

Brexit en de Europese financiële markten

prof. mr. D. Busch

Het voorgenomen vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie zorgt voor aanhoudende onrust in de financiële sector. Financiële instellingen houden van zekerheid, maar die zekerheid is in de soms onnavolgbare Brexit-onderhandelingen ver te zoeken.

Voorals de positie van het VK bezorgt de financiële sector aan beide zijden van het Kanaal kopzorgen. Want wat het VK precies wil - en hoe - is niet erg duidelijk. Prime Minister May bevindt zich in een weinig benijdenswaardige positie, want zij moet constant laveren tussen degenen binnen haar partij die een harde Brexit willen en zij die zoveel mogelijk aansturen op een softere variant – wat dat ook precies moge betekenen.

Maar wat het ook gaat worden, in alle scenario's zal de Brexit een negatieve impact hebben op de Britse economie. Dat althans blijkt uit een uitgelekte analyse gemaakt in opdracht van de Engelse regering. Hierdoor is May voor de zoveelste keer in verlegenheid gebracht.

Toch is er voor leedvermaak binnen de EU27 geen plaats. Ook het Europese continent zal naar verwachting zwaar te lijden hebben onder de negatieve gevolgen van de Brexit. En dat geldt zeker voor lidstaten met een open economie zoals de Nederlandse.

Het standpunt van de EU27 lijkt intussen glashelder. Zodra het VK de EU verlaat, verliest het zijn toegang tot de Europese financiële markten.

Engelse financiële instellingen kunnen dan niet langer gebruik maken van het Europese paspoort. De City wordt dan afgesneden van eenvoudige toegang tot de Europese financiële markten. Banken, beleggingsondernemingen en andere financiële instellingen moeten dan verhuizen naar de EU27 om gebruik te kunnen maken van paspoortrechten. Europese toezichthouders ESMA, EBA en EIOPA hebben recentelijk duidelijk gemaakt dat het daarbij wel moet gaan om een echte verhuizing. Het zal dus niet mogelijk zijn alle activiteiten vanuit de EU27 terug te delegeren - te outsourcen - naar Londen zodat alles materieel bij het oude blijft. Bovendien moet er een nieuwe vergunning worden aangevraagd bij de bevoegde toezichthouder op het Europese continent en kan niet worden teruggevallen op de eerdere vergunning verleend door de Britse bevoegde toezichthouder.

Een duidelijke stellingname, maar recentelijk lijkt dit onverzettelijke standpunt toch wat scheurtjes te vertonen.

Want wat blijkt, volgens Politico-journalisten zijn er diplomatieke krachten aan het werk om te bezien of de City na de Brexit tegen betaling toch toegang kan krijgen tot de interne markt voor financiële diensten. Vooral Frankfurt en Parijs (City aan de Seine) zullen profiteren van een scenario waarin de Londense City geen toegang meer heeft tot de interne markt. Maar als het VK moet betalen voor toegang tot de Europese financiële markten profiteren alle overgebleven lidstaten. Bovendien heeft Parijs de slag om de Europese toezichthouder EBA al gewonnen. Zodra de Brexit een feit is zal deze verhuizen van Londen naar Parijs.

Ook op ander vlak begint de samenwerking binnen de EU27 scheurtjes te vertonen. Om na de Brexit tegenwicht te kunnen bieden aan de City moeten de Europese financiële markten veel meer integreren dan nu het geval is. Het CMU Action Plan van de Europese Commissie is daar ook op gericht. Door de Brexit moeten de hervormingen versneld worden als het aan de Commissie ligt. Onderdeel hiervan is dat Europese toezichthouder ESMA meer bevoegdheden krijgt om de integratie van de Europese financiële markten te bevorderen. Uniforme regels moeten immers ook uniform worden gehandhaafd en dat is eenvoudiger te realiseren onder centraal gezag. Meer bevoegdheden voor ESMA ten aanzien van derde-landen CCPs (lees: CCPs gevestigd in Londen) is voor de overgebleven lidstaten vooral positief, maar meer bevoegdheden van ESMA ten aanzien van CCPs en andere financiële instellingen die gevestigd zijn in de EU27 gaat ten koste van de invloed van nationale toezichthouders. En daar zijn vooral Ierland en Luxemburg niet zo blij mee.

Het is te hopen dat de EU27 de gelederen gesloten houdt en zich niet uit elkaar laat spelen. Maar het gaat nog spannend worden.

Een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen (I)

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

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

1. Introductie

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

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

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

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

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

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

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

2. De weg naar het nieuwe regime

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

CRR en CRD IV vormen de Europese uitwerking van de standaarden die sinds 1988 door het Bazels Comité voor het Banktoezicht zijn uitgebracht, te beginnen met Bazel I, in 2004 gevolgd door Bazel II⁸. Met de standaarden van Bazel II, die per 1 januari 2007 in werking traden, werd het zogenaamde Drie Pillar toezicht model geïntroduceerd. Pillar 1 definieert de kapitaaleisen. Pillar 2 regelt het afleggen van verantwoording door de instelling aan de toezichthouder over de kapitaaltoereikendheid en eventuele correcties door de toezichthouder op de hoogte van het kapitaal in de vorm van zogenaamde 'SREP'-besluiten'. Pillar 3 regelt de transparantie van het risicobeheer door ondernemingen door verplichte publicatie van de regulatorische ratio's en informatie over het risicobeheer en beloningsbeleid. De belangrijke herzieningen van de regelingen die Bazel III¹⁰ naar aanleiding van de financiële crisis

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

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

dity risk measurement, standards and monitoring, december 2010.

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Opdracht aan de Commissie tot herziening CRR-regelingen

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

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

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

17. De first call of advice van de Commissie is nooit gepubliceerd.
18. EBA, 'Report on Investment Firms, Response to the Commission's Call for Advice of December 2014', EBA/Op/2015/20.
19. Europese Commissie, Call for advice to the EBA for the purpose of the report on the prudential requirements applicable to investment firms, 13 juni 2016, (2016)2740315.
20. EBA, Discussion Paper, Designing a new prudential regime for investment firms, 4 november 2016, EBA/DP/2016/02.
21. Opinion of the European Banking Authority in response to the European Commission's Call for Advice on Investment Firms, 29 september 2017, EBA/Op/2017/11.
22. Een voorbeeld hiervan is de voorgestelde regeling voor kwalificering van een beleggingsonderneming als een 'Categorie 1-beleggingsonderneming', zoals nader besproken in par. 3.

