

2 **EERSTE ONTWIKKELINGEN OP HET TERREIN VAN BANK-, EFFECTEN- EN VERZEKERINGSWEZEN**

203. Het Europees toezichtrecht doet zijn intrede in het nationale recht – Het integratieproces kan globaal worden ingedeeld in vier fasen:

1. opheffing van nationale toetredingsbelemmeringen (1973-1985);
2. voltooiing van de interne markt, aanvankelijk uiterlijk in 1992 (1985-1999);
3. invoering van de eurozone en periode vóór de financiële crisis (1999-2007); en
4. mondiale financiële crisis en hervormingen na de crisis (vanaf 2007).

Gedurende deze fasen heeft een verschuiving plaatsgevonden van het op het eerste niveau van wetgeving (311-316) reguleren door vaststelling van:

- uitsluitend richtlijnen – de eerste richtlijnen met een minimumharmonisatie – die in de nationale wetgeving van de lidstaten moesten worden geïmplementeerd;
- een combinatie van een richtlijn en een verordening (‘duale regeling’), zoals de regulering van marktmisbruik door een richtlijn (MAD) en een verordening (MAR), beleggingsondernemingen door een richtlijn (MiFID II) en een verordening (MiFIR) en prudentiële waarborgen door een richtlijn (CRD en IFR) en een verordening (CRR en IFR) met voornamelijk maximumharmonisatie in ieder geval wat betreft de verordeningen;³
- uitsluitend verordeningen waarbij sprake is van maximumharmonisatie, zoals de in paragraaf 8 vermelde verordeningen.

204. De eerste richtlijnen: minimumharmonisatie en basisbeginselen – De eerste inspanningen om de financiële systemen van de lidstaten te integreren in de Europese financiële markt waren gebaseerd op de beginselen van vrijheid van vestiging en vrije dienstverrichting. Wetgeving werd alleen dan opgesteld indien coördinatie noodzakelijk werd geacht om belemmeringen voor vrij verkeer van personen, diensten en kapitaal tussen

3 De richtlijnen zijn, behalve de MAD, gebaseerd op artikel 53 lid 1 VWEU: ‘Teneinde de toegang tot werkzaamheden, anders dan in loondienst, en de uitoefening daarvan te vergemakkelijken, stellen het Europees Parlement en de Raad volgens de gewone wetgevingsprocedure richtlijnen vast (...) inzake de coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten betreffende de toegang tot werkzaamheden anders dan in loondienst en de uitoefening daarvan’. De MAD is gebaseerd op artikel 83 lid 2 VWEU: ‘Indien onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten op het gebied van het strafrecht nodig blijkt voor een doeltreffende uitvoering van beleid van de Unie op een gebied waarop harmonisatiemaatregelen zijn vastgesteld, kunnen bij richtlijnen minimumvoorschriften worden vastgesteld met betrekking tot de bepaling van strafbare feiten en de sancties op het betrokken gebied. Onverminderd artikel 76 worden deze richtlijnen vastgesteld volgens de gewone of een bijzondere wetgevingsprocedure die gelijk is aan de procedure voor de vaststelling van de betrokken harmonisatiemaatregelen.’ De verordeningen zijn gebaseerd op met name artikel 114 VWEU.

lidstaten op te heffen. Vastgelegd was dat de liberalisatie van de door banken en verzekeringsmaatschappijen verrichte diensten waarmee kapitaalverplaatsingen gepaard gaan, moest worden verwezenlijkt in overeenstemming met de geleidelijke liberalisatie van het kapitaalverkeer.⁴ De Europese Raad kreeg een mandaat om een programma vast te stellen voor de opheffing van bestaande beperkingen voor een dergelijke liberalisatie.⁵ Met het oog op de uitvoering daarvan werd tussen 1973 en 1982 een richtlijnen vastgesteld onder meer op het gebied van verzekeringen, banken en de handel ter beurze. Deze eerste fase was met name gericht op het tot stand brengen van eenmaking van de interne financiële markt binnen de toenmalige Europese Gemeenschap. De focus daarbij lag op minimum-harmonisatie.

