissievoorstel ter wijziging van CRD IV van 23 november 2016, COM(2016) 854. final, voorziet in de introductie van een soortgelijke bepaling in CRD IV (in de vorm van art. 94(3) CRD IV).

7. Het Nieuwe Regime en...

7.1. Het SSM

Als gevolg van de herkwalificatie van Categorie 1-beleggingsondernemingen tot kredietinstellingen (zie par. 3.1 van Deel I van dit artikel), wijzigt ook het toezicht op deze beleggingsondernemingen. Voor zover zij zijn gevestigd in een van de lidstaten binnen de Eurozone zullen zij onderworpen worden aan het directe toezicht van de ECB binnen het SSM.¹⁹ Dit is een opvallende uitbreiding van de taken en bevoegdheden van de ECB. Zoals hiervoor besproken, is er bij de grote Categorie 1-beleggingsondernemingen geen sprake van een volledig bancaire bedrijf; deze ondernemingen trekken immers geen spaargelden van het publiek aan, maar worden anderszins gefinancierd. De belangrijke doelstelling van het beschermen van de belangen van (particuliere) spaarders zal in het geval van deze ondernemingen geen rol spelen. Veeleer zal het bij deze ondernemingen gaan om het toezicht ter vermindering van het voltrekken van systeemrisico's. Hierin wordt de ECB voor dit type ondernemingen derhalve gepositioneerd als de directe toezichthouder op de stabiliteit van de financiële markten. Voor de 'gewone' banken is een dergelijke duidelijke en exclusieve invulling van de rol en bevoegdheden van de ECB op het vlak van de bevordering van de stabiliteit van de financiële markten geen vanzelfsprekendheid, althans daaromtrent wordt in de praktijk momenteel gediscussieerd, waarbij de ECB meent dat zij die bevoegdheden wel bezit en nationale toezichthouders daarin andere posities lijken in te nemen.

Volledigheidshalve merken wij op dat in het nieuwe prudentiële regime alle EU/EER-lidstaten toezichthouders zullen moeten aanwijzen die toezicht moeten houden op naleving door Categorie 2- en 3-beleggingsondernemingen op de op hen van toepassing zijnde regels.²⁰ Dit toezicht zal buiten het SSM plaatsvinden, omdat het SSM zich volledig richt op het toezicht op banken en groepen van banken. Via de achterdeur van het toezicht op heterogeen samengestelde groepen waarin naast een of meer banken ook een of meer beleggingsondernemingen zijn opgenomen, kan het echter toch voorkomen dat de ECB de toezichthouder is op de naleving van de prudentiële voorschriften van de in de groep opgenomen beleggingsonderneming(en).

19. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Reinforcing integrated supervision to strengthen Capital Markets Union and financial integration in a changing environment, 20 september 2017, COM(2017) 542 final, p. 10. IFR-voorstel, p. 3, 14.

20. Art. 4 IFD-voorstel.

7.2. Afwikkeling

Beleggingsondernemingen in de zin van de BRRD hebben momenteel direct te maken met de bepalingen van deze richtlijn, zoals geïmplementeerd in de verschillende EU/EER-lidstaten, en kunnen daarnaast indirect met het *Single Resolution Mechanism* (SRM) te maken krijgen, namelijk indien zij onderdeel uitmaken van een groep die in het SRM wordt betrokken.²¹ Hierbij moet men bedacht zijn op de definitie van beleggingsonderneming in de BRRD. Ingevolge art. 2(1), punt 3, BRRD is een beleggingsonderneming gedefinieerd als 'een beleggingsonderneming omschreven in artikel 4, lid 1, punt 2, [CRR] die onderworpen is aan het aanvankskapitaalvereiste als opgenomen in artikel 28, lid 2, [CRD IV]'.²²

Deze definitie zal niet langer kunnen worden gehanteerd na inwerkingtreding van het nieuwe regime. Het aanvankskapitaalvereiste in art. 28(2) CRD IV zal immers komen te vervallen. Art. 62 IFD-voorstel, ingevolge welk artikel verwijzingen naar CRD IV in andere Uniehandelingen in relatie tot beleggingsondernemingen (waaronder derhalve de BRRD) moeten worden gelezen als verwijzingen naar het IFD-voorstel, biedt ook geen uitkomst. Het is immers, naar wij begrijpen, nu juist de bedoeling dat het afwikkelingskader zoals dat is neergelegd in de BRRD en de SRM-Verordening alleen van toepassing is op de grootste en systeemrelevante beleggingsondernemingen (de Categorie 1-beleggingsondernemingen).