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

3. Het nieuwe regime

3.1. Drie categorieën

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

3.1.1. Categorie 1-beleggingsondernemingen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1.2. *Categorie 2 en 3-beleggingsondernemingen*

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

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

3.1.3. *Indeling in Categorie 3 of Categorie 2*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1.4. Beleggingsondernemingen met een bijzondere prudentiële behandeling

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.2. De prudentiële regels

3.2.1. Algemene uitgangspunten

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

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

3.2.2. Kwalitatieve kapitaaleisen

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

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

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

3.2.3. Minimum kapitaaleis

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

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

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

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

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

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

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

3.2.4. Vastekosteneis

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

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

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

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

3.2.5. K-Factors voor berekening kapitaal eisen

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

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

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

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

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

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

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

3.2.6. Liquiditeit

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

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

4. Tussenconclusie

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

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

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

Hieronder gaat een schematisch overzicht van de veranderingen voor beleggingsondernemingen:

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

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

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

De Wet transparant toezicht financiële markten: een verschuiving naar meer openheid in het financieel toezicht

mr. drs. D. Russchen en mr. J.A. Zwinkels¹

In deze bijdrage wordt het voorstel voor de Wet transparant toezicht financiële markten besproken, dat wezenlijk is gewijzigd ten opzichte van het consultatievoorstel. Met het voorstel krijgen DNB en de AFM aanvullende transparantiebevoegdheden om i) direct te kunnen reageren op uitlatingen van een overtreder, en ii) in meer gevallen een openbare waarschuwing af te kunnen geven. Daarnaast komt er met het wetsvoorstel een verplichting voor DNB om kerngegevens van banken te publiceren. Tegelijkertijd versterkt het wetsvoorstel de rechtsbescherming van de betrokkene op verschillende punten. Het wetsvoorstel doet de balans tussen transparantie en geheimhouding in het financieel toezicht verder verschuiven naar meer openheid.

1. Inleiding

Transparantie in het publieke domein zet al enige tijd de pennen in beweging. In 1768 schreef rechtsfilosoof Jeremy Bentham dat 'without publicity, no good is permanent; under the auspices of publicity, no evil can continue' en dat de 'fittest law' voor het vergaren van het maatschappelijk vertrouwen de 'the law of publicity' is.² Hoewel zijn betoog betrekking heeft op de 'Assembly' (i.e. parlement) zijn er diverse parallellen te trekken met het gebruik van transparantie, en de overwegingen daartoe, in het financieel toezicht. Zo beschouwt met hem de regering transparantie als een wezenskenmerk voor de overheid en een voorwaarde om het vertrouwen in de overheid te bevorderen.³ Daarnaast identificeert Bentham enkele bezwaren tegen transparantie en noemt hij uitzonderingen op de 'rule of publicity', die volgens hem niet absoluut is. Hij voert hiertoe aan dat op voorhand niet alle omstandigheden voorzienbaar zijn en dat het kan voorkomen dat de gevolgen van publicatie voor de betrokkene zo zwaar zijn dat

deze niet opwegen tegen de belangen die met de publicatie worden gediend. Dit correspondeert met de belangenafweging die de toezichthouders, De Nederlandsche Bank (hierna: DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM), gehouden zijn te maken alvorens zij overgaan tot publicatie.

In deze bijdrage staat het op 4 september 2017 gepubliceerde – en op 31 januari 2018 door de Tweede Kamer behandelde – voorstel voor de Wet transparant toezicht financiële markten ('het wetsvoorstel') centraal.⁴ Met dit wetsvoorstel worden de publicatiemogelijkheden van de toezichthouders vergroot. De toezichthouders DNB en de AFM krijgen aanvullende transparantiebevoegdheden om i) direct te kunnen reageren op uitlatingen van een overtreder, door het publiceren van een waarschuwing, verklaring of bestuurlijke sanctie, en ii) in meer gevallen een openbare waarschuwing af te kunnen geven. Daarnaast komt er met het wetsvoorstel een wettelijke verplichting voor DNB om kerngegevens van banken openbaar te maken.⁵ Het wetsvoorstel voorziet daarmee uitsluitend in het openbaar maken van toezichtinformatie die betrekking heeft op partijen die zich op de financiële markten begeven.⁶ Het wetsvoorstel komt voort uit de wens

1. Dennis Russchen en Joris Zwinkels zijn beiden werkzaam bij De Nederlandsche Bank N.V. Zij hebben dit artikel op persoonlijke titel geschreven.
2. W. Bait, *The Works of Jeremy Bentham, Now First Collected: Under the Superintendence of His Executor, John Bowring (Part VIII)*, 1839, p. 310-317.
3. *Kamerstukken II 2016/17*, 34 769, nr. 3, p. 2. Hier wordt ook verwezen naar art. 110 van de Grondwet en art. 1 van het Verdrag van de Europese Unie.

4. *Kamerstukken II 2016/17*, 34 769, nr. 2.

5. Deze verplichting is logischerwijs enkel in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) (en niet in de Wet toezicht accountantsorganisaties, hierna: Wta) opgenomen.

6. Wij scharen onder transparantie informatie 'van'

van zowel de regering om zoveel mogelijk openheid te krijgen over het toezicht als de wens van de AFM en DNB om meer wettelijke bevoegdheden te krijgen tot het openbaar maken van bepaalde toezichtgegevens.⁷ Beide toezichthouders zijn van oordeel dat het kunnen geven van openheid over het uitgeoefende toezicht door aanwending van hun publicatiebevoegdheden in bepaalde gevallen kan bijdragen aan de effectiviteit van hun toezicht. Het geven van meer openheid over het toezicht past tevens bij de steeds sterker wordende roep vanuit de maatschappij om meer transparantie, aldus de regering.⁸

Het wetsvoorstel ziet er op diverse onderwerpen wezenlijk anders uit dan het voorstel dat op 20 juni 2016 voor consultatie is opengesteld. Zo is de in het consultatievoorstel opgenomen bevoegdheid om onderzoeksrapporten te publiceren, die herleidbaar zijn tot de betrokken onderneming, komen te vervallen, wijzigt het wetsvoorstel alleen de Wft en de Wta, terwijl het consultatievoorstel ook betrekking had op de Pensioenwet en de Wet verplichte beroepspensioenregeling, en zijn aanvullende bepalingen ten behoeve van de rechtsbescherming van betrokkene(n) bij publicaties opgenomen die geen onderdeel van het consultatievoorstel maakten.⁹ Deze wijzigingen lijken deels gelegen te zijn in de veelal kritische consultatiereacties (achttien in totaal) en het advies van de Afdeling advisering van de Raad van State ('de Afdeling'). Ook in de literatuur zijn kritische kanttekeningen geplaatst bij het consultatievoorstel, waaronder in dit tijdschrift.¹⁰

en 'over' het financieel toezicht. Informatie van het financieel toezicht betreft toezichtvertrouwelijke informatie over een instelling die is verstrekt aan de toezichthouder zoals overgelegde financiële gegevens van een instelling. Informatie over het toezicht heeft betrekking op de uitoefening van het toezicht door DNB en de AFM. Een voorbeeld hiervan is de jaarlijkse ZBO-begroting die de toezichthouders publiceren, waarin de toezichthouders ingaan op hun ambities en doelstellingen bij de uitvoering van het toezicht. Zie over het onderscheid tussen informatie over en van het toezicht: M.J. Blotwijk, 'Transparantie is het effectiefste toezichtinstrument', *FR* 2015, nr. 6.

