

Voorwoord

Met veel plezier bieden wij u dit nieuwe deel aan in de Financieel Juridische Reeks. Het boek behandelt het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen na de inwerkingtreding van de *Investment Firm Regulation* en de *Investment Firm Directive* (de IFR en de IFD), op 26 juni 2021. De IFR en de IFD brachten een radicaal nieuw regime voor deze instellingen tot stand.

Dit nieuwe regime wordt in vier hoofdstukken, geschreven door verschillende auteurs, beschreven en kritisch tegen het licht gehouden. Mr. dr. Bas-Jan Nieuwenhuijzen bespreekt in het eerste hoofdstuk de achterliggende ratio van het nieuwe regime en de dynamiek van het totstandkomingsproces, en zet de belangrijkste pijlers van het regime uiteen. Prof. mr. dr. Bart Joosen gaat in het tweede hoofdstuk uitvoerig in op de nieuwe kapitaal- en liquiditeitseisen, zoals deze worden gesteld aan Klasse 1-ondernemingen en aan Klasse 2- en Klasse 3- beleggingsondernemingen. Hoofdstuk 3 behandelt de governance-verplichtingen waaronder de eisen aan de bedrijfsvoering, beloningsregels en personentoetsingen. Het laatste hoofdstuk is van de hand van mr. Jan Reinier van Angeren. Hij belicht het toezicht en de handhaving van de nieuwe vereisten door de AFM en DNB.

De bundel geeft hiermee een integraal overzicht van de nieuwe kaders.

Beleggingsondernemingen vormen met ongeveer 250 vergunninghouders in Nederland een van de grootste sectoren van financiële ondernemingen. Het nieuwe regime is daarom voor veel ondernemingen van belang, variërend van vermogensbeheerders, brokers, handelsplatformen, market makers en HFT-handelaren. Bovendien geeft de invoering van de IFR/IFD aanleiding tot het stellen van vragen die ook voor andere sectoren dan beleggingsondernemingen relevant zijn. Vragen over proportionaliteit en complexiteit van regelgeving, het *level playing field* en de vertaalslag van Europese regelgeving in het Nederlandse Twin Peaks-toezichtmodel.

Zo was een belangrijke doelstelling van het nieuwe regime om een passender, meer risicosensitief systeem voor beleggingsondernemingen te ontwerpen. Ook diende het nieuwe systeem nadrukkelijk minder complex te zijn. Dergelijke doelstellingen zijn in lijn met de *Better Regulation*-agenda van de Europese Commissie, waarin onder meer de nadruk wordt gelegd op eenvoudige en proportionele regelgeving, passend bij de specifieke kenmerken van een onder toezicht staande onderneming. Toch stellen verschillende auteurs in het boek vragen bij zowel de eenvoud van de nieuwe regels, als bij de evenredigheid en de proportionaliteit.

Het regime is ontegenzeggelijk overzichtelijker dan voorheen, toen de meeste beleggingsondernemingen waren onderworpen aan de Verordening en de Richtlijn kapitaaleisen voor banken (de CRR en de CRD). Het CRR/CRD-pakket paste slecht bij het bedrijfsmodel van beleggingsondernemingen en bevatte daardoor een lange lijst met uitzonderingen, ontheffingen en speciale bepalingen om het systeem toch werkbaar te maken. Lidstaten voegden daar soms nog eigen, corrigerende bepalingen aan toe. In vergelijking daarmee blinkt het nieuwe regime uit in eenvoud. Toch kan de vraag worden gesteld of het nieuwe regime, op onderdelen, niet (toch) no-

deloos complex is geworden. Zo werden in het oorspronkelijke door EBA voorgestelde model drie klassen van beleggingsondernemingen onderscheiden. In het Europese onderhandelingsproces zijn de Klasse 1-ondernemingen echter weer in vier verschillende groepen onderverdeeld. De complexiteit die hierdoor is gecreëerd, wordt niet steeds gerechtvaardigd door beginselen van proportionaliteit. De introductie van Klasse 1a en Klasse 1b leidt zelfs, zoals wordt betoogd in hoofdstuk 1, tot een *minder* passend, suboptimaal regime. Ook betekent het nieuwe systeem, waarin gebruik wordt gemaakt van K-factoren, dat soms complexe berekeningen moeten worden gemaakt. De vraag kan worden gesteld of dit niet eenvoudiger had gekund, temeer nu, zoals in hoofdstuk 2 wordt opgemerkt, in het merendeel van de gevallen niet de K-factoren maar het vaste kostenvereiste de kapitaaleisen zullen bepalen.

Een belangrijke aanleiding voor het nieuwe regime was het besef dat de activiteiten van beleggingsondernemingen fundamenteel afwijken van die van banken. Banken houden zich primair bezig met het aantrekken van deposito's en het – met de aangetrokken gelden – verstrekken van kredieten. Er is echter geen zekerheid dat die leningen ook worden terugbetaald. Depositohouders zijn daarmee altijd blootgesteld aan een terugbetalingsrisico van de bank. Beleggingsondernemingen, daarentegen, is het niet toegestaan om de aan hen toevertrouwde gelden te gebruiken voor het financieren van hun eigen activiteiten. Sterker nog, de gelden van beleggers dienen te worden afgescheiden van het eigen vermogen van de beleggingsonderneming. Dit leidt tot een wezenlijk ander risicoprofiel voor beleggingsondernemingen. Voor beleggingsondernemingen is veeleer het operationele risico relevant, waaronder het risico dat de aanspraken van beleggers niet adequaat worden geregistreerd hetgeen tot terugbetalingsproblematiek kan leiden in geval van faillissement.