Wij verwachten daarom dat de reikwijdte van de BRRD en de SRM-Verordening beperkt zal worden tot kredietinstellingen als gedefinieerd in art. 4(1), punt 1, CRR. Andere beleggingsondernemingen dan Categorie 1-beleggingsondernemingen zullen dan niet meer hoeven te worden afgewikkeld en zullen, bij déconfiture, langs de lijnen van het gewone faillissementsrecht worden geliquideerd.²³

Dit heeft als (logisch) gevolg dat de afwikkeling van Categorie 1-beleggingsondernemingen die in een Eurozone-lidstaat zijn gevestigd onder de SRM-Verordening zal gaan plaatsvinden, ook als zij geen onderdeel uitmaken van een bankengroep. Momenteel vindt de afwikkeling van dergelijke Categorie 1-beleggingsondernemingen nog plaats onder de BRRD.²⁴ Deze wijziging sluit, naar wij

menen, goed aan bij de verschuiving van het toezicht op Categorie 1-beleggingsondernemingen naar het SSM.

7.3. Brexit

Volgens informatie van de EBA is ongeveer de helft van alle beleggingsondernemingen in het Verenigd Koninkrijk gevestigd. De Categorie 1-beleggingsondernemingen zijn zelfs overwegend in het Verenigd Koninkrijk gevestigd.²⁵ Uit het IFR-voorstel (en overigens ook uit de pers) kan echter worden opgemaakt dat deze beleggingsondernemingen momenteel aan het nadenken zijn over verplaatsing van (een deel van hun) activiteiten naar de EU/EER, en meer specifiek naar Duitsland, Frankrijk, Spanje of Ierland.²⁶

Indien een Engelse beleggingsonderneming (anders dan een Categorie 1-beleggingsonderneming) een entiteit (bijvoorbeeld een dochteronderneming) vestigt in een EU/EER-lidstaat zal het nieuwe regime en MiFID II/MiFIR van toepassing zijn op deze entiteit. De entiteit zal op basis van MiFID II/MiFIR de mogelijkheid hebben om grensoverschrijdend of via een bijkantoor in andere EU/EER-lidstaten actief te zijn. Dit geldt ook voor een Engelse Categorie 1-beleggingsonderneming die een entiteit vestigt in een EU/EER-lidstaat, maar dan op grond van CRD IV/CRR, omdat deze beleggingsonderneming als 'kredietinstelling' kwalificeert (met inachtneming van de SRM-Verordening).²⁷

Mocht een Engelse beleggingsonderneming ervoor kiezen om in het Verenigd Koninkrijk te blijven, dan is op dit moment nog onduidelijk hoe de toegang tot EU/EER-lidstaten zal zijn na de Brexit. Mocht het Verenigd Koninkrijk na de Brexit als een derde land worden beschouwd, dan geldt het volgende:

- Voor beleggingsondernemingen waarop het nieuwe regime van toepassing zal zijn (Categorie 2- en 3-beleggingsondernemingen), zal de toegang tot EU/EER-lidstaten worden geregeld ingevolge het derdelandenbeleid onder MiFID II/MiFIR. Het IFD-voorstel en het

de zin van art. 4(1), punt 1, CRR.