7. *Kamerstukken II* 2015/16, 32 545, nr. 32, bijlagen blg-544062 (wetgevingsbrief AFM 2015, p. 4-5) en blg-544063 (wetgevingsbrief DNB 2015, p. 3-4).
8. *Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 2 en 24.
9. Het wetsvoorstel gaat zelf niet in op de vraag waarom de in het wetsvoorstel voorgestelde transparantie-instrumenten niet in alle financiële toezichtwetten worden opgenomen, waaronder de Pensioenwet en de Wet verplichte beroepspensioenregeling. Uit *Kamerstukken II* 2017/18, 34 769, nr. 6, p. 23 volgt dat de pensioenwetgeving een eigen regime kent inzake openbaarmaking. Omdat dit regime adequate waarborgen kent, ziet de regering geen aanleiding om daarin aanpassingen door te voeren. Onder deze wetgeving heeft de toezichthouder een bevoegdheid, geen verplichting, om sancties te publiceren.
10. G.P. Roth en J.S. Roepnarain, 'De Wet transparant toezicht financiële markten – Kanttekeningen bij het ter consultatie voorgelegde wetsvoorstel', *FR* 2016, nr.

Al met al genoeg aanleiding om het wetsvoorstel onder de loop te nemen.¹¹

2. Uitbreiding openbare waarschuwing

Het voorgestelde art. 1:94 Wft maakt onderscheid tussen het geven van een 'neutrale' verklaring en een openbare waarschuwing. Ingevolge het tweede lid kan de toezichthouder met een openbare waarschuwing *elke* overtreding van een ingevolge deze wet gesteld voorschrift of verbod en de naam van de overtreder openbaar maken, indien dit naar het oordeel van de toezichthouder nodig is om het publiek snel en effectief te informeren teneinde schade te voorkomen of te beperken.¹² Het toepassingsbereik van de waarschuwingsbevoegdheid is ruimer en naar onze mening overzichtelijker geworden dan het huidige art. 1:94 Wft waarin naast verbodsbepalingen individuele Wft-artikelen worden genoemd op grond waarvan, na overtreding van de betreffende bepaling, een waarschuwing kan worden gepubliceerd.¹³ Met dit onderdeel van het wetsvoorstel komt de regering tegemoet aan de wens van de AFM¹⁴ om voor overtreding van een breder palet aan Wft-bepalingen een waarschuwing te kunnen geven, vooral als de toezichthouder een overtreding heeft vastgesteld die schade voor derden kan veroorzaken, zoals overtredingen van zorg- en informatieplichten.¹⁵ Opvallend is dat de waarschuwingsbevoegdheid in het consultatievoorstel beperkt was tot kort gezegd overtredingen van de tweede en derde boetecategorie en de overtreding van een voorschrift gesteld bij of krachtens de verordening

9; zie over de consultatieversie van het wetsvoorstel ook: D. Russchen en J.A. Zwinkels, 'Versterking transparantie in het financieel toezicht', *Ondernemingsrecht* 2017/49.

11. Zie hierover ook: S.M.C. Nuijten, 'Transparantie', *FR* 2017, nr. 10; F. de Vries, 'De roep om transparantie over toezicht brengt ook het recht in beweging', *JBPLUS* 2017/3.
12. Door de werking van art. 1:3a Wft geldt de bevoegdheid om te waarschuwen ook bij overtreding van Europese normen.
13. Overigens blijft dit systeem (waarbij uitsluitend gepubliceerd kan worden naar aanleiding van een overtreding van nader genoemde bepalingen) gelden voor het publiceren van een verklaring; het betreft hier volgens de MvT bepalingen waarvoor dit volgens EU-recht is voorgeschreven, zie: *Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 9-10.
14. *Kamerstukken II* 2015/16, 32 545, nr. 32, bijlage blg-544062 (wetgevingsbrief AFM 2015).
15. Als praktijkvoorbeeld wordt in de MvT genoemd de telefonische verkoop van een financieel product waarbij misleidende informatie werd gegeven en waarbij consumenten onjuist werden geïnformeerd over de advieskosten. De AFM had in die situatie willen waarschuwen, maar kon dat niet doen, omdat het niet ging om één van de in art. 1:94 Wft opgenomen overtredingen (*Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 10).

centrale effectenbewaarinstanties.¹⁶ De verruiming van het wetsvoorstel naar alle overtredingen, en dus ook de overtredingen waarvoor geen boete of alleen een boete van de eerste categorie kan worden opgelegd op grond van de Wft, is daarmee niet geconsulteerd. De in het consultatievoorstel reeds voorziene verruiming draagt blijkens het consultatieverslag bij aan het doel van deze bevoegdheid.¹⁷ Die onderbouwing kan ook voor de verdere verruiming worden gegeven. Mede gelet op het feit dat er doorlopend nieuwe normen in de Wft (en de onderliggende regelgeving) worden opgenomen, kunnen wij begrijpen dat voor een 'sluitend' systeem is gekozen doordat voor alle overtredingen van ingevolge de Wft gestelde voorschriften en verboden een waarschuwing kan worden gegeven.

Naast de hiervoor besproken verruiming is de voorgestelde bevoegdheid na de consultatie ook beperkt. Deze beperking houdt verband met de kritiek die tijdens de consultatie naar voren werd gebracht.¹⁸ In het geconsulteerde wetsvoorstel waren geen andere eisen aan de inzet van de waarschuwingsbevoegdheid verbonden dan de eis dat de overtreding met een categorie 2 of 3 boete beboet moest kunnen worden en dat was volgens deze kritiek te beperkt. Zo was niet bepaald dat sprake dient te zijn van een ernstige, verwijtbare of voor derden schadeveroorzakende overtreding, alvorens een waarschuwing gegeven kon worden. De regering komt naar onze mening grotendeels tegemoet aan deze kritiek door in het wetsvoorstel op te nemen dat de toezichthouder uitsluitend kan waarschuwen indien dit naar zijn oordeel *nodig is om het publiek snel en effectief te informeren teneinde schade te voorkomen of [te] beperken*.¹⁹ Daarbij zal de aard van de overtreding bepalend zijn voor de vraag of waarschuwen *nodig* is en welke betrokken personen (verdere) schade kunnen ondervinden als gevolg van de overtreding. Daarmee is gekozen voor een inhoudelijke voorwaarde. In de Memorie van Toelichting op het wetsvoorstel (hierna: MvT) wordt

toegelicht dat relatief snel aan dit schadecriterium is voldaan, nu het wetsvoorstel een ruime uitleg voorstaat.²⁰ Zo wordt onder schade mede verstaan dreigende vermogensschade van consumenten en beleggers, schade van andere crediteuren van een betrokken instelling, alsook schade op de financiële markten waar effecten worden verhandeld.