Deze eerste Europese richtlijnen die een stempel drukten op het Nederlandse toezichtrecht zijn in te delen in richtlijnen ter regulering van het bankwezen, het verzekeringswezen en het effectenwezen. Een sectorale aanpak die tot nu toe grotendeels is gehandhaafd. Voor de eerste twee sectoren ging het om het reguleren van het bancaire bedrijf en het verzekeringsbedrijf.⁶ De regulering van het effectenbedrijf was vooralsnog gericht op de handel ter beurze. Er werden eisen gesteld voor de toelating van effecten tot een effectenbeurs, eisen waaraan een beursprospectus moest voldoen en eisen inzake de periodieke informatieverschaffing door beursgenoteerde instellingen.⁷

De contouren van de basisbeginselen die thans nog steeds ten grondslag liggen aan het verder reguleren van andere en nieuwe terreinen binnen de financiële sector waren al te zien. Zo bevatte de eerste bankenrichtlijn – bestaande uit ‘slechts’ dertien artikelen waarvan vier overgangs- en algemene bepalingen – een vergunningplicht die alleen kon worden verkregen indien was voldaan aan het ‘bestaan’ van een (a) afgescheiden eigen vermogen, (b) een voldoende minimum aan eigen vermogen en (c) een aantal beleidsbepalers ‘niet kleiner dan twee’. Indien deze beleidsbepalers niet de noodzakelijke betrouwbaarheid of de vereiste ervaring bezaten om hun functie uit te oefenen, mocht geen vergunning worden verleend. Een vergunningaanvraag moest gepaard gaan met een programma van werkzaamheden waarin onder meer de organisatiestructuur was vermeld. Een samenwerkingsplicht van de nationale bevoegde autoriteiten van de lidstaten werd opgenomen, toegespitst op het elkaar verstrekken van gegevens over de betrokken kredietinstellingen. Daarbij was

4 Artikel 61 lid 2 Verdrag van Rome 1957.

5 Artikel 63 Verdrag van Rome 1957.

6 Eerste schadeverzekeringsrichtlijn 73/239/EEG van 24 juni 1973, *PbEG* 1973, L 228, Eerste Bankenrichtlijn 1977/780/EEG van 12 december 1977, *PbEG* 1977, L 322, Richtlijn 78/473/EEG van 20 mei 1978 inzake co-assurantie, *PbEG* 1978, L 151 en de Eerste levensverzekeringsrichtlijn 79/279/EEG van 5 maart 1979, *PbEG* 1979, L 63.

7 Richtlijn 79/279/EEG van 5 maart 1979 inzake toelatingseisen van effecten tot een effectenbeurs, *PbEG* 1979, L 66, Richtlijn 80/390/EEG van 17 maart 1980 inzake de eisen waaraan een beursprospectus moet voldoen, *PbEG* 1980, L 100 en Richtlijn 82/121/EEG van 15 februari 1982 inzake de periodieke informatieverschaffing door beursgenoteerde instellingen, *PbEG* 1982, L 48.

bepaald dat (a) alle personen die werkzaam zijn of werkzaam zijn geweest bij de bevoegde autoriteiten, aan een beroepsgeheim zijn gebonden, inhoudend dat vertrouwelijke inlichtingen die zij beroepshalve ontvangen, aan geen enkele persoon of autoriteit bekend mogen worden gemaakt, tenzij dit krachtens wettelijke voorschriften geschiedt, (b) op in het kader van de samenwerking ontvangen informatie het beroepsgeheim van toepassing is en (c) ontvangen inlichtingen slechts mogen worden gebruikt 'voor het onderzoek naar de voorwaarden voor de toelating van de instellingen en om de controle te vergemakkelijken op de liquiditeit en de solvabiliteit van de betrokken instellingen en de voorwaarden waaronder de activiteit wordt uitgeoefend, of wanneer een administratief beroep is ingesteld tegen de besluiten van de bevoegde autoriteit of bij beroep op de rechter'. Ook waren al enkele gronden voor intrekking van een verleende vergunning opgenomen die thans nog terug te vinden zijn in artikel 1:104 Wft. Een bepaling die later ook steeds terugkeerde, was het 'verbod' om op bijkantoren uit een derde land bepalingen toe te passen die zouden leiden tot een gunstiger behandeling dan die voor bijkantoren die hun hoofdkantoor binnen de Gemeenschap hadden. Deze basisbeginselen zijn bij elk onderdeel van de financiële sector dat later werd gereguleerd terug te vinden, zij het in gedetailleerdere vorm.

De eerste richtlijnen ter regulering van het effectenbedrijf in de vorm van het stellen van informatie-eisen aan producten (in casu effecten) en aan de aanbieders van producten (in casu beursgenoteerde ondernemingen), zijn later ook terug te vinden in het kader van aanbiedingen van andere (financiële) producten. Thans is echter mede naar aanleiding van empirisch onderzoek vastgesteld dat het informatieparadigma in zoverre een beperkte (beleggersbeschermende) werking heeft indien het aanbod aan informatie het stadium van een 'overaanbod' bereikt (236).