25. IFR-voorstel, p. 1.

26. IFR-voorstel, p. 3. De mogelijke verhuizingen zijn ook vaak in het nieuws: Goldman Sachs heeft aangekondigd haar activiteiten deels te gaan verplaatsen naar Frankfurt en Parijs (The Guardian, It's Frankfurt and Paris: Goldman Sachs names post-Brexit hubs, 20 november 2017); Credit Suisse denkt ook aan Frankfurt, Parijs en Madrid (Bloomberg, Credit Suisse Said to Mull Spreading Brexit Jobs Across EU, 16 november 2017); Barclays heeft aangekondigd naar Ierland te verhuizen (Reuters, Barclays CEO forced to plan for Brexit without political clarity, 1 november 2017); Voor Citibank zal Frankfurt de nieuwe EU hub worden (Independent, Brexit: Citigroup to move some trading business from London as it chooses Frankfurt for new EU hub, 18 juli 2017).

27. Art. 33 CRD IV. De activiteiten die een dergelijke entiteit mag verrichten ingevolge art. 33 CRD IV jo. Bijlage I omvatten beleggingsdiensten en -activiteiten.

21. Het afwikkelingskader is echter in de eerste plaats ontworpen voor banken. Zie het EBA rapport 'Report on Investment Firms, Response to the Commission's Call for Advice of December 2014', EBA/Op/2015/20, december 2015, p. 77.

22. De SRM-Verordening bevat geen zelfstandige definitie van beleggingsonderneming. Uit art. 3(2) SRM-Verordening volgt echter dat de definitie van beleggingsonderneming uit de BRRD van toepassing is.

23. Uiteraard kunnen Categorie 2- en Categorie 3-beleggingsondernemingen wel betrokken zijn in de afwikkeling van een bankengroep, indien zij tot een dergelijke groep behoren.

24. Categorie 1-beleggingsondernemingen kwalificeren immers momenteel nog niet als kredietinstelling in

IFR-voorstel voorzien in wijzigingen van dit derdelandenbeleid om dit te laten aansluiten bij het nieuwe regime.²⁸ Het IFR-voorstel voorziet voorts in een aanscherping van de equivalentiebeoordeling door de Commissie, indien het aannemelijk is dat de diensten en activiteiten die een beleggingsonderneming uit een derde land in de EU/EER zal gaan verlenen resp. verrichten, nadat een equivalentiebesluit is genomen, van systeembelang zullen zijn voor de EU/EER.²⁹

- De toegang van Engelse Categorie 1-beleggingsondernemingen tot EU/EER-lidstaten zal na de Brexit worden bepaald door CRD IV/CRR. CRD IV/CRR voorzien echter niet in een derdelandenbeleid.³⁰ Dat betekent dat de toegang van Engelse Categorie 1-beleggingsondernemingen tot EU/EER-lidstaten na de Brexit afhankelijk zal zijn van het nationale regime van de betreffende EER-lidstaat waarin deze beleggingsonderneming actief wenst te zijn. Voor Nederland geldt dat het eenieder met zetel in een staat die geen EU/EER-lidstaat is verboden is zonder een daartoe door DNB verleende vergunning het bedrijf uit te oefenen van bank vanuit een in Nederland gelegen bijkantoor (art. 2:20 Wft). Deze vergunning kan worden uitgebreid naar het verlenen van beleggingsdiensten of het verrichten van beleggingsactiviteiten (art. 2:22 Wft). Grensoverschrijdende dienstverlening door Engelse Categorie 1-beleggingsondernemingen naar Nederland is overigens niet aan een vergunningplicht onderworpen.³¹
- Het nadeel voor Engelse beleggingsondernemingen voor het actief zijn in EU/EER-lidstaten onder een derdelanden-regime is dat er geen (dan wel beperkte³²) mogelijkheid is om een paspoort te verkrijgen voor dienstverlening naar, dan wel het openen van een bijkantoor in andere EU/EER-lidstaten.