Daarnaast wordt in art. 1:95 Wft, ter borging van de rechtsbescherming, een aantal omstandigheden benoemd waaronder de toezichthouder niet overgaat tot het openbaar maken van een overtreding of bepaalde gegevens uit de verklaring of waarschuwing.²¹ Daarbij is aansluiting gezocht bij de omstandigheden op grond waarvan de toezichthouder ingevolge art. 1:98 Wft tot uitstel of het anonimiseren van de publicatie van bestuurlijke sancties overgaat. Het lijkt ons op zichzelf een goede zaak dat ook voor het geven van een waarschuwing of een verklaring wettelijk omstandigheden worden vastgelegd waaronder dient te worden afgezien van openbaarmaking. Wij stellen vast dat hierbij is aangesloten bij de huidige uitstel- en anonimiseringsmogelijkheden die betrekking hebben op de openbaarmaking van bestuurlijke sanctiebesluiten (art. 1:98 lid 1 Wft), in plaats van de huidige mogelijkheden om af te zien van publicatie van deze besluiten (art. 1:98 lid 2 Wft), terwijl wij het voorgestelde art. 1:95 Wft zo begrijpen dat onder de in dat artikel genoemde voorwaarden zou moeten worden afgezien van publicatie.²² Nu de in art. 1:98 lid 2 Wft genoemde gronden ruimer zijn dan de gronden in het tweede lid geldt in algemene zin dat sneller van een waarschuwing of verklaring moet worden afgezien dan van de openbaarmaking van bestuurlijke sanctiebesluiten.

Advies van de Afdeling

De Afdeling toetst in haar advies onder meer hoe het wetsvoorstel zich verhoudt tot de in de Wft geïmplementeerde richtlijnen. Ook de in art. 1:94 Wft voorgestelde bevoegdheid wordt aan de verschillende Europese geheimhoudingsbepalingen getoetst. Op basis hiervan concludeert de Afdeling dat de waarschuwingsbevoegdheid op gespannen voet staat met het Unierecht, aangezien niet al het relevante Unierecht ruimte laat voor een bevoegdheid om het publiek te waarschuwen voor een overtreder.²³ De Afdeling geeft vier voorbeelden, waaronder de Solvency II-richtlijn.²⁴ Hierin is in art. 64 het beroepsgeheim geregeld, maar is geen algemene of expliciete grondslag opgenomen voor het openbaar maken van overtredingen. In reactie

16. Verordening (EU) Nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstanties en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012.

17. In het consultatieverslag wordt opgemerkt dat het consultatievoorstel de waarschuwingsbevoegdheid reeds uitbreidde tot alle overtredingen bij of krachtens de Wft. Dit lijkt een verschrijving te zijn.

18. Zie hierover ook: G.P. Roth en J.S. Roepnarain, 'De Wet transparant toezicht financiële markten – Kanttekeningen bij het ter consultatie voorgelegde wetsvoorstel', FR 2016/09.

19. Deze formulering is enigszins vergelijkbaar met de bevoegdheid van de AFM op om grond van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) een openbare waarschuwing uit te vaardigen; '[...]indien dat redelijkerwijs noodzakelijk is om consumenten snel en effectief te informeren over een schadeveroorzakende handelspraktijk van een ondernemer en daardoor schade te voorkomen.', zie art. 3.4 Whc.

20. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 3, p. 31 en 33.

21. Dit geldt overigens ook als de toezichthouders een verklaring bekend willen maken ingevolge art. 1:94, lid 1 Wft.

22. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 3, p. 6 en 11.

23. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 4, p. 3.

24. Richtlijn 2009/138/EG van het Europees parlement en de Raad van 25 november 2009 betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf, *PbEU 2009, L 335* ('Solvency II-richtlijn').

op het advies van de Afdeling motiveert de regering uitvoerig dat de Europese geheimhoudingsregimes wel degelijk ruimte bieden voor de voorgestelde wijziging van de waarschuwingsbevoegdheid.²⁵ Haar analyse trapt af met enkele opmerkingen van relativerende aard over de Europese voorschriften inzake het beroepsgeheim. Zo verschilt volgens de regering de formulering van deze voorschriften in de richtlijnen onderling, bestaat er geen duidelijkheid over de reikwijdte van het beroepsgeheim in het Unierecht en is een trend waarneembaar dat ook op Europees niveau wordt ingezet op meer transparantie over het financieel toezicht. Na deze algemene opmerkingen bespreekt de regering 31 richtlijnen en verordeningen aan de hand van vier categorieën. Blijkens de MvT dient de bevoegdheid om overtredingen openbaar te maken (zoals een openbare waarschuwing) voor genoemde Europese geheimhoudingsregimes, gelezen te worden in het systeem van de betreffende Europese wetgeving. Richtlijnen en verordeningen waarin een beroepsgeheim is voorgeschreven en die geen algemene of expliciete grondslag bieden voor het openbaar maken van overtredingen bevatten volgens de regering algemene bepalingen die lidstaten ertoe verplichten de toezichthouders over adequate bevoegdheden te doen beschikken en sancties op te kunnen leggen, zonder deze concreet in te vullen. De bevoegdheid tot het openbaar maken van overtredingen is volgens de regering inmiddels een standaardonderdeel van het Unierecht. Ten aanzien van Solvency II wijst de regering op art. 34.²⁶ Het voorgaande leidt de regering tot de slotsom dat een algemene grondslag om toezichthouders toezichtbevoegdheden toe te bedelen, lidstaten de vrijheid geeft om de bevoegdheid tot publicatie van overtredingen aan toezichthouders toe te kennen. Een expliciete uitzondering op de geheimhoudingsplicht is daarvoor niet nodig. Dat het publiceren van overtredingen inmiddels vaste prik is in het Europese financiële toezichtrecht onderschrijven wij. Dit sluit aan bij het uitgangspunt van de Europese Commissie om bevoegde autoriteiten te verplichten opgelegde sancties 'als regel' openbaar te maken.²⁷ Gelet hierop, en ook anderszins, zien wij niet in waarom onderscheid zou moeten bestaan, of zijn beoogd door de Europese wetgever, in de mogelijkheden om overtredingen binnen de ene sector wel te openbaren en binnen de andere niet (van bijvoorbeeld verzekeraars). Dat vergelijkbare Europese bepalingen niet gelijklopend zijn, werkt verwarrend.²⁸ Daarbij helpt niet dat enkele van deze Europese bepalingen cross-sectoraal in de