Het nieuwe regime lijkt er behoorlijk goed in geslaagd om deze specifieke, aan beleggingsondernemingen verbonden risico's adequaat te reflecteren. Toch geldt ook hier dat er bij bepaalde keuzes vraagtekens kunnen worden geplaatst. Zo wordt in hoofdstuk 1 het voorbeeld gegeven van een beleggingsonderneming die enkel handelt voor eigen rekening, geen externe cliënten heeft en wiens transacties volledig worden uitgevoerd onder de verantwoordelijkheid van een clearing member. Onder het nieuwe regime kwalificeert deze onderneming, bij het passeren van de drempelwaarde van € 30 miljard, als 'bank' of 'bank-like' (Klasse 1-onderneming). Daarmee is het bijbehorende, zware, prudentiële CRR/CRD-regime van toepassing. De vraag is echter of dit proportioneel is. Een dergelijke beleggingsonderneming vormt immers niet direct een risico voor de financiële stabiliteit, ook niet wanneer de balans de grens van € 30 miljard overschrijdt.

In de hoofdstukken 2 en 3 wordt de regelgeving eveneens nadrukkelijk gelegd langs de lat van de proportionaliteit. Proportionaliteit is een leidend motief geweest in de IFR/IFD en dat is op veel punten goed terug te zien. Desalniettemin had het regime op onderdelen nog beter tegemoet kunnen komen aan de geconstateerde verschillen tussen banken en beleggingsondernemingen, en was ook meer differentiatie wenselijk geweest in de eisen tussen beleggingsondernemingen onderling. Daarnaast kunnen vragen worden gesteld over het Europese gelijke speelveld. De Europese Commissie beoogde met het IFR/IFD-regime een Europees, geharmoniseerd regime tot stand te brengen waarbij het web aan nationale aanvullingen en afwijkingen, zoals dit het geval was bij het CRR/CRD-regime, niet meer nodig was. Toch

heeft de Nederlandse wetgever op verschillende punten vastgehouden aan (bestaan-
de) Nederlandse regelgeving. Dit geldt bijvoorbeeld voor de Nederlandse belonings-
regels, die worden besproken in hoofdstuk 3, en de prudentiële gelijkshakeling
tussen beleggingsondernemingen en de beheerders van beleggingsinstellingen en
icbe's die tevens beleggingsdiensten mogen verrichten (fondsbeheerders met een
MiFID-top-up), zoals besproken in hoofdstuk 1. Op deze punten geldt een specifiek
Nederlands regime.

Tot slot is interessant dat in het Nederlandse Twin Peaks-toezichtmodel het toezicht
op beleggingsondernemingen is opgedragen aan zowel de AFM als DNB. Zoals vaker
het geval is, is het lastig gebleken om de Europese, sectorale regels in te passen in
dit model. In sommige gevallen heeft de wetgever besloten dat beide toezichthouders
bevoegd zijn om toezicht te houden op één en dezelfde IFD-bepaling. Dit geldt
bijvoorbeeld voor bepaalde vereisten rond de beheerste bedrijfsvoering en de gov-
ernance. Hierdoor ontstaan vragen over de afbakening van taken en (handhavings)-
bevoegdheden van DNB en de AFM. Hoofdstuk 4 behandelt in het bijzonder deze
handhavingsmogelijkheden van de toezichthouders en hun onderlinge samenwer-
king, terwijl in hoofdstuk 3 wordt gepleit voor een juiste toepassing van het Twin
Peaks-toezichtmodel, alvorens het kind met het badwater weg te gooien. Hoe dan
ook lijkt de conclusie dat een nauwe onderlinge samenwerking en informatiedeling
essentieel is voor de effectiviteit van het toezicht en ter voorkoming van dubbel
werk.

Wij hopen dat de bundel, mede door deze bredere vraagstukken, niet alleen inte-
ressant zal zijn voor diegenen die zich (dagelijks) bezighouden met de regelgeving
voor beleggingsondernemingen, maar voor een ieder die geïnteresseerd is in
Europese wetgevingstrajecten en de uitwerking daarvan op de Nederlandse praktijk.
Tot slot een woord van dank. In de eerste plaats aan de auteurs, voor hun voortref-
felijke bijdragen aan het boek en de zeer plezierige samenwerking, aan onze uitge-
ver en aan de overige leden van de redactieraad van de Financieel Juridische Reeks.
Daarbij gaat een bijzonder woord van dank uit naar mr. Nienke Boomsma, voor al
haar hulp en inzet bij het redigeren van dit boek.

Wij wensen u veel leesplezier.

Namens de redactie van de Financieel Juridische Reeks,

Iris Palm-Steyerberg

Hoofdstuk 1

IFR/IFD – een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen

Mr. dr. B.J. Nieuwenhuijzen

1.1 Een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen

Op 5 december 2019 heeft de Europese Commissie een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen gepubliceerd, in de vorm van de Richtlijn en Verordening Prudentiële Vereisten Beleggingsondernemingen (de Investment Firm Directive¹ en Regulation², hierna: IFR en IFD) die op 26 juni 2021 in werking zijn getreden. Met het IFR/IFD-regime beoogde de Europese Commissie om een beter passend en meer risicosensitief regime voor de specifieke risico's van beleggingsondernemingen te creëren.³ In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de ontwikkeling van en redenen voor de introductie van dit nieuwe regime. Vervolgens wordt beschreven hoe deze nieuwe regels in Nederlandse wet- en regelgeving zijn geïmplementeerd. Daarna wordt stilgestaan bij de verschillende categorieën beleggingsondernemingen die in het nieuwe regime worden geïdentificeerd en welke bijzonderheden er bij deze categorisering kunnen worden opgemerkt. Vervolgens wordt stilgestaan bij de keuze van de Nederlandse wetgever om het IFR/IFD-regime ook van toepassing te verklaren op beheerders van beleggingsinstellingen die ook beleggingsdiensten mogen verlenen.