8. Overgangsrecht en de impact van de voorstellen voor de Nederlandse sector

8.1. Overgangsrecht

Zowel in het IFR-voorstel als in het IFD-voorstel staan uitgebreide regels van het overgangsrecht

voor het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen. In het IFD-voorstel is met name het overgangsrecht geregeld ten aanzien van de nieuwe eisen voor het minimumkapitaal, die zullen leiden tot lichte verhogingen van het vereiste kapitaal voor de meeste beleggingsondernemingen. Voor de impact van de nieuwe regels wordt verwezen naar par. 3.2.3 van deel I van het artikel. De overgangsregeling komt erop neer dat beleggingsondernemingen gedurende een periode van vijf jaar na de inwerkingtreding van de IFD-richtlijn dienen 'in te groeien' naar het nieuwe bedrag van het minimumkapitaal, in stappen van ten minste EUR 5.000. Voor de zogenoemde 'commodity dealers', die zijn gedefinieerd in art. 4(1) (145) CRR,³³ geldt eveneens een overgangstermijn van vijf jaar. Voor deze beleggingsondernemingen zal er na de inwerkingtreding van het nieuwe regime sprake zijn van een strengere regeling, omdat deze van oudsher zijn uitgezonderd van prudentieel toezicht.³⁴ Voor dit type beleggingsondernemingen zullen de nieuwe verplichtingen derhalve zwaarder wegen, en zal de ingroei van vijf jaar een welkome overgangsregeling zijn.

Op dezelfde wijze is in art. 57 IFR-voorstel een overgangsregeling van vijf jaar getroffen voor de 'commodity dealers' en 'emission allowance dealers' die art. 42 tot 44 en 51 IFR-voorstel (liquiditeit en openbaarmakingsverplichtingen) pas na vijf jaar na inwerkingtreding van de verordening dienen toe te passen.

Voor handelaren voor eigen rekening die de zogenoemde *Risk-to-Market* regels voor het markrisico dienen toe te passen, is er een overgangsregeling getroffen die aansluit bij de invoering van het zogenoemde 'Fundamental Review of the Trading Book' voorstel voor aanpassing van CRR (CRR2) door middel van de herziening van de regels in het kader van het 'Risk Reduction-pakket' van november 2016.³⁵ De overgangsregeling van CRR2 kan ook door de handelaren voor eigen rekening worden toegepast bij het bepalen van de kapitaaleisen voor het marktrisico, gedurende een periode van vijf jaar na inwerkingtreding van de IFR-verordening.

Tenslotte is er in art. 57(3) IFR-voorstel een generieke overgangsregeling opgenomen voor

28. Art. 58 IFD-voorstel (wijziging van art. 41 MiFID II) en art. 61 IFR-voorstel (wijziging van art. 46 en 47 MiFIR).

29. Art. 61 IFR-voorstel (wijziging van art. 47(1) MiFIR).

30. Zie wel overweging (23) CRD IV en art. 47-48 CRD IV.

31. Wel zal rekening moeten worden gehouden met bijv. 3:5 Wft (het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden) en art. 2:60 Wft (de vergunningplicht voor het aanbieden van krediet aan consumenten in Nederland).

32. Zie art. 46 en 47(3) MiFIR.

33. Deze definitie van 'commodity dealers' wordt als gevolg van de wijzigingen van CRR door middel van de bepalingen van het IFR-voorstel ingevoerd en luidt: "commodity and emission allowance dealers" mean undertakings the main business of which consists exclusively of the provision of investment services or activities in relation to commodity derivatives or commodity derivatives contracts referred to in points 5, 6, 7, 9 and 10, derivatives of emission allowances referred to in point 4, or emission allowances referred to in point 11 of Section C of Annex I to Directive 2014/65/EU".

34. Zie voor een regeling van die uitzondering van de CRR-regels: art. 493(1) en 498(1) CRR.

35. Zie hiervoor: E.P.M. Joosen, *Voltooiing van de Bankenunie: bankenpakket voorstellen voor CRR2 en CRD5*, FR 2017, nr. 7/8.