Wft zijn ingepast, waardoor er licht ontstaat tussen de Wft-bepaling en de verschillende Europese bepalingen.²⁹

De Afdeling merkt verder op dat op basis van het Unierecht steeds een belangenafweging moet plaatsvinden, alvorens toezichtvertrouwelijke informatie wordt gepubliceerd; deze mag op voorhand niet zo worden ingevuld dat het belang van transparantie in beginsel het meeste gewicht toekomt.³⁰ In haar reactie op het advies van de Afdeling geeft de regering aan dat bij het gebruik van een bevoegdheid steeds de betrokken belangen moeten worden afgewogen en dat de MvT niet beoogt deze afweging op voorhand voor specifieke gevallen in te vullen.³¹ De tekst van de MvT is hierop aangepast en stelt dat het aan de toezichthouder is om zich een oordeel te vormen over het gewicht dat in de belangenafweging aan transparantie dient te worden toegekend.³² Tegelijkertijd volgt uit de MvT dat in een concreet geval afgewogen moet worden of er *uitzonderlijke* omstandigheden zijn die ertoe leiden dat de bescherming van de belangen van de betrokkene prevaleren boven transparantie op van de financiële markten. Daarmee lijkt de regering op voorhand de nadruk te leggen op het belang van transparantie in plaats van het belang van de betrokkene en wordt niet volledig aan de kritiek van de Afdeling tegemoet gekomen. Dit strookt evenwel in zoverre met het doel van het wetsvoorstel dat hiermee getracht wordt om meer openheid te krijgen over het toezicht op de financiële markten.

Praktijk

DNB heeft tot nog toe spaarzaam gebruikgemaakt van de waarschuwingsbevoegdheid.³³ Dit kan te maken hebben met de aard van het door DNB uit te oefenen (prudentiële) toezicht, waarbij het waarschuwen voor een overtreding van solvabiliteits- of liquiditeits-eisen de situatie voor de betreffende instelling kan verergeren doordat dit paniek veroorzaakt onder klanten. Of DNB met de verruiming van deze bevoegdheid vaker zal waarschuwen, moet worden afgewacht. Daarbij is

25. Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 17-23.

26. Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 23. Zie aldaar voetnoot 73.

27. Europese Commissie, *Het versterken van sanctieregelingen in de financiële sector*, COM(2010) 716 definitief, Brussel: 8 december 2010, p. 13.

28. Zoals de verschillende Europese beroepsgeheimbepalingen.

29. Een voorbeeld is art. 1:89 Wft, alsmede het publicatieregime inzake bestuurlijke sancties (art. 1:97 Wft) dat laatstelijk is aangepast door middel van de Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik.

30. De Afdeling oordeelde dat de MvT van het geconsulteerde wetsvoorstel suggereerde dat publicatie van waarschuwingen voorop stond, dat het belang van openheid in eerste instantie het zwaarst woog en dat publicatie van waarschuwingen in beginsel altijd gerechtvaardigd was. Zie: *Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 4, p. 7.*

31. Nader rapport wetsvoorstel Transparant toezicht financiële markten, p. 2.

32. Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 6. ok overigens merken wij op dat de toezichthouders ingevolge art. 3:4 van de Algemene wet bestuursrecht gehouden zijn een belangenafweging te maken alvorens zij gebruik maken van hun waarschuwingsbevoegdheid.

33. Zie voor een zeldzaam voorbeeld uit de jurisprudentie: Cbb 3 juli 2016, ECLI:NL:CBB:2016:351.

van belang dat het hebben van een bevoegdheid om te waarschuwen er ook toe kan leiden dat de maatschappij verwacht dat de toezichthouder waarschuwt voor gevaren en mogelijk de toezichthouder ter verantwoording roept indien hij naar het oordeel van het publiek ten onrechte heeft nagelaten te waarschuwen.³⁴ Aan die verwachting zal mogelijk slechts deels tegemoet kunnen worden gekomen, gelet op de beperking van de bevoegdheid om te waarschuwen tot gevallen waarbij een overtreding is vastgesteld én de waarschuwing nodig is om schade te voorkomen of te beperken. Daarnaast speelt in dit kader mee dat de toezichthouder steeds, net als nu, zal moeten afwegen of een openbare waarschuwing in een voorkomend geval het juiste instrument is.

De AFM heeft daarentegen veelvuldig gebruikgemaakt van de waarschuwingsbevoegdheid. De AFM waarschuwde onder meer voor boilerrooms, Ponzi- en piramidefraude en illegale kredietaanbieders. Omdat het de AFM is die om een verruiming van de waarschuwingsbevoegdheid heeft verzocht, verwachten wij dat de AFM vaker de waarschuwingsbevoegdheid zal inzetten.

3. Versneld reageren op uitlatingen van een overtreder ('spoedpublicatie')

Met het voorgestelde art. 1:100a lid 1 Wft kan de toezichthouder zo nodig onverwijld³⁵ overgaan tot openbaarmaking van een waarschuwing, verklaring of bestuurlijke sanctie, voor zover de overtreder zelf informatie openbaar heeft gemaakt over de betreffende overtreding of bestuurlijke sanctie. Daarbij is als voorwaarde opgenomen dat de publicatie in het belang van het publiek noodzakelijk is ter bescherming van het vertrouwen in het toezicht op de financiële markten; het zal naar zijn aard dan ook gaan om bijzondere situaties waarin gebruik kan worden gemaakt van de spoedpublicatie-bevoegdheid.

Op grond van art. 1:97, eerste lid Wft is de hoofdregel dat een bestuurlijke sanctie openbaar wordt gemaakt nadat deze onherroepelijk is geworden. Art. 1:100a Wft geeft de toezichthouder de bevoegdheid de bestuurlijke sanctie eerder te publiceren als aan bovengenoemde voorwaarde is voldaan. Bij de spoedpublicatie kan de toezichthouder bovendien op grond van lid 2 bepalen dat het indienen van een verzoek om een voorlopige voorziening tegen het openbaarmakingsbesluit geen schorsende werking heeft, waarmee publicatie door de betreffende instelling feitelijk niet meer voorkomen kan worden. Op grond van deze bepaling kan tevens worden afgeweken van de voorwaarde dat openbaarmaking pas mag plaatsvinden vijf

34. Dit kan bijvoorbeeld leiden tot Kamervragen van volksvertegenwoordigers.

35. Of op een kortere termijn dan vijf werkdagen na bekendmaking van het openbaarmakingsbesluit.

werkdagen nadat het besluit tot openbaarmaking bekend is gemaakt.