1.1.1 Waarom een nieuw prudentieel regime?

Beleggingsondernemingen in de Europese Unie zijn historisch gezien onderworpen geweest aan dezelfde prudentiële regels als banken. Al vanaf de eerste Capital Adequacy Directive⁴ uit 1993 (hierna: CAD 1993) is deze gelijkshakeling tussen banken en beleggingsondernemingen onderdeel geweest van het Europese prudentiële regime.⁵ Voor deze gelijkshakeling tussen het bancaire prudentiële regime en het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen, is door de Europese Commissie nooit een expliciete verklaring gegeven. In de CAD 1993 stellen de Europese wetgevers 'dat deze richtlijn deel uitmaakt van het bredere internationale streven naar onderlinge aanpassing van de geldende regels met betrekking tot het

1. Richtlijn (EU) 2019/2034 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende het prudentiële toezicht op beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijnen 2002/87/EG, 2009/65/EG, 2011/61/EU, 2013/36/EU, 2014/59/EU en 2014/65/EU, OJ L 314, 5.12.2019, p. 64-114 (IFD).
2. Verordening (EU) 2019/2033 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordeningen (EU) 1093/2010, (EU) 575/2013, (EU) 600/2014 en (EU) 806/2014, PbEU 2019, L 314/1 (IFR).
3. Zie p. 17 van Europese Commissie, 'Staff Working Document. Review of the prudential framework for investment firms', Brussel 20 december 2017, SWD(2017)481 def.
4. Richtlijn 93/6/EEG van de Raad van 15 maart 1993 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen, PbEG 1993, L 141/0001-0026 (CAD 1993).
5. Zie ook R. Dale, 'The regulation of investment firms in the European Union (part 1)', *Journal of International Banking Law* 1994, p. 394-401, en R. Dale, 'The regulation of investment firms in the European Union (part 2)', *Journal of International Banking Law* 1994, p. 464-473.

toezicht op beleggingsondernemingen en kredietinstellingen⁶, dat ‘de instellingen, ongeacht of dit beleggingsondernemingen of kredietinstellingen zijn, op een gemeenschappelijke financiële markt rechtstreeks met elkaar concurreren⁷ en dat ‘het daarom wenselijk is tot een gelijke behandeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen te komen’.⁸ Een verdere analyse of de risico’s van banken en beleggingsondernemingen inderdaad vergelijkbaar zijn en daarmee een vergelijkbare prudentiële behandeling vereisen, is nooit uitgevoerd door de Europese wetgevers.

Het is goed om hier even bij stil te staan: zijn de risico’s waaraan banken en beleggingsondernemingen zijn blootgesteld inderdaad vergelijkbaar? Of zijn ze in die mate vergelijkbaar dat eenzelfde prudentieel regime voor beide soorten ondernemingen tot een adequate prudentiële behandeling leidt? De opmerking van de Europese wetgevers dat banken en beleggingsondernemingen beide actief zijn op de financiële markten en daarmee met elkaar kunnen concurreren is inderdaad waar, maar dat zegt niets over de vraag of beide ondernemingen inderdaad zijn blootgesteld aan dezelfde risico’s. De Europese Commissie zegt hierover, bij de introductie van de IFR en IFD, het volgende: ‘*[the] primary business models [of banks and investment firms] are quite different: taking deposits and making loans in the case of banks, and performing various services giving investors access to securities and derivatives markets in the case of investment firms*’.⁹ Het belangrijkste verschil tussen banken en beleggingsondernemingen is de wijze waarop zij om moeten gaan met gelden van cliënten.¹⁰ Een bank mag de gelden van cliënten (deposito’s) die zij ontvangt gebruiken voor de financiering van haar eigen activiteiten. Daarmee zijn depositohouders van een bank altijd blootgesteld aan een terugbetalingsrisico van de bank. Indien de bank de door haar verstrekte leningen niet terugkrijgt, zal zij ook de door haar ontvangen deposito’s niet terug kunnen betalen. Het faillissement van een bank heeft daarmee direct invloed op de deposito’s van een cliënt van die bank.¹¹

Een beleggingsonderneming daarentegen is het niet toegestaan de door haar cliënten aan haar toevertrouwde gelden te gebruiken voor het financieren van haar eigen activiteiten. De Europese wetgevers zeggen daarover: ‘Ter bescherming van de eigendomsrechten en andere soortgelijke rechten van de belegger op de waardepapieren, alsmede van zijn rechten op de aan een onderneming toevertrouwde gelden, moeten deze rechten van de rechten van de onderneming worden onderscheiden’.¹² Een beleggingsonderneming is verplicht de gelden die zij van haar

6. Zie de 7de paragraaf van de preambules van de CAD 1993.

7. Zie de 9de paragraaf van de preambules van de CAD 1993.

8. Zie de 10de paragraaf van de preambules van de CAD 1993.

9. Zie p. 8 van Europese Commissie, ‘Staff Working Document. Review of the prudential framework for investment firms’, Brussel 20 december 2017, SWD(2017)481 def.

10. Voor een uitgebreide analyse van de verschillen tussen banken en beleggingsondernemingen, zie B.J. Nieuwenhuijzen, *Prudential regulation of investment firms in the European Union* (ZIFO nr. 32) (diss. Amsterdam VU), Deventer: Wolters Kluwer 2021, hoofdstuk 3-4 (Nieuwenhuijzen 2021).

11. Via bijvoorbeeld het depositogarantiestelsel zijn depositohouders van een bank ‘verzekerd’ tegen het faillissement van een bank. Maar een dergelijk depositogarantiestelsel is juist noodzakelijk doordat depositohouders van een bank zijn blootgesteld aan het terugbetalingsrisico van hun bank.