beleggingsondernemingen die als gevolg van het nieuwe prudentiële regime te maken krijgen met (veel) hogere kapitaaleisen. Voor deze ondernemingen wordt een overgangsregeling getroffen die erop neerkomt dat zij gedurende een periode van vijf jaar na de inwerkingtreding van de verordening, hetzij (i) tweemaal de kapitaaleis aanhouden waaraan zij op grond van de toepassing van CRR voor de inwerkingtreding van de IFR-verordening dienden te voldoen, hetzij (ii) tweemaal de vastekosteneis van art. 13 IFR-voorstel aanhouden, indien zij nog niet waren opgericht voor de datum van inwerkingtreding van de IFR-verordening, hetzij (iii) tweemaal de minimum kapitaaleis van Titel IV IFD-voorstel aanhouden, indien zij tot aan de inwerkingtreding van het nieuwe regime niet eerder waren onderworpen aan andere prudentiële regels dan de minimumkapitaaleis.

Een van de consequenties van deze regeling is dat, bijvoorbeeld, een beleggingsonderneming die door de toepassing van art. 493 of 498 CRR was uitgezonderd van de regels van CRR, maar wel een minimumkapitaaleis kende op grond van CRD IV, in het nieuwe regime nog vijf jaar lang is verschoond van toepassing van alle prudentiële regels van de IFR-verordening, en uitsluitend gedurende vijf jaar een dubbele minimum kapitaaleis zal kennen. Dat betekent derhalve dat een dergelijke onderneming, gesteld dat deze thans is onderworpen aan een minimum kapitaaleis van EUR 125.000, in het nieuwe regime gedurende vijf jaar 'slechts' EUR 250.000 minimumkapitaal zal dienen aan te houden en geen rekening hoeft te houden met de kapitaaleisen voor 'Risk-to-Customer', 'Risk-to-Market' of 'Risk-to-Firm' en de K-Factor berekeningen achterwege kan laten. Voor veel 'goederentermijnhandelaren' die als gevolg van de aanpassingen van de reikwijdte van MiFID II vanaf 3 januari 2018 over een vergunning als beleggingsonderneming dienen te beschikken is dit een zeer welkome overgangsregeling.

8.2. Gevolgen voor de Nederlandse praktijk

Er zijn momenteel in Nederland circa 250 beleggingsondernemingen met een door de AFM verleende vergunning. Dat aantal neemt nog enigszins toe als gevolg van de Brexit, met het oog waarop enkele internationale ondernemingen hebben gekozen voor Amsterdam als vestigingsplaats voor hun continentaal-Europese activiteiten. Om tal van redenen was er, tot aan de invoering van CRR en CRD IV, slechts sprake van een zeer beperkte groep van beleggingsondernemingen die aan het volledige prudentiële toezicht van DNB was onderworpen. Schattenderwijs ging het daarbij om ongeveer 20 van de in Nederland gevestigde ondernemingen. Mede als gevolg van de definities van art. 4 CRR en de regelingen van art. 95 en 96 CRR is daarin verandering gekomen, omdat een grotere groep ondernemingen kwalificeerde als 'beleggingsonderneming in de zin van de verordening kapitaalvereisten'. Daarbij was sprake

van een groep beleggingsondernemingen die als zodanig van de meeste bepalingen van CRR was uitgezonderd, behoudens de solvabiliteitseis van art. 92 CRR. Een bijzonder knelpunt is ontstaan voor ondernemingen die bijvoorbeeld als orderremisier werkzaam zijn, en die als gevolg van de toepassing van de bepaling van art. 7:17 Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft geacht worden wèl de nevendienst als bedoeld in Bijlage 1, Deel B, onder (1), MiFID II te verlenen, terwijl deze ondernemingen wat betreft de 'bewaring van financiële instrumenten' volledig de regels van de Wet giraal effectenverkeer toepassen (met andere woorden, er worden uitsluitend Wge-effecten voor cliënten geadministreerd). Door de strikte toepassing van de definitie van art. 4(1)(2) (c) CRR werden deze ondernemingen aangemerkt als 'beleggingsonderneming in de zin van de verordening kapitaaleisen'. Voor het toepassen van een volledig prudentieel toezicht op deze ondernemingen is echter geen noodzaak, omdat het faillissementsrisico beheerst wordt door de toepassing van de voorschriften van de Wet giraal effectenverkeer. Het daarnaast verplicht stellen van zware kapitaaleisen met het oogmerk om deze ondernemingen weerbaar te maken tegen faillissementsrisico's, is om die reden niet noodzakelijk. De belangen van cliënten zijn reeds op een andere wijze voldoende beschermd.