Hoewel gesteld kan worden dat daarmee een gebrek aan rechtsbescherming voor deze bijzondere situatie ontstaat, wijzen wij tegelijkertijd op de gedachte achter de bevoegdheid welke is dat de toezichthouder de mogelijkheid krijgt om direct te reageren op onjuiste, onvolledige of misleidende publieke uitlatingen van een overtreder: met de spoedpublicatie kan deze berichtgeving onverwijld worden gecorrigeerd waarmee erger kan worden voorkomen. Een overtreder heeft het in beginsel dus zelf in de hand of de toezichthouder gebruik kan maken van de spoedpublicatie-bevoegdheid.³⁶ Daar komt bij dat deze bevoegdheid geclausuleerd is en uitsluitend ingezet kan worden indien de spoedpublicatie in het belang van het publiek noodzakelijk is ter bescherming van het vertrouwen in het toezicht op de financiële markten. Daarnaast krijgt de toezichthouder met het wetsvoorstel te maken met een inspanningsverplichting; hij moet een redelijke inspanning verrichten om de betrokkene voorafgaand aan de openbaarmaking in kennis te stellen van de voorgenomen openbaarmaking. De instelling kan daarmee de toezichthouder wijzen op een kennelijke onjuistheid in de voorgenomen reactie, waarmee eventuele schade voor de instelling kan worden voorkomen. Na te hebben voldaan aan deze inspanningsverplichting, kan de toezichthouder direct overgaan tot publicatie.

Advies van de Afdeling en consultatiereacties

Het voornaamste punt van kritiek op dit onderdeel van het consultatievoorstel, van zowel de Afdeling als van de respondenten tijdens de consultatieronde, is het gebrek aan rechtsbescherming tegen de voorgestelde bevoegdheid.³⁷ De Afdeling wijst erop dat het publiceren en daarmee openbaar worden van namen van instellingen grote reputatie- en vermogensschade tot gevolg kan hebben. Indien de schade het gevolg is van een onterechte publicatie, vindt met rectificatie nog geen vergoeding plaats van de inmiddels geleden schade. Indien de toezichthouder tot onverwijld (spoed)publicatie overgaat, en er geen mogelijkheid is om een voorlopige voorziening aan te vragen, kan de gevolgschade niet voorkomen worden. Daarbij zou van belang zijn dat die schade ook achteraf niet of zeer moeilijk op de toezichthouder kan worden verhaald, omdat diens aansprakelijkheid sinds 2012 is beperkt.³⁸ Naar aanleiding van deze kritiek heeft

36. Tenzij sprake is van koersgevoelige informatie (zie verderop in het artikel).

37. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 4, p. 9 en Consultatieverslag wet transparant toezicht financiële markten, p. 5.

38. Wet aansprakelijkheidsbeperking DNB en AFM (*Stb.* 2012, 265). Zie art. 1:25d Wft. Zie voor een kritische bespreking van de aansprakelijkheidsbeperking: G.P. Roth, 'De beperkte aansprakelijkheid van DNB en de AFM', *Ondernemingsrecht* 2017/147; G.P. Roth en J.S. Roepnarain, 'De Wet transparant toezicht financiële

de regering aan de bevoegdheid bovengenoemde inspanningsverplichting van art. 1:100a, derde lid Wft verbonden. Het wetsvoorstel voorziet niet in een uitzondering op de aansprakelijkheidsbeperking van de toezichthouder of een andere mogelijkheid voor de betrokkene(n) om de schade te verhalen die kan worden veroorzaakt door de publicatie. Volgens de regering is een zekere mate van reputatieschade en daarmee vermogensschade inherent aan het openbaar maken van een overtreding, welke in beginsel aanvaardbaar wordt geacht.³⁹ Derhalve blijft de kritiek deels staan.

Een andere kritische kanttekening die tijdens de consultatieronde naar voren kwam, is hoe de voorgestelde bevoegdheid zich verhoudt tot de verplichting die kan gelden voor uitgevende instellingen tot het openbaar maken van voorwetenschap. Mag de toezichthouder overgaan tot spoedpublicatie wanneer een instelling verplicht is informatie naar buiten te brengen over een bestuurlijke sanctie? Het antwoord daarop van de regering is dat de toezichthouder hiertoe enkel bevoegd is wanneer de instelling hierover onjuiste, onvolledige of misleidende mededelingen heeft gedaan en de publicatie in het belang van het publiek noodzakelijk is ter bescherming van het vertrouwen in het toezicht op de financiële markten.⁴⁰ Brengt de instelling bijvoorbeeld een onjuist of misleidend beeld naar voren, dan bepaalt art. 23 lid 2 onder m van de verordening marktmisbruik,⁴¹ dat de toezichthouder de mogelijkheid moet hebben om het publiek juist en volledig te informeren. Maar ook wanneer een instelling niet het volledige sanctiebesluit openbaart, maar bijvoorbeeld slechts een gedeelte daarvan citeert, biedt het wetsvoorstel de toezichthouder de bevoegdheid om het volledige besluit te publiceren. Naar onze verwachting zal de toezichthouder evenwel met name gebruikmaken van deze bevoegdheid indien de uitlating van de instelling een misleidend of onjuist beeld oplevert en de spoedpublicatie een bijdrage kan leveren aan het beschermen van het vertrouwen in het toezicht op de financiële markten. De toezichthouder krijgt alles overziend naar onze mening met de spoedpublicatie-bevoegdheid een krachtig middel in handen om instellingen ertoe te bewegen zelf volledige openheid van zaken te geven, wanneer de betreffende instelling informatie over een sanctiebesluit, waarschuwing of verklaring openbaart.

le markten – Kanttekeningen bij het ter consultatie voorgelegde wetsvoorstel', *FR* 2016, nr. 09.

39. *Kamerstukken II* 2017/18, 34 769, nr. 6, p. 15.

40. *Kamerstukken II* 2016/2017 34 769, nr. 3, p. 30.

41. Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europese Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie.