3 WITBOEK VOLTOOIING INTERNE MARKT

205. Uitbreiding regelgeving tot nieuwe terreinen – De tweede fase werd ingeluid door het in 1985 door de commissie-Delors uitgebrachte 'Witboek omtrent de voltooiing van de interne markt'.⁸ Het witboek bevatte een duidelijk programma en tijdschema voor de voltooiing van de interne markt die uiterlijk eind 1992 moest plaatsvinden. In het onderdeel over financiële diensten⁹ werd opgemerkt dat de liberalisering van financiële diensten, die verbonden is met die van het kapitaalverkeer, een belangrijke stap naar de financiële integratie van de Gemeenschap is en de verruiming van de interne markt vormt. De voorgestelde harmonisering reflecteerde een nieuw 'reguleringsparadigma' gebaseerd op de beginselen van een enkele vergunning, onderlinge erkenning en toezicht van het land van

8 COM (85) 310, juni 1985.

9 COM (85) 310, juni 1985, paragrafen 101-107.

herkomst ('home country control'), minimale harmonisatie en gemittigeerd door de 'algemeen belang'-regels.¹⁰

In deze fase – de periode 1985 tot 1999 – zijn diverse richtlijnen (thans aangeduid als 'eerste generatie'-richtlijnen) tot stand gekomen die andere onderdelen van de financiële sector aan Europese regels onderwierpen. Gewezen kan worden op de regulering van het aanbieden van en sluiten van overeenkomsten inzake consumentkrediet (1986).¹¹ In het kader van het effectenwezen werden instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) in 1985 en beleggingsondernemingen in 1993 onderworpen aan Europese regels.¹² In 1993 volgde een richtlijn over de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (CRD I).¹³ Ook werden regels opgesteld met betrekking tot

- een meldingsplicht van gegevens bij verwerving van belangrijke deelnemingen in een beursvennootschap (1988), later vervangen onder de naam Transparantierichtlijn;
- voorwetenschap (1989), later aangeduid als 'marktmisbruik' en veelal aangeduid met de afkorting van de Engelse benaming als MAD;
- de opstelling van, het toezicht op en de verspreiding van het prospectus dat moet worden gepubliceerd bij een openbare aanbieding van effecten (1989).¹⁴

Ten behoeve van de bescherming van spaarders en beleggers tegen insolventie van een kredietinstelling of een beleggingsonderneming werd voorzien door de vaststelling van een Richtlijn depositogarantiestelsels (1994) respectievelijk een Richtlijn beleggerscompensatiestelsel (1997).¹⁵ Reeds tot stand gekomen richtlijnen werden geëvalueerd en herzien uitmondend onder meer in de Tweede schadeverzekeringsrichtlijn (1988), de Tweede Bankenrichtlijn (1989), de Tweede schaderichtlijn (1990), de Tweede levensverzekeringsrichtlijn (1990), de Derde schadeverzekeringsrichtlijn (1992) en de Derde levensverzekeringsrichtlijn (1992).¹⁶

10 Zie over de mitigerende werking van de algemeenbelangregels: M. Tison, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, 1999, p. 247 e.v.

11 Richtlijn 87/102/EEG van 22 december 1986, *PbEG* 1987, L 42.

12 Richtlijn 85/611/EEG van 20 december 1985, *PbEG* 1985, L 375 (UCITS I) en Richtlijn 93/22/EEG van 10 mei 1993, *PbEG* 1993, L 141 (ISD).

13 Richtlijn 93/6/EEG van 15 maart 1993, *PbEG* 1993, L 141 (CRD I).

14 Richtlijn 88/627/EEG van 12 december 1988, *PbEG* 1988, L 348, Richtlijn 89/592/EEG van 13 november 1989, *PbEG* 1989, L 334 en Richtlijn 89/298/EEG van 17 april 1989, *PbEG* 1989, L 124.

15 Richtlijn 94/19/EG van 30 mei 1994, *PbEG* 1994, L 135 respectievelijk Richtlijn 97/9/EG van 3 maart 1997, *PbEG* 1997, L 84.

16 Richtlijn 88/357/EEG van 22 juni 1988 (Tweede schadeverzekeringsrichtlijn), *PbEG* 1988, L 172, Richtlijn 89/646/EEG van 15 december 1989 (Tweede Bankenrichtlijn), *PbEG* 1989, L 386, Richtlijn 90/618/EG van 8 november 1990 (Tweede Schaderichtlijn), *PbEG* 1990, L 330, Richtlijn 90/619/EEG van 8 november 1990 (Tweede Levensverzekeringsrichtlijn), *PbEG* 1990, L 330, Richtlijn 92/49/EEG van 18 juni 1992 (Derde Schadeverzekeringsrichtlijn), *PbEG* 1992, L 228 en Richtlijn 92/96/EEG van 10 november 1992 (Derde Levensverzekeringsrichtlijn), *PbEG* 1992, L 360.