12. Zie preambule 51 van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, OJ L 173, 12.6.2014, p. 349-496 (MiFID II).

cliënten ontvangt, af te scheiden van haar eigen vermogen.¹³ Indien een beleggingsonderneming failliet zou gaan, zou dit geen invloed moeten hebben op de gelden die de beleggingsonderneming bewaart voor haar cliënten. Doordat de gelden van cliënten afgescheiden zijn van het vermogen van de beleggingsonderneming, zou een schuldeiser van de beleggingsonderneming geen aanspraak moeten kunnen maken op de gelden van de cliënten van de beleggingsonderneming. Daarmee geldt voor de wijze waarop omgegaan moet worden met de aan de onderneming toevertrouwde gelden van haar cliënten, een wezenlijk verschil tussen banken en beleggingsondernemingen. Dit heeft op zijn beurt een significante impact op het risicoprofiel van de bank of beleggingsonderneming en daarmee op de wijze waarop een prudentieel regime de risico's van deze ondernemingen zou moeten adresseren.

Een tweede verschil tussen banken en beleggingsondernemingen is het verstrekken van kredieten. Waar het verstrekken van kredieten een van de hoofdactiviteiten van een bank is¹⁴, is dat bij beleggingsondernemingen niet het geval.¹⁵ Beleggingsondernemingen mogen effectenkredieten verstrekken¹⁶, maar dit is veelal een beperkte activiteit en zeker niet vergelijkbaar met het verstrekken van kredieten door een bank.

Het verstrekken van kredieten is daarmee een belangrijk component van het risicoprofiel van een bank. De activiteiten van een bank kunnen, in het algemeen gesproken, gezien worden als: *'a bank takes in money from one group of people (depositors) and lends it to another (borrowers). It is almost certain that it will have to repay depositors; it is not certain that it will be repaid by borrowers'*.¹⁷ Dat is wezenlijk anders dan de activiteiten van een beleggingsonderneming, waarmee ook het risicoprofiel van beide typen ondernemingen wezenlijk anders is.

Deze verschillen tussen banken en beleggingsondernemingen met betrekking tot het verstrekken van kredieten en de vermogensscheiding, hebben een aanzienlijke impact op het risicoprofiel van banken en beleggingsondernemingen.¹⁸ De Europese wetgevers zeggen hierover het volgende: 'De risico's die de meeste beleggingsondernemingen lopen en inhouden, verschillen dus aanzienlijk van de risico's die kredietinstellingen lopen en inhouden, en dergelijke verschillen moeten duidelijk tot uiting komen in het prudentiële kader van de Unie'.¹⁹ Dat beide soorten ondernemingen actief zijn op dezelfde financiële markten, zorgt er niet voor dat ze beide zijn blootgesteld aan dezelfde of gelijksoortige risico's.

13. Art. 16(9) MiFID II.

14. Art. 4(1)(1) CRR definieert een bank als 'een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het bij het publiek aantrekken van deposito's of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening'.

15. Zie par. 131 in Sectie 3.1 van Nieuwenhuijzen 2021 voor een nadere beschouwing over het verlenen van kredieten door beleggingsondernemingen.

16. Punt 2 van Annex B van MiFID II.

17. Zie S. Gleeson, *International regulation of banking. Capital risk requirements*, Oxford: Oxford University Press 2012, p. 4 (Gleeson 2012).

18. Zie hiervoor hoofdstuk 3 van Nieuwenhuijzen 2021.

19. Zie preambule 4 van de IFD.

Desondanks is de integratie van de prudentiële regimes voor banken en beleggingsondernemingen steeds verder doorgezet door de Europese wetgevers. In 2013 leidde dit tot de introductie van de vierde herziening van de Capital Requirements Directive²⁰ (hierna: CRD 2013) en de Capital Requirements Regulation²¹ (hierna: CRR). Met de introductie van deze CRD 2013 en de CRR werden de prudentiële regimes voor banken en beleggingsondernemingen samengevoegd, maar deze samenvoeging resulteerde niet in een volledig gelijk prudentieel regime. Ondanks dat de Europese wetgevers streefden naar een gelijke behandeling van banken en beleggingsondernemingen, waren zij zich ervan bewust dat het volledig toepassen van bancaire prudentiële vereisten op beleggingsondernemingen problematisch kon zijn.²² Het regime in de CRD 2013 en CRR bevat daardoor een lange reeks uitzonderingen, ontheffingen en speciale bepalingen voor beleggingsondernemingen²³, waarmee getracht werd het bancaire prudentiële regime werkbaar te maken voor beleggingsondernemingen.

Ondanks dat de Europese wetgevers streefden naar een gelijke (prudentiële) behandeling van banken en beleggingsondernemingen, is vanuit de Europese wetgevers, na de introductie van de CAD 1993, nooit meer expliciet stilgestaan bij de risico's waaraan beleggingsondernemingen zijn blootgesteld en hoe deze risico's het beste gemitigeerd konden worden. Zelfs bij de introductie van de CRD 2013 en de CRR, die een majeure verandering van het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen omvatten, ging de aandacht van de Europese wetgevers primair uit naar het prudentiële regime voor banken.²⁴ Om dit te ondervangen hebben de Europese wetgevers meerdere bepalingen in de CRR opgenomen²⁵ die de Europese Commissie verplichtten om een evaluatie van het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen uit te voeren.

20. Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG, *PbEU* 2013, L 176/338 (CRD 2013).

21. Verordening (EU) 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) 648/2012, *PbEU* 2013, L 176/1 (CRR).

22. Voor een uitgebreide analyse van de problemen met het toepassen van de CRD 2013 en CRR op beleggingsondernemingen, zie hoofdstuk 6 en 7 van Nieuwenhuijzen 2021.