Praktijk

Gelet op het feit dat DNB de wens, welke later is onderschreven door de AFM⁴², kenbaar heeft gemaakt om te kunnen reageren op uitlatingen van instellingen over sancties die door de toezichthouder nog niet gepubliceerd mogen worden, zou verwacht kunnen worden dat zij ook gebruik gaat maken van de voorgestelde bevoegdheid.⁴³ Het kwetsbare vertrouwen in de financiële markten kan versterkt worden door onjuiste, onvolledige of misleidende informatie te corrigeren. Tegelijkertijd constateren wij dat art. 1:99 lid 3 Wft reeds lange tijd de bevoegdheid kent voor de toezichthouder om tot spoedpublicatie over te gaan, indien de bescherming van de belangen die de Wft beoogt te beschermen geen uitstel toelaat. Beide toezichthouders hebben voor zover ons bekend tot nog toe echter geen gebruik gemaakt van deze bevoegdheid. De voorgestelde (nieuwe) bevoegdheid laat onverlet dat instellingen in principe (nog steeds) vrij zijn om uitlatingen te doen die betrekking hebben op nog niet gepubliceerde sancties. Wel verwachten wij dat met deze bevoegdheid instellingen worden aangespoord om een juist en volledig beeld te schetsen van geconstateerde overtredingen en sancties, omdat anders het risico bestaat dat de toezichthouder daarop onverwijld een verklaring, waarschuwing of bestuurlijke sanctiebesluit gaat publiceren. Ook dit kan er aan bijdragen dat van de voorgestelde bevoegdheid slechts spaarzaam gebruik gemaakt zal hoeven te worden.

Vermeldenswaardig is ten slotte dat in de MvT is verduidelijkt dat art. 1:89 Wft niet in de weg staat aan het rechtzetten van concrete uitlatingen, zonder dat daarbij vertrouwelijke gegevens worden gedeeld.⁴⁴ Te denken valt aan het enkel bevestigen of ontkennen van een uitlating van een instelling. De toezichthouder kan dan laten weten dat de informatie die de instelling heeft gegeven (on)juist is of (on)volledig. Hoewel dit mogelijk vervolgvragen kan oproepen, zou dit zou naar onze mening in veel gevallen voldoende voor de toezichthouder kunnen zijn om sec onjuiste, onvolledige of misleidende informatie te weerspreken. Ook dit gegeven kan met zich brengen dat van de spoedpublicatie-bevoegdheid weinig gebruik gemaakt zal hoeven te worden.

4. Het publiceren van kerngegevens van banken

Een van de aanbevelingen van de Parlementaire enquêtecommissie financieel stelsel was dat DNB solvabiliteitscijfers van banken openbaar zou moeten kunnen maken.⁴⁵ Ook DNB heeft in

42. *Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 12.

43. *Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 11.

44. *Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 12.

45. Zie: Eindrapport van de Parlementaire enquête financieel stelsel (*Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 61); en

haar wetgevingsbrief aandacht gevraagd voor dit onderwerp.⁴⁶ DNB verzoekt daarin de minister een bevoegdheid te creëren om een set uniforme kerngegevens van banken openbaar te maken. De voorgestelde bevoegdheid zou er volgens DNB voor zorgen dat consumenten en andere betrokkenen inzicht krijgen in de financiële positie van banken; dit inzicht zou bijdragen aan het herstel van vertrouwen in de banken.⁴⁷

Deze oproepen hebben er uiteindelijk toe geleid dat in het voorliggende wetsvoorstel DNB ingevolge art. 3:72 lid 9 Wft verplicht wordt om (naast geaggregeerde gegevens, nu ook) individuele kerngegevens van banken periodiek te publiceren. Blijkens het wetsvoorstel zouden banken door publicatie van kerndata verantwoording kunnen afleggen aan spaarders, beleggers en het publiek in het algemeen. In de MvT staat: *'Uitgangspunt is dat juiste en volledige informatie over het risicoprofiel van banken beschikbaar moet zijn. Het publiceren van deze cijfers kan daarnaast bijdragen aan het vertrouwen van het publiek in banken. Dit rechtvaardigt dat DNB deze cijfers periodiek in overzichtelijke vorm openbaar maakt. [...] Hiermee kunnen betrokkenen deze gegevens van verschillende banken in een oogopslag inzien en vergelijken.'*⁴⁸

Tijdens de consultatieronde is op de voorgestelde verplichting geen inhoudelijke kritiek gekomen.⁴⁹ Evenmin heeft de Afdeling zich hierover uitgelaten.

Praktijk

DNB publiceert reeds enige tijd kerngegevens van banken, met hun instemming.⁵⁰ Blijkens de consultatieversie van het Ontwerpbesluit transparant toezicht financiële markten, waarin wordt vastgelegd welke gegevens openbaar gemaakt zullen gaan worden na inwerkingtreding van het wetsvoorstel, verandert er materieel gezien weinig ten opzichte van de huidige publicaties. In

het Ontwerpbesluit staan voor een belangrijk deel de gegevens vermeld die ook thans gepubliceerd worden. Nieuw is evenwel dat ook de leverage ratio (ook wel hefboomratio) gepubliceerd zal worden. Dit cijfer geeft het percentage van het eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal aan, en geeft daarmee inzicht in de omvang van de financiële buffers die de bank aanhoudt.⁵¹ De publicatie van DNB zal alleen gegevens bevatten die al eerder door banken zelf of de Europese Banken Autoriteit openbaar zijn gemaakt. DNB brengt deze gegevens alleen samen. Het betreft vooral een wettelijke verankering van de huidige praktijk. Deze verankering zorgt er echter wel voor dat DNB verplicht is deze gegevens te publiceren, zonder daarbij afhankelijk te zijn van de instemming van banken. De voorgestelde wettelijke verplichting voor DNB lijkt ons dan ook zeker waardevol, nu hierdoor eenieder de banken in het Nederlandse landschap eenvoudig met elkaar kan vergelijken.⁵²

5. Publicatie van onderzoeksrapporten herleidbaar tot instellingen

Opvallend is dat het wetsvoorstel, in tegenstelling tot de consultatieversie, de toezichthouder niet de bevoegdheid toekent om onderzoeksrapporten te publiceren met daarin tot individuele instellingen herleidbare informatie. Tijdens de consultatieronde ontving het wetsvoorstel op dit punt veel kritische reacties, waarbij de kritiek zich met name toespitste op de reputatieschade die zulke publicaties zouden kunnen veroorzaken aan marktpartijen. Ook de Afdeling had kritiek en concludeerde dat de voorgestelde bevoegdheid op gespannen voet stond met het Unierecht. De regering heeft naar aanleiding van dit advies, en na overleg met DNB en de AFM, besloten deze bevoegdheid te schrappen en de Europese ontwikkelingen op dit punt af te wachten.⁵³ Vooralsnog blijft de bevoegdheid derhalve uitsluitend voor de AFM bestaan in het kader van haar toezicht op accountantsorganisaties.⁵⁴

6. Rechtsbescherming versterkt

Nu het wetsvoorstel DNB en de AFM meer bevoegdheden geeft om tot instellingen herleidbare informatie te publiceren, heeft de regering ter bescherming van de belangen van de betreffende

het rapport van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, *Verloren krediet, Kamerstukken II 2010/11, 31 980*, nr. 16.