4 FINANCIEEL ACTIEPLAN (FSAP) 1999-2005

206. Verdere uitbreiding van de regelgeving tot nieuwe terreinen – De invoering van de euro en de hieruit voortkomende stimulans om de resterende segmentatie van de financiële markten van de EU aan te pakken, leidde in mei 1999 tot de publicatie van het ‘Financial Services Action Plan 1999-2005’ (FSAP).¹⁷ Het FSAP wordt gezien als de derde fase van de Europese harmonisatiebeweging¹⁸ als een logisch vervolg op de invoering van de euro in 2002 waartoe al in 1992 was besloten in het Verdrag betreffende de Europese Unie: het Verdrag van Maastricht 1993 dat de basis legde voor de vorming van de Economische en Monetaire Unie (EMU).¹⁹

In het FSAP werd opgemerkt dat de invoering van de euro en de bestaande interne-marktregelgeving weliswaar onontbeerlijk, maar op zich ontoereikend zijn om in de EU een volledige interne markt voor financiële diensten tot stand te brengen. Drie strategische doelen werden nagestreefd:

1. verwezenlijking van een interne *wholesale*-markt voor financiële diensten;
2. de totstandbrenging van open en veilige retailmarkten; en
3. de versterking van het kader voor bedrijfseconomisch toezicht.

Het FSAP kreeg in maart 2000 een krachtige impuls naar aanleiding van de ‘Lissabon agenda’ toen de Europese Raad een belangrijke politieke stap zette in de richting van een geïntegreerde markt voor financiële diensten en kapitaal in de EU. Als doel werd gesteld om binnen tien jaar ‘de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld te worden die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang’. In Lissabon werd erop aangedrongen dat het FSAP vóór 2005 zou worden uitgevoerd.²⁰ Dit betekende een versnelling van het tempo en de formulering van vijf prioriteiten:

1. invoering van één ‘paspoort’ voor emittenten;
2. verbetering van de vergelijkbaarheid van de financiële verslagen van ondernemingen;
3. het wegnemen van hinderpalen voor beleggingen door pensioenfondsen en icbe’s;

17 COM (1999) 232, mei 1999. Zie voor dit actieplan onder meer: J.C. van Haersolte, ‘Een mammoettanker is de mistige haven van Lissabon binnengevaren: de afsluiting van het Actieplan Financiële Diensten’, *NtEr* 2006, nr. 5-6, p. 102-109 en nr. 7, p. 141-152 en N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 24-29.

18 Zie voor de eerste en tweede fase: M. Tison, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, 1999, p. 405-421 en voor de eerste drie fasen: N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 22-30.

19 G. Ferrarini, K.J. Hopt & E. Wymeersch (red.), *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, 2002.

20 Zie het Tweede Voortgangsverslag van het FSAP van 30 mei 2000, COM (2000) 336, p. 2.

4. verbeterde werking van grensoverschrijdende verkoop- en wederverkoopmarkten; en
5. ingrijpende herziening van de richtlijn beleggingsdiensten.²¹

Vervolgens stelde de Raad in juli 2000 ten behoeve van de regulering van de Europese effectenmarkten een Comité van wijzen in, onder voorzitterschap van Alexandre Lamfalussy. Hun eindrapport, dat in februari 2001 werd gepubliceerd, bevatte een analyse van de staat van de financiële markt van de EU alsmede een aantal aanbevelingen. Volgens het rapport was het interinstitutionele kader van de EU 'te langzaam, te star, te complex en niet goed afgestemd op het tempo waarin de financiële wereldmarkt verandert'. Een wetgevende aanpak op vier niveaus werd voorgesteld, die aanvankelijk alleen in de effectenwetgeving, maar later ook op andere gebieden van de wetgeving inzake financiële diensten werd gehanteerd (zie 311-316).