23. Zie bijvoorbeeld: art. 15 CRR, welke een ontheffing bevat voor het toepassen van de geconsolideerde toepassing van de CRR voor de moederonderneming van een beleggingsonderneming. Art. 6 lid 4-5 CRR, waarin beleggingsondernemingen worden uitgezonderd van de toepassing van het liquiditeitsraamwerk en de leverageratiovereisten uit de CRR. Art. 95-97 CRR waarin specifieke kapitaal-eisen zijn opgenomen voor beleggingsondernemingen. Art. 388 CRR, waarin bepaalde beleggingsondernemingen worden uitgezonderd van de grotepostenregeling. Art. 129 lid 2 en 130 lid 2 CRD 2013 waarin bepaalde beleggingsondernemingen worden uitgezonderd van de kapitaalbuffervereisten.

24. De CRD 2013 en CRR zijn geïntroduceerd als reactie op de financiële crisis van 2009, en omvatten daarmee primair een versteviging van het prudentiële regime voor banken.

25. Zie art. 493(2), 498(2), 508(2)-508(3) CRR.

1.1.2 Ontwikkeling van het nieuwe regime

Op basis van deze evaluatieverplichtingen heeft de Europese Commissie een tweetal ‘calls for advice’²⁶ aan de Europese Banken Autoriteit (hierna: EBA) verstuurd, waarop de EBA een rapport²⁷ en een tweetal opinies^{28, 29} heeft geschreven die de basis vormden voor het nieuwe IFR/IFD-regime. Voorafgaand aan de publicatie van de IFR en de IFD op 5 december 2019, heeft de Europese Commissie twee wetsvoorstellen gepubliceerd³⁰, waarin zij ingaat op het technische advies van de EBA in haar rapporten en opinies. In deze voorstellen legt de Europese Commissie uit waarom zij van mening is dat het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen losgemaakt zou moeten worden van het prudentiële regime voor banken. Wat opvalt in de stukken van de Europese Commissie is dat grote delen in haar verantwoording voor het nieuwe regime een letterlijke vertaling zijn van de opinies en rapporten van de EBA. Het lijkt er dus op dat de EBA, ondanks dat zij formeel enkel technisch advies heeft gegeven, een groot deel van het wetgevingsproces heeft uitgevoerd. Op onderdelen bevatten de voorstellen van de Europese Commissie, of de uiteindelijke IFR/IFD-teksten, helemaal geen toelichting waarom een keuze gemaakt is en kan enkel gekeken worden naar de opinies en rapporten van de EBA.

Bij een beoordeling van de totstandkoming van de IFR en IFD moet dus ook gekeken worden naar de rapporten van EBA, ondanks dat EBA formeel gezien enkel technisch advies heeft gegeven. In onderstaande secties wordt dan ook zowel naar de toelichtingen van de Europese Commissie als naar de EBA rapporten gekeken.

-
26. Zie de ‘call for advice’ van de Europese Commissie, ‘Call for advice to the EBA for the purposes of the report on the prudential requirements applicable to investment firms, Ref. Ares(2016)2740315 – 13/06/2016’. De eerste ‘call for advice’ van de Europese Commissie is nooit publiek gemaakt door de Europese Commissie of EBA.
 27. Zie het ‘Report on Investment Firms: Response to the Commission’s Call for Advice of December 2014’, EBA/Op/2015/20 (EBA 2015 rapport).
 28. Zie de ‘Opinion of the European Banking Authority on the First Part of the Call for Advice on Investment Firms’, EBA/Op/2016/16, 19 October 2016.
 29. Zie de ‘Opinion of the European Banking Authority in response to the European Commission’s Call for Advice on Investment Firms’, EBA/Op/2017/11. En de daarbij horende bijlage: ‘Annex to the EBA Opinion EBA-Op-2017-11; In Response to the European Commission’s Call for Advice of 13 June 2016, 29 September 2017’ (EBA 2017 Rapport).
 30. De voorstellen van de Europese Commissie betreffen drie documenten: een voorstel voor de IFR, een voorstel voor de IFD en een begeleidend document. Zie 1) ‘Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prudential requirements of investment firms and amending Regulations (EU) No 575/2014, (EU) No 600/2014 and (EU) No 1093/2010’, Brussel 20 december 2017, COM(2017)790 def., 2017/0359 (COD) (De concept-IFR); 2) ‘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’, Brussel 20 december 2017, COM(2017)791 def., 2017/0358 (COD) (De concept-IFD); 3) Europese Commissie, ‘Staff Working Document. Review of the prudential framework for investment firms’, Brussel 20 december 2017, SWD(2017)481 def. (Commission Staf Working Document).

1.1.2.1 Overwegingen voor introductie IFR en IFD

De Europese Commissie geeft twee hoofdredenen³¹ waarom zij het IFR/IFD-regime heeft geïntroduceerd: het oude CRD 2013/CRR-regime was te complex geworden en het oude CRD 2013/CRR-regime was niet risicosensitief genoeg voor de specifieke risico's van beleggingsondernemingen. Deze redenen volgen ook uit het EBA rapport uit 2015, waarin EBA vergelijkbare conclusies trekt.³²

De complexiteit uitte zich onder meer in de te onderscheiden categorieën beleggingsondernemingen. Onder het prudentiële regime in de CRD 2013 en CRR werden beleggingsondernemingen onderverdeeld in ten minste elf verschillende categorieën.³³ Deze categorieën werden bepaald op basis van de diensten en activiteiten die een beleggingsonderneming mocht verrichten of verlenen volgens haar vergunning.³⁴ Of een onderneming een activiteit daadwerkelijk verrichtte, werd niet in beschouwing genomen. Naarmate een beleggingsonderneming meerdere diensten of activiteiten verrichtte of verleende werden de prudentiële eisen onder het CRD 2013/CRR-regime zwaarder³⁵, tot het punt dat bepaalde beleggingsondernemingen aan precies dezelfde eisen waren onderworpen als banken.