46. *Kamerstukken II 2015/16, 32 545*, nr. 32, bijlage blg-544063 (wetgevingsbrief DNB 2015).

47. DNB verwijst in de aangehaalde brief in dit kader naar andere Europese toezichthouders die vergelijkbare gegevens op hun website publiceren.

48. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 3, p. 13-14.

49. Slechts in twee consultatiereacties wordt ingegaan op deze voorgestelde bevoegdheid. Hierin wordt verzocht om overlap te voorkomen met de periodieke solvabiliteitsgegevens die de Europese Banken Autoriteit al publiceert. Daarnaast is er in een consultatiereactie op gewezen dat de Nederlandse banken sinds 2016 reeds op vrijwillige basis gegevens publiceren.

50. www.dnb.nl/statistiek/statistieken-dnb/financiële-instellingen/banken/gegevens-individuele-banken. Met het wetsvoorstel wordt de huidige praktijk bestendigd in de wet, waardoor de lijn van het geven van meer openheid over de financiële positie van Nederlandse financiële instellingen wordt voortgezet. DNB was immers al begonnen met het openbaar maken van de belangrijkste kerndata van verzekeraars en pensioenfondsen.

51. De leverage ratio bedraagt op dit moment 3%, conform de norm vastgesteld door de Europese Commissie.

52. De webpagina van DNB, alwaar de kerngegevens van banken zijn opgenomen, wordt maandelijks door enkele honderden mensen bezocht, zie *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 6, p. 18.

53. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769*, nr. 3, p. 9, alsmede nr. 4, p. 6.

54. Art. 48a Wta.

instellingen gemeend de rechtsbescherming en rechtswaarborgen bij openbaarmaking van die gegevens te versterken. Dit naar aanleiding van een aantal consultatiereacties hieromtrent⁵⁵ en het advies van de Afdeling.⁵⁶ Daarom zijn in het wetsvoorstel vijf voorstellen opgenomen die geen onderdeel uitmaakten van het consultatievoorstel:

1. In de eerste plaats wordt in art. 1:99 Wft geëxpliciteerd dat alvorens de toezichthouder over kan gaan tot openbaarmaking van gegevens die tot afzonderlijke personen herleidbaar zijn, hij een *besluit* tot openbaarmaking neemt.⁵⁷ Hiermee wordt de bestaande praktijk wettelijk verankerd en de rechtspraak hierover gecodificeerd⁵⁸ en komt vast te staan dat bestuursrechtelijke rechtsbescherming openstaat tegen dergelijke openbaarmakingsbesluiten van de toezichthouder.⁵⁹ Hiermee wordt tegemoet gekomen aan een belangrijk kritiekpunt dat uit de consultatie naar voren kwam.
2. Art. 1:101 Wft bepaalt dat hoorzittingen in bezwaar alsmede beroepsprocedures gericht tegen openbaarmakingsbesluiten, met gesloten deuren plaatsvinden, indien de voorzieningenrechter openbaarmaking heeft verboden. In het wetsvoorstel wordt verduidelijkt dat deze bepaling ook betrekking heeft op hogerberoepsprocedures.
3. In art. 1:100 lid 4 Wft wordt geëxpliciteerd dat de toezichthouder een publicatie niet langer openbaar beschikbaar houdt wanneer het onderliggende openbaarmakingsbesluit wordt ingetrokken of door de bestuursrechter onherroepelijk is vernietigd. Dit betekent

in ieder geval dat de toezichthouder het openbaarmakingsbesluit van haar website verwijderd. Tegelijkertijd is de toezichthouder hiertoe pas verplicht wanneer het besluit *onherroepelijk* is vernietigd. Dit brengt met zich dat wanneer een openbaarmakingsbesluit in eerste aanleg wordt vernietigd, maar de toezichthouder daartegen in hoger beroep gaat, er tot aan de uitspraak in hoger beroep geen verplichting bestaat voor de toezichthouder om het openbaar beschikbaar houden van het openbaarmakingsbesluit te beëindigen.⁶⁰ Dit is volgens ons voor belanghebbende(n) een verslechtering ten opzichte van de huidige situatie waarin de toezichthouder verplicht is de vernietiging bekend te maken op dezelfde wijze als waarop het besluit bekend is gemaakt. Het vijfde lid biedt naar onze mening daarentegen wel een verbetering in vergelijking met de huidige situatie, nu daar wordt geregeld dat de toezichthouder verplicht wordt de betreffende belanghebbende(n) aan te bieden om een rectificatie te plaatsen, nadat de toezichthouder ingevolge het vierde lid een publicatie niet langer openbaar beschikbaar mag houden.⁶¹ Door het plaatsen van een rectificatie wordt immers het door een eerdere verrichte publicatie ontstane beeld bijgesteld ten gunste van de betrokkenen. Dit is een goede zaak, omdat dit recht doet aan de feitelijke situatie. Dat deze rectificatiemogelijkheid afhangt van de instemming van belanghebbende kunnen we in zoverre begrijpen omdat daarmee ervoor is gekozen om de belanghebbende de *eindstem* te geven of degene opnieuw aandacht gevestigd wenst te hebben op een eerdere gepubliceerde sanctie. Dit laat onverlet dat de betrokkene voor zover wij kunnen overzien gebaat is bij het verwijderen van een vernietigd openbaarmakingsbesluit. De toezichthouder is gehouden om proactief de mogelijkheid tot rectificatie aan te bieden aan de belanghebbende. Ook dit lijkt ons een goede zaak, omdat sommige partijen wellicht kunnen schromen dit verzoek bij DNB neer te leggen, omdat men vreest dat dit schade kan toebrengen aan de toezichtrelatie.

4. De toezichthouder kan pas overgaan tot bekendmaking van een overtreding door middel van een verklaring als het besluit tot openbaarmaking onherroepelijk is (art. 1:100 lid 2 Wft). Daarmee wordt naar onze mening de positie van de belanghebbende versterkt;

55. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 28.*

56. *Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 4, p. 7.*

57. Dit besluit bevat de openbaar te maken gegevens en de wijze waarop en termijn waarbinnen