Door deze toepassing van de regels van de CRR en de nagenoeg identieke omzetting hiervan in de definities van het IFR-voorstel, ziet het er naar uit dat het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen relevant zal zijn voor een aanzienlijk aantal van de in Nederland gevestigde beleggingsondernemingen.³⁶ Deze (mogelijk onbedoelde uitgebreide reikwijdte) heeft ook de aandacht van de minister van Financiën, die in het regeringsstandpunt betreffende het IFR-voorstel en het IFD-voorstel het volgende betoogt:

'Nederland zal ook nader bestuderen of de verschillende K-factors voldoende aangesloten zijn op de organisatorische eisen die voortvloeien uit MiFID II. Voorbeeld hiervan zijn de K-factors die erop gericht zijn de risico's van het houden van cliëntgelden of van financiële instrumenten van cliënten door beleggingsondernemingen te ondervangen. Enerzijds zijn er risico's verbonden aan het houden van cliëntgelden of stukken van cliënten. Bijvoorbeeld wanneer er op doorlopende basis veel cliëntgelden worden aangehouden door de beleggingsonderneming, krijgt dit het karakter van een deposito. Anderzijds verplicht MiFID

36. Volgens een eerste inschatting van DNB resulteert de voorgestelde classificatie voor de 216 Nederlandse beleggingsondernemingen die hebben meegedaan aan de impact assessment van EBA in 87 Categorie 2-beleggingsondernemingen en 129 Categorie 3-beleggingsondernemingen (*Kamerstukken II 2017/18, 22 112, nr. 2485, p. 7-8*).

*II om cliëntgelden en stukken van cliënten te segregeren van het eigen vermogen van de beleggingsonderneming. Het doel is dat cliëntgelden en stukken worden afgescheiden van een eventuele failliete boedel van een beleggingsonderneming. Dit cliëntrisico wordt dus ondervangen door de organisatorische eisen waaraan beleggingsondernemingen op grond van MiFID II moeten voldoen. De relevante K-factors houden hier echter geen rekening mee: de factoren zijn van toepassing ongeacht de wijze waarop cliëntgelden en stukken zijn gesegregeerd. Ook de overige K-factors die het cliëntrisico moeten meten – vermogen onder beheer of advies en de waarde van afgehandelde cliëntorders – lijken in bepaalde gevallen voorbij te gaan aan MiFID II. Nederland zal voor dergelijke zaken aandacht vragen in de onderhandelingen.*³⁷

Deze opmerkingen moeten, naar wij menen, worden geplaatst in de context van de botsing die kan ontstaan voor beleggingsondernemingen die in hun aard adequate vermogensscheidingsmaatregelen hebben getroffen, bijvoorbeeld omdat alle transacties voor cliënten Wge-effecten betreffen die binnen het bereik van de wettelijke bescherming vallen, maar in het nieuwe prudentiële regime toch (stevig) geraakt worden door kapitaaleisen. Dit standpunt van de Nederlandse regering stemt derhalve overeen met de hierboven door ons gegeven analyse van de mogelijk te brede werking van de nieuwe regels voor bepaalde typen Nederlandse beleggingsondernemingen.