Deze elf categorieën zijn historisch gegroeid en stonden, in essentie, al in de CAD 1993. Veel van de wijzigingen in deze elf categorieën zijn impliciet ontstaan door wijzigingen in andere regelgeving, waarmee nogmaals wordt bevestigd dat de Europese wetgevers sinds de introductie van de CAD 1993 geen aandacht meer hebben besteed aan het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen. Een voorbeeld hiervan is het prudentiële regime in de CRD 2013 en CRR voor een beleggingsonderneming die enkel de beleggingsdienst 'plaatsing zonder garantie'³⁶ uitvoert. De Investment Services Directive (hierna: ISD 1993)³⁷ kende deze specifieke beleggingsdienst niet en deze dienst is met de introductie van MiFID I toegevoegd aan de bijlage met beleggingsdiensten. Doordat deze beleggingsdienst niet in de oorspronkelijke ISD 1993 was opgenomen, bestond in de CAD 1993 ook geen specifiek prudentieel regime voor deze dienst. In alle volgende herzieningen van het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen, zijn de Europese wetgevers 'vergeten' deze 'nieuwe' beleggingsdienst toe te voegen aan het prudentiële regime.

31. Zie Secties 3.2.1-3.2.2 van het Commission Staf Working Document.

32. Zie Secties 2.4.2-2.4.3 van het EBA 2015 rapport.

33. Zie ook Sectie 2.3 van het EBA 2015 rapport en tabel 3 uit dit rapport voor een weergave van de complexiteit die achter deze elf categorieën beleggingsondernemingen schuilt.

34. Dit betreffen de negen verschillende beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten zoals opgenomen in Annex 1, Sectie A van MiFID II.

35. De juridische vaststelling onder de CRD 2013 en CRR werkte als volgt. Het startpunt voor het bepalen van de prudentiële vereisten onder de CRD 2013 en CRR voor een beleggingsonderneming waren gelijk aan die van banken, conform art. 92 CRR. Vervolgens kenden de CRD 2013 en CRR een aantal uitzonderingen waarmee beleggingsondernemingen onder minder zware prudentiële eisen werden gebracht. Zie bijvoorbeeld art. 28-31 CRD 2013 en art. 95-96 CRR. Zie ook Sectie 7.2 van Nieuwenhuijzen 2021.

36. Annex 1, Sectie A, onderdeel 7 van MiFID II.

37. Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten. OJ L 141, 11.6.1993, p. 27-46 (ISD 1993). Dit is de voorganger van de MiFID-richtlijn.

De beleggingsdienst ‘plaatsing zonder garantie’ wordt daardoor in het geheel niet genoemd in de CRD 2013 en CRR.

Dit heeft tot consequentie dat een beleggingsonderneming die enkel de beleggingsdienst ‘plaatsing zonder garantie’ uitvoert, geen gebruik kan maken van een specifiek prudentieel regime in de CRD 2013 of CRR.³⁸ Deze beleggingsdienst wordt immers niet genoemd in de artikelen die de reikwijdte voor de specifieke prudentiële regimes vaststellen in de CRD 2013 en CRR. Daarmee moet een beleggingsonderneming die enkel de beleggingsdienst ‘plaatsing zonder garantie’ uitvoert, voldoen aan hetzelfde prudentiële regime als een bank. En dit terwijl het daadwerkelijke prudentiële risico van deze beleggingsonderneming zeer beperkt is. Deze beleggingsonderneming doet namelijk niets meer dan het faciliteren van een financiële instrumenten uitgevende onderneming in het verkopen van haar financiële instrumenten op de primaire markt. De beleggingsonderneming kan dus gezien worden als ‘verkoopkantoor’. Doordat de beleggingsonderneming ‘geen garantie’ verstrekt aan de uitgevende onderneming, staat de beleggingsonderneming niet garant voor het succesvol afronden van deze primaire uitgifte van het financiële instrument en is de beleggingsonderneming dus niet verplicht de niet-verkochte financiële instrumenten zelf te kopen. Het volledig toepassen van het prudentiële regime voor banken staat daarmee niet in relatie tot het risico waaraan deze beleggingsonderneming is blootgesteld. Een vergelijkbare analyse gaat ook op voor beleggingsondernemingen die enkel de beleggingsactiviteiten van het exploiteren van een Multilateral Trading Facility³⁹ (MTF) of Organised Trading Facility⁴⁰ (OTF)⁴¹ uitvoeren.

Het voorbeeld van de beleggingsdienst ‘plaatsing zonder garantie’ toont ook gelijk de tweede hoofdreden van de Europese Commissie, namelijk dat de CRD 2013 en CRR niet risicosensitief genoeg zijn voor de specifieke risico’s van beleggingsondernemingen. De CRD 2013 en CRR zijn gebaseerd op de Bazelse kapitaalakkoorden⁴², die primair gericht zijn op grote, internationaal actieve banken.⁴³ De risicoconcepten die daardoor in de CRR zijn opgenomen meten derhalve primair de risico’s waaraan internationaal actieve banken zijn onderworpen, zoals het kredietrisico.⁴⁴ De Europese Commissie geeft daarom aan dat in het CRD 2013/CRR-regime ‘*some of the risks [in the operations of investment firms] are currently not covered by appropriate and proportionate prudential requirements*’.⁴⁵

38. Zie ook par. 258 van Nieuwenhuijzen 2021.

39. Annex 1, Sectie A, onderdeel 8 van MiFID II.

40. Annex 1, Sectie A, onderdeel 9 van MiFID II.

41. Zie ook Secties 2.1.2.7-2.1.2.8 van Nieuwenhuijzen 2021.

42. Zie Sectie 3.2.2 van het Commission Staff Working Document en Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems of December 2010, rev. June 2011.