In deze derde fase kwamen nieuwe maar ook enkele 'tweede generatie'-richtlijnen tot stand. Tot de tweedegeneratierichtlijnen behoren de MAD II (2003), de Tweede Prospectusrichtlijn (2003) en de Tweede Bankenrichtlijn (2006).²² Door Richtlijn 2006/49/EG werd overgegaan tot een 'herschikking' van de richtlijn inzake kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen, aangeduid als CRD II.²³ Ook de regulering van icbe's werd herzien door Richtlijn 2001/107/EG (2001) en Richtlijn 2001/108/EG (2001) die samen worden aangeduid als UCITS III (2001).²⁴ De ISD werd in 2004 vervangen door Richtlijn 2004/39/EG, aangeduid als de MiFID I.²⁵

Tot de richtlijnen die nieuwe terreinen reguleerden, behoren:

- Richtlijn elektronischgeldinstellingen 2000/46/EG (2000);
- Noteringsrichtlijn 2001/34/EG voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden verstrekt (2001);
- Richtlijn 2001/17/EG inzake sanering en liquidatie verzekeringsondernemingen (2001);
- Richtlijn 2002/87/EG financiële conglomeraten (2002), ook aangeduid als Fico-richtlijn;
- Richtlijn 2002/92/EG verzekeringsbemiddeling (2002);

21 Tweede Voortgangsverslag van het FSAP van 30 mei 2000, *COM* (2000) 336, p. 11-14.

22 Richtlijn 2003/6/EEG van 28 januari 2003, *PbEG* 2003, L 96, Richtlijn 2003/71/EG van 4 november 2003, *PbEG* 2003, L 345 en Richtlijn 2006/48 van 14 juni 2006, *PbEG* 2006, L 177.

23 Richtlijn 2006/49/EG van 14 juni 2006 waarbij Richtlijn 93/6/EG (CRD I) is ingetrokken, *PbEG* 2006, L 177.

24 Richtlijn 2001/107/EG van 21 januari 2002, *PbEG* 2002, L 41 en Richtlijn 2001/108/EG van 21 januari 2002, *PbEG* 2002, L 41. Aanvankelijk was er ook een UCITS II voorzien waarvoor de eerste voorstellen dateren uit 1992 en 1993. Deze zou betrekking hebben op zowel een verruiming van de reikwijdte van de toegestane beleggingen als op het icbe-bewaarderpaspoort. Er kon echter geen overeenstemming worden bereikt en de vaststelling van de voorgestelde regels werd uitgesteld.

25 Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004, *PbEG* 2004, L. 145.

- Transparantierichtlijn 2004/109/EG (2004);
- Richtlijn 2005/68/EG herverzekering (2005).²⁶

207. Naar maximumharmonisatie – Hoewel deze uit het FSAP voortkomende tweedegereneratierichtlijnen niet expliciet waren geformuleerd als maximumharmonisatie, heeft de Lamfalussy-wetgevingsprocedure (311-316) door de invoering van vier niveaus van regelgeving daartoe wel geleid. De op het tweede niveau van regelgeving door de Europese Commissie (EC) vastgestelde uitvoeringsmaatregelen bevatten een grote mate van detailtering en soms een verbod tot het stellen door de lidstaten van aanvullende regels behalve in uitzonderingsgevallen en onder strikte voorwaarden. Het gevolg was dat het terrein waarop de lidstaten ‘eigen regels’ konden stellen, steeds meer werd ingeperkt en in ieder geval daar waar gebruikgemaakt werd van het instrument van de rechtstreeks in de lidstaten werkende verordening. Van dit instrument is bij alle hiervoor genoemde tweedegereneratierichtlijnen in meer of mindere mate gebruikgemaakt voor het vaststellen van uitvoeringsregels.

208. Invoering van minimumhandhavingsbevoegdheden – Naast een verschuiving van minimumharmonisatie in de richting van maximumharmonisatie werd in de tweedegereneratierichtlijnen ook meer aandacht besteed aan de handhaving in de lidstaten van de in de nationale wetgeving geïmplementeerde Europese regels. Die aandacht kreeg vorm door opname van een set van minimumbevoegdheden voor de nationale bevoegde autoriteiten om op te treden tegen overtredingen. Daaraan lag en ligt de gedachte ten grondslag dat een volledig geïntegreerde interne financiële markt vereist dat ongeoorloofd gedrag in de gehele EU even streng wordt vervolgd en bestraft.

In oktober 2004 publiceerde CESR het Himalaya-rapport ‘Which Supervisory Tools for the EU Securities Market?’. In dit rapport gaf CESR te kennen dat de samenwerking tussen de – in casu – effectentoezichthouders van de lidstaten niet goed kan werken indien zij niet beschikken over min of meer gelijke bevoegdheden en dat het toezicht toegesneden zou moeten zijn op de verschillen in snelheid en mate van integratie van de diverse financiële deelmarkten van de EU.²⁷ Met andere woorden, een gelijk speelveld (*‘level playing field’*) kan niet worden bereikt door het uitsluitend opstellen van materiële regels en normen.