9. Conclusies

Na de uitvoerige behandeling van de Commissievoorstellen voor het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen maken we een eindbalans op. We menen dat er een positieve ontwikkeling op gang is gekomen, doordat de Commissie heeft willen investeren in een nieuw regime voor beleggingsondernemingen en daarbij niet heeft gekozen voor de weg van de minste weerstand. Op de tekentafel ligt een volledig nieuw regime, dat naar onze mening op hoofdlijnen voldoet aan de door de Commissie gestelde randvoorwaarden van proportionaliteit, vereenvoudiging en risicosensitiviteit. Welbeschouwd ruilen veel beleggingsondernemingen een, duizenden bladzijden tellend, regelgevend raamwerk van CRR en CRD IV in voor een regime dat veel beknopter is opgeschreven en dat naar onze mening en naar aanleiding van onze bestudering van de voorstellen daardoor ook eenvoudiger zal kunnen worden toegepast. Behoudens de regels voor *Risk-to-Market*, zijn de voorgestelde berekeningsmethoden voor de

K-Factors voor *Risk-to-Customer* (en *Risk-to-Firm*) in hun aard een significante vereenvoudiging van de (veelal complexe en mathematisch ingewikkelde) CRR-berekeningen.

Het K-Factor model is een zeer constructieve vondst van EBA om te komen tot een risicosensitiever model voor de berekening van de kapitaaleisen. Er wordt, ook al moet er hier en daar geschaafd worden aan de uiteindelijke teksten, veel beter gelet op de typische risico's die zich kunnen voltrekken bij beleggingsondernemingen dan het geval was in het CRR en CRD IV-regime. We zouden echter menen dat die risicosensitiviteit nog verbeterd zou kunnen worden, door bijvoorbeeld rekening te houden met de organisatorische vereisten die uit MiFID II voortvloeien en die reeds leiden tot risicobeheersing zonder dat daarnaast nog een prudentiële eis zou moeten worden opgelegd. Dat geldt in het bijzonder voor de regeling van de vermogensscheiding en de maatregelen die moeten worden getroffen inzake de bescherming van cliëntgelden en aan cliënten toebehorende financiële instrumenten. Maar ook zou een en ander moeten gelden voor andere uit MiFID II voortvloeiende regels ter beheersing van operationele risico's. Dat laatste kan bijvoorbeeld worden geplaatst in de context van de regels voor het handelen door middel van geautomatiseerde (algoritmische) modellen en de uit RTS 6³⁸ voortvloeiende strikte en zeer zware regels. De in dit artikel niet besproken kapitaaleisen voor de zogenoemde K-Factor '*Daily Trading Flow*'³⁹ beogen een prudentiële eis op te leggen aan beleggingsondernemingen die naar wij begrijpen geplaatst moet worden in de beheersing van operationeel risico, terwijl ingevolge de MiFID II daarvoor reeds ingrijpende organisatorische eisen bestaan.

Ondanks dat we in overwegende mate positief zijn over de voorstellen, menen we ook dat er een aantal 'oneffenheden' in de teksten terecht is gekomen waar men niet aan voorbij kan gaan. We hebben in dit artikel de complexe kwestie van de regeling van het concentratierisico besproken, die, naar wij begrijpen naar aanleiding van gesprekken met de Commissie, inderhaast in de teksten van het IFR-voorstel is geschreven, zonder dat is stilgestaan bij de achtergronden van die regels zoals deze voor banken bestaan en de vraag niet lijkt te zijn gesteld of deze regels wel relevant zijn voor beleggingsondernemingen. We bespraken (in deel I) de wat pietluttig overkomende regeling voor het liquiditeitstoezicht en onze mening dat de door de wetgever beoogde doelstellingen ook anderszins

37. Zie Kamerstukken II 2017/18, 22 112, nr. 2485, p. 9-10.

38. Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/589 van de Commissie van 19 juli 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen tot specificering van de organisatorische vereisten voor beleggingsondernemingen die zich met algoritmische handel bezighouden, Pb. EU, L. 87 van 31 maart 2017.

39. Zie art. 32 IFR-voorstel.

kunnen worden bereikt zonder dat moet leiden tot prudentieel toezicht. We wijzen ook op de lacune wat betreft het herstel en afwikkelregime voor Categorie 2- en 3-ondernemingen, waarbij onduidelijk is of de BRRD-voorschriften zullen blijven gelden voor deze ondernemingen. Het zou de kwaliteit van de voorstellen voor het nieuwe prudentiële regime ten goede komen, indien ook op al deze onderwerpen de puntjes op de 'i' zouden worden gezet.