43. Zie bijvoorbeeld par. 20 van ‘International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework’, Basel Committee on Banking Supervisions, November 2005.

44. Zie Sectie 3.2.2 van het Commission Staff Working Document.

45. Zie p. 12 van het Commission Staff Working Document.

Zowel de complexiteit als het gebrek aan risicosensitiviteit resulteerde in een prudentieel regime voor beleggingsondernemingen dat eigenlijk niet voldeed. Volgens de Europese Commissie hebben veel nationale toezichthouders dit gebrekkige regime in de CRD 2013 en CRR moeten corrigeren door 'additionele kapitaal opslagen op te leggen voor risico's die niet gemitigeerd werden in het CRD 2013 en CRR regime'.⁴⁶ Door de complexiteit van het oude regime was het lastig voor zowel toezichthouders als beleggingsondernemingen om goed te doorgronden welke regels van toepassing waren. Daarnaast waren sommige regels ook primair ontworpen voor grote internationaal actieve banken en daardoor niet gekalibreerd om de specifieke risico's van beleggingsondernemingen te meten. Dit alles zorgde ervoor dat veel lidstaten nationale aanvullingen op het prudentiële regime in de CRD 2013 en CRR hadden geïmplementeerd om de tekortkomingen te adresseren.⁴⁷ Hiermee ontstond een verschil tussen de lidstaten in de wijze waarop zij het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen uit de CRD 2013 en CRR hebben geïmplementeerd.

Bovenstaande leidde voor de Europese Commissie tot drie doelstellingen voor het nieuwe prudentiële regime voor beleggingsondernemingen⁴⁸:

1. een meer passend en risicosensitief prudentieel regime;
2. een prudentieel regime dat gericht is op de verschillende bedrijfsmodellen en daarbij horende risico's van beleggingsondernemingen; en
3. een 'streamlined' raamwerk om verschillen tussen lidstaten te voorkomen.

1.1.3 Overzicht opbouw wet- en regelgeving

De bepalingen uit de IFD zijn door de Nederlandse wetgever geïmplementeerd in de Wet op het Financieel Toezicht⁴⁹ (hierna: Wft), het Besluit prudentiële regels Wft (hierna: Bpr) en het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft⁵⁰ (hierna: BGfo). In de Wft zijn met name de hoofdnormen opgenomen, die in het Bpr en het BGfo nader zijn uitgewerkt. De implementatie van met name de vereisten rond beheerste bedrijfsvoering en governance hebben tot discussies geleid rond de taken en bevoegdheden van DNB en de AFM.⁵¹

46. Zie p. 8 van het Commission Staff Working Document.

47. Zie Sectie 3.2.3 van het Commission Staff Working Document.

48. Zie Sectie 4.2 van het Commission Staff Working Document.

49. *Kamerstukken II 2020/21*, 35783, nr. 2.

50. Besluit van 19 november 2021 tot wijziging van het Besluit prudentiële regels Wft, het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft en enkele andere besluiten ter implementatie van de Richtlijn prudentieel toezicht beleggingsondernemingen (Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen), *Stb.* 2021, 571.

51. Zie bijvoorbeeld par. 5 van het Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen en: DUFAS, 'Consultatie inbreng, Implementatiewet richtlijn prudentieel toezicht beleggingsondernemingen', 7 augustus 2020. DUFAS, 'Inbreng Consultatie Implementatiebesluit prudentieel toezicht', 29 april 2021. DUFAS, 'DUFAS Consultatiereactie DNB Regeling specifieke bepalingen IFR en IFD', 30 augustus 2021.

Dit punt wordt geïllustreerd door de transponeringstabel zoals die is opgenomen bij het Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen.⁵² Zo valt op dat onderdelen van artikel 26 IFD zowel in het Bpr als het BGfo zijn geïmplementeerd. De vereisten uit dit artikel 26 IFD omvatten vereisten ‘waartoe onder meer een duidelijke organisatiestructuur, een doeltreffend risicobeheerproces en passende interne controlemechanismen behoren’.⁵³ Het Ministerie van Financiën merkt vervolgens op dat deze vereisten ‘in enige mate [overlappen] met de reeds bestaande vereisten die voortvloeien uit de [gedelegeerde verordening bij MiFID II]’.⁵⁴ Maar de Nederlandse wetgever geeft ook aan dat ‘voor zover het gaat om het vereiste voor beleggingsondernemingen in de zin van de richtlijn prudentieel toezicht beleggingsondernemingen om, op grond van artikel 26, eerste lid, onderdeel b, van de richtlijn te beschikken over doeltreffende processen voor de detectie, het beheer, de monitoring en rapportage van risico’s, (...) dat dit voor wat betreft risico’s voor de soliditeit van de beleggingsonderneming reeds zijn beslag heeft gekregen in artikel 23 Bpr’.⁵⁵

Met de introductie van de IFR en IFD is de situatie verder onder het voetlicht gebracht dat twee toezichthouders in Nederland, de AFM en DNB, toezicht houden op dezelfde risico’s maar vanuit verschillende perspectieven.⁵⁶ Zo kijkt de AFM bijvoorbeeld vanuit haar gedragstoezichtrechtelijke verantwoordelijkheid naar de vereisten uit artikel 26 IFD, maar richt DNB zich op de financiële risico’s en aspecten van de vereisten uit artikel 26.

De implementatie van de IFD vereiste ook dat DNB en AFM enkele van hun toezichthouderregelingen aanpassen. Zo heeft DNB haar Regeling staten financiële ondernemingen aangepast⁵⁷, om daarin de aanpassingen aan de rapportageverplichtingen te verwerken. Ook heeft DNB een specifieke toezichthouderregeling opgesteld voor de implementatie van de IFR en IFD.⁵⁸ Daarnaast hebben DNB en AFM hun gezamenlijke regeling met betrekking tot de vereisten voor het beloningsbeleid aangepast.⁵⁹

52. Zie p. 41-42 van het Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen, waarin wordt weergegeven waar bepaalde artikelen uit de IFD zijn geïmplementeerd in Nederlandse wetgeving.