²⁶ Richtlijn 2000/46/EG van 18 september 2000, *PbEG* 2000, L 275, Noteringsrichtlijn 2001/34/EG van 28 mei 2001, *PbEG* 2001, L 184, Richtlijn 2001/17/EG van 19 maart 2001, *PbEG* 2001, L 110, Ficorichtlijn 2002/87/EG van 16 december 2002, *PbEG* 2002, L 35, Richtlijn 2002/92/EG van 9 december 2002, *PbEG* 2003, L 9, Transparantierichtlijn 2004/109/EG van 15 december 2004, *PbEG* 2004, L 390 en Richtlijn 2005/68/EG van 16 november 2005, *PbEG* 2005, L 323.

²⁷ Himalaya-rapport ‘Which Supervisory Tools for the EU Securities Market?’ (CESR/04-333f): www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_333f.pdf.

Ook het handhavingsinstrumentarium en de wijze van handhaving van de Europese regels in de diverse lidstaten zijn van belang om te komen tot een *'level playing field'*.

Vervolgens verscheen in juni 2006 het rapport 'Supervisory Convergence in the Field of Securities Markets'.²⁸ In dit rapport constateerde CESR dat er nog obstakels bestonden in het kader van convergentie van toezicht en liet weten op welke wijze die obstakels zouden kunnen worden weggenomen. Het bleef vooralsnog bij opname in Europese regelgeving van minimumbevoegdheden. Uit verschillende in 2007 en 2009 verschenen CESR-rapporten bleek dat het naar elkaar toe groeien in de lidstaten van het handhavingsinstrumentarium niet goed van de grond kwam getuige de grote verschillen die door onderzoek van CESR waren blootgelegd wat betreft de Richtlijn marktmisbruik,²⁹ MiFID I³⁰ en de Transparantierichtlijn (zie ook 317).³¹

209. Resultaat FSAP – De afronding van het FSAP heeft ertoe geleid dat er maar liefst 42 richtlijnen inclusief de bijbehorende uitvoeringsrichtlijnen en/of uitvoeringsverordeningen tot stand kwamen. Deze betroffen weliswaar niet uitsluitend het terrein van het bank-, verzekering- of effectenwezen en het vennootschapsrecht, zoals de Overnamerichtlijn,³² maar ook de financiële verslaglegging en de pensioensector. Niet alle richtlijnen zijn ook in die periode tijdig omgezet in de nationale wetgeving van de lidstaten. Het percentage dat binnen de overeengekomen termijnen door de lidstaten was omgezet, was teleurstellend, aldus de EC.³³

De uitvoering van het FSAP en de 'Lissabon'-agenda leidden ook tot een andere wetgevingsprocedure: de 'Lamfalussy-wetgevingsprocedure' (206). Deze wetgevingsprocedure werd regelmatig geëvalueerd en herzien (311-316). In deze derde fase ontstond ook een andere wetgevingstechniek: *'principles based'*-regelgeving (302-304). Ook werd een actieplan opgezet om de regelgeving te verbeteren (305-310). Deze onderwerpen, die geen betrekking hebben op de materiële kant van de Europese regels maar op de wijze van totstandkoming en de kwaliteit daarvan, komen in hoofdstuk 3 aan de orde.

28 Rapport 'Supervisory Convergence in the Field of Securities Markets', juni 2006, CESR/06-259b: www.esma.europa.eu/document/2006-report-supervisory-convergence-in-field-securities-markets.

29 'Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive', 17 oktober 2007 (CESR/07-693): www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_693_u_2_.pdf.

30 'MiFID: CESR reviews supervisory powers and practices, as well as administrative and criminal sanctioning regimes across Europe', 16 februari 2009 (CESR/09-123): www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/MiFid?page=34&solrsort=ss_esma_document_reference%20desc.

31 'Transparency Directive: CESR maps coherence, equivalence and variance of supervisory powers and sanctioning regimes across Europe', 1 juli 2009 (CESR/09-058): www.esma.europa.eu/document/cesr-report-mapping-supervisory-powers-administrative-and-criminal-sanctioning-regimes.

32 Richtlijn 2004/25/EG inzake het openbaar bod ('Overnamerichtlijn') van 21 april 2004, *PbEG* 2004, L 142.

33 *COM* (2005) 629, p. 5.

5 **WITBOEK OVER HET BELEID OP HET GEBIED VAN FINANCIËLE DIENSTEN
2005-2010**

210. Inleidende opmerkingen – In het Witboek over het beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010 werden de beleidsprioriteiten van de EC op het gebied van financiële diensten tot en met 2010 uiteengezet.³⁴ Anders dan in het FSAP bevatte het witboek geen uitgebreide ‘regelgeving’-agenda. De EC volstond met een overzicht van de lopende projecten en gedachtewisselingen, de toen toekomstige initiatieven en de terreinen waarop toen nog geen nieuwe wetgeving was gepland.