53. Zie p. 38 van het Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen.

54. Zie p. 38 van het Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen.

55. Zie p. 38 van het Implementatiebesluit prudentieel toezicht beleggingsondernemingen.

56. Zie par. 21 van E.P.M. Joosen, annotatie bij Rb. Rotterdam 18 januari 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:2348.

57. Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 28 oktober 2021 houdende wijziging van de Regeling staten financiële ondernemingen Wft 2011, *Stcrt.* 2021, 45403.

58. Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 28 oktober 2021 houdende regels met betrekking tot de berekening van het solvabiliteitsvereiste uit de verordening prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen voor beheerders van beleggingsinstellingen en icbe’s die tevens beleggingsdiensten verlenen, en regels met betrekking tot de implementatie van specifieke bepalingen uit de richtlijn prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen en de uitvoering van specifieke bepalingen van de verordening kapitaalvereisten (Regeling specifieke bepalingen IFR en IFD), *Stcrt.* 2021, 45420.

59. Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. en de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 16 september 2021 houdende regels met betrekking tot het beheerst beloningsbeleid van banken, beleggingsondernemingen en premiepensioeninstellingen (Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2021), *Stcrt.* 2021, 42301.

De vereisten uit de IFR behoeven geen implementatie in de Nederlandse wetgeving, vanwege de rechtstreekse werking van de verordening. Wel bevatten de IFR en IFD op verscheidene onderdelen mandaten voor EBA om te komen tot nadere uitwerkingen. Deze technical standards en guidelines omvatten veel onderwerpen. Zie zien bijvoorbeeld op rapportages⁶⁰, nadere uitwerkingen van de berekeningswijze voor kapitaaleisen en de vastekosteneis.⁶¹ Maar ook over de openbaarmakingsvereisten voor beleggingsondernemingen⁶², de berekeningswijze voor de Klasse 1-drempel⁶³ en liquiditeitsvereisten.⁶⁴ Deze technical standards zullen overigens, als zij door de Europese Commissie worden aangenomen, als gedelegeerde verordeningen rechtstreeks van toepassing zijn. Beleggingsondernemingen dienen derhalve niet alleen kennis te hebben van de IFR en, de Nederlandse implementatie van, de IFD, maar ook van de aanvullende technical standards van EBA.

Naast deze technical standards heeft EBA ook het mandaat gekregen om guidelines op bepaalde onderdelen op te stellen. Een belangrijke guideline ziet op het ‘Supervisory review and evaluation proces’ (hierna: SREP).⁶⁵ Dit betreffen de analyse en beoordeling door DNB van de risico’s van een onderneming.⁶⁶ Deze guideline is aangevuld door EBA met een technical standard die ziet op de kapitaalopslagen die DNB als gevolg van haar SREP-beoordeling kan opleggen.⁶⁷ Beide documenten schrijven voor hoe DNB haar risicobeoordeling moet uitvoeren. Zij zullen daarmee een grote impact hebben op de beleggingsondernemingen in Nederland, omdat de werkwijze van DNB hiermee zal veranderen. Gelet op de teksten van de consultatieversie van de SREP-guideline lijkt het aannemelijk dat de beoordeling, de analyses en de evaluatie door DNB van de risico’s van en de beheersing daarvan door de beleggingsonderneming verder zullen intensiveren.

60. EBA, ‘Final Report: Draft Implementing Technical Standards on reporting requirements for investment firms under Article 54(3) and on disclosures requirements under Article 49(2) of Regulation (EU) 2019/2033’, EBA/TIS/2021/02, 5 March 2021.

61. EBA, ‘Final report: Draft regulatory technical standards related to the implementation of a new prudential regime for investment firms on: the information for the authorisation of credit institutions under point(a) of Article 8a(6) of Directive 2013/36/EU, the prudential requirements for investment firms under Articles 7(5), 9(4) and 13(4), point (a) to (c) of Article 15(5), and Article 23(3) of Regulation (EU) 2019/2033, the prudential requirements for investment firms under Article 5(6) of Directive (EU) 2019/2034’, EBA/RTS/2020/11, 16 December 2020.

62. EBA, ‘Final Report: Draft Regulatory Technical Standards On disclosure of investment policy by investment firms under Article 52 of Regulation (EU) 2019/2033 on the prudential requirements of investment firms’, EBA/RTS/2021/08, 19 October 2021.

63. EBA, ‘Final report: Draft Regulatory Technical Standards on the reclassification of investment firms as credit institutions in accordance with Article 8a (6)(b) of Directive 2013/36/EU’, EBA/RTS/2021/17, 20 December 2021.

64. EBA, ‘Consultation Paper: Draft Regulatory Technical Standards on the specific liquidity measurement for investment firms under Article 42(6) of Directive (EU) 2019/2034’, EBA/CP/2021/41, 10 December 2021.

65. EBA & ESMA, ‘Consultation Paper: Draft Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) under IFD’, EBA/CP/2021/35, ESMA35-36-2418, 18 November 2021.

66. Dit betreft de beoordeling en evaluatie door DNB van de ‘wijze waarop de bedrijfsvoering is ingericht en de wijze waarop de bedrijfsrisico’s worden beheerst’. Zie art. 3:18aa Wft en art. 36 IFD.

67. EBA, ‘Consultation Paper: Draft Regulatory Technical Standards on Pillar 2 add-ons for investment firms under Article 40(6) of Directive (EU) 2019/2034’, EBA/CP/2021/34, 18 November 2021.