211. Beleidsprioriteiten en minder uitgebreide ‘regelgeving’-agenda – De lopende projecten betroffen: (1) integratie van de EU-markt voor hypothecair krediet, consumentenkrediet en betaaldiensten, (2) modernisering van de regelgeving en toezicht op het verzekeringsbedrijf (project Solvabiliteit II), (3) herziening van de wetgeving inzake gekwalificeerde deelnemingen in bepaalde financiële ondernemingen en (4) onderzoek naar een kaderrichtlijn inzake clearing & afwikkeling. Bij de categorie ‘lopende gedachtewisselingen’ werd onder meer opgemerkt dat zou moeten worden nagegaan of de Richtlijn inzake elektronisch geld aangepast moest worden en of wetgeving op het terrein van verzekeringsgarantieregelingen zou moeten worden voorgesteld. Wat betreft de toekomstige initiatieven werd gedacht aan het (1) op basis van het toen nog te verschijnen ‘Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen’³⁵ beslissen of, en welke maatregelen nodig zijn, en (2) opheffen van ongerechtvaardigde belemmeringen met betrekking tot het grensoverschrijdend openen van bankrekeningen (rekening-courant, spaarrekeningen en effectenrekeningen) en het bieden van een ruimere keuze aan consumenten. Het betrof een onderzoek naar de bestaande problemen in verband met gebruikersmobiliteit, afsluitprovisies en overstappen van de ene bank naar de andere, en een onderzoek naar het nut van een eventuele standaardrekening.

Er zouden geen regelgevende initiatieven worden ontplooid ten aanzien van ratingbureaus, financiële analisten en de kapitaalvereisten voor gereglementeerde markten. De EC was van oordeel dat de toen bestaande wettelijke voorschriften (of die toen in het kader van de MiFID in voorbereiding waren) zouden volstaan ‘alsook dat de lidstaten in een betere positie verkeren en dat zelfregulering door de marktdeelnemers beter geschikt is om tot de meest aangewezen reactie op de marktontwikkelingen te komen’.

34 Witboek over het beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010, COM (2005) 629, 1 december 2005.

35 COM (2006) 686, 15 november 2006.

6 DE MONDIALE FINANCIËLE CRISIS: VERSNELDE REGULERING VAN NIEUWE TERREINEN

212. Inleidende opmerkingen – Door de globalisering is een grote vervlechting ontstaan in de internationale financiële sector. Deze onderlinge afhankelijkheid van financiële markten werd pijnlijk zichtbaar in de zomer van 2007 toen in de Verenigde Staten obligaties als ‘verpakte gebundelde hypotheeklen’ in het laagste segment in een razend tempo minder waard werden. Dit leidde tot de ineenstorting van de investeringsbank Lehman Brothers met een wereldwijd ‘besmettingseffect’: een mondiale kredietcrisis (104).³⁶ Nadat in het najaar van 2008 de kredietcrisis ook in Europa hevige negatieve sporen begon te trekken en veel in het werk moest worden gesteld om een totale ineenstorting van de financiële markten te voorkomen, werd een Europees economisch herstelplan vastgesteld.³⁷ Vanaf dat moment werden wetgevingsinitiatieven gericht op herstel van de door de kredietcrisis veroorzaakte schade.

In maart 2009 verscheen de Mededeling ‘Op weg naar Europees herstel’ met een ambitieus hervormingsprogramma.³⁸ De oplossingen die zijn omgezet in concrete voorstellen, kunnen worden onderscheiden in enerzijds nieuwe en aanpassing van bestaande wet- en regelgeving en anderzijds in voorstellen om het toezicht op de financiële sector in de EU te versterken.

Wat de eerste categorie betreft, is de uitbreiding van regelgeving tot terreinen die tot dan toe nog niet op Europees niveau gereguleerd waren, relevant. Het betrof de ratingbureaus, de ‘alternatieve’ beleggingsinstellingen en de derivatenmarkten waarbij het transparantiebeginsel een belangrijke rol speelde. Een onderdeel van de tweede categorie was de instelling van drie – op sectorale leest geschoeide – Europese toezichthoudende autoriteiten (ESA’s) met de bevoegdheid om bindende richtsnoeren op te stellen en voorstellen te doen voor het vaststellen van technische normen met als uiteindelijk doel het bereiken van één ‘EU-wetboek’ (*single rule book*) van geharmoniseerde regels (zie hoofdstuk 3). Concrete voorstellen tot regelgeving voor de otc-markt voor derivaten (producten die *over-the-*

36 In de DNB-uitgave *In het spoor van de crisis*, 2010, p. 11 schrijft DNB dat de kredietcrisis lijkt te beginnen in het subprime segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt, maar dat de oorzaken van de problemen dieper en veel verder in het verleden lagen. De ‘uitbundige bestedingen in de Angelsaksische wereld uiten zich in tekorten op de lopende rekening van betalingsbalansen en in overmatige schuldfinanciering in de private sector. (...) De crisis in het subprime segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt is een uitvloeisel van deze overmatige schuldfinanciering (‘overleverage’).

37 ‘Een Europees economisch herstelplan’, COM (2008) 800. Zie ook de adviezen van EESC (Europees Economisch en Sociaal Comité) van 15 januari 2009, PbEU 2009, C 182 en 24 maart 2009, PbEU 2009, C 228 en A. Piantelli, *Managing Banking Crises in Europe after the Great Crisis*, Series Law of Business and Finance, volume 20 (dissertatie), 2021.

38 Mededeling aan de Europese Voorjaarsraad ‘Op weg naar Europees herstel’ van 4 maart 2009, COM (2009) 114.

counter' worden uitgegeven en verhandeld) zouden volgens de planning in de loop van 2010 worden gepubliceerd hetgeen resulteerde in de totstandkoming van EMIR (242).

Uit een op 6 juni 2012 gepubliceerd persbericht blijkt dat de EC tussen oktober 2008 en oktober 2011 voor € 4,5 biljoen (37% van het bbp van de EU) aan staatssteunmaatregelen voor financiële instellingen goedkeurde.³⁹ In het persbericht werd ook opgemerkt dat door de staatssteunmaatregelen weliswaar massale bankfaillissementen en economische ontwrichting werden afgewend, maar ook dat 'belastingbetalers werden opgezadeld met verslechterende overheidsfinanciën' en dat de vraag onopgelost bleef hoe met grote grensoverschrijdende banken in nood diende te worden omgegaan. Daarin zouden de in juni 2012 door de EC aangenomen voorstellen voor EU-wijde regels voor bankherstel en bankafwikkeling verandering brengen. De voorgestelde instrumenten vielen uiteen in bevoegdheden inzake 'preventie', 'vroegtijdige interventie' en 'afwikkeling' door aanpassing van bestaande regelgeving. De vorming in 2014 van de Europese bankenunie (363-368) moet – evenals de invoering in 2011 van het Europees systeem voor financieel toezicht (ESFS) met de oprichting van de ESA's en de European Systemic Risk Board (ESRB; 324-325) – worden gezien tegen de achtergrond van en als reactie op de financiële crisis die in 2007/2008 begon.

213. Wetgevingsmaatregelen voor nog niet gereguleerde activiteiten – Zoals zo vaak wanneer er een crisis is of misstanden worden ontdekt in de financiële sector, is er een roep om meer regelgeving: een roep waaraan de politiek gehoor geeft al was het maar omdat 'niets doen' het risico in zich bergt van het verwijt dat er niet 'kordaat' of adequaat wordt opgetreden. Enriques merkt op dat een van de bekende problemen die gepaard gaan met het reguleren van (financiële) markten gedurende of na een ernstige financiële en economische crisis is dat de kosten die voortvloeien uit nieuwe regelgeving vaak onderschat en de voordelen overschat worden. Zolang de voorstanders van nieuwe regelgeving kunnen beargumenteren dat een regel de mogelijkheid ('potential') – hoe gering ook – bezit om het risico van een andere of nieuwe crisis te verminderen, zal het voor de tegenstanders lastig zijn te stellen dat het voordeel van de regel overschat wordt.⁴⁰ De voorstellen waren talrijk en zeer divers. Vooral in de eerste helft van 2009 publiceerden nationale overheden en (inter)nationale organen of instellingen diverse voorstellen en visies. Wood kwam op een 'brief list' van circa 100 maatregelen of voorstellen – '*babel of noise and mountains of paper*' – waarvan een kale opsomming al 15 pagina's in beslag nam.⁴¹

39 Persbericht van de EC 'Nieuwe crisisbeheermaatregelen om toekomstige bail-outs van banken te voorkomen', 6 juni 2012, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/nl/IP_12_570.

40 L. Enriques, 'Regulator's Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View', *Journal of International Economic Law* 2009, p. 1147 en p. 1152.

41 P.R. Wood, 'Legal impact of the financial crisis: a brief list', *Capital Markets Law Journal* 2009, p. 436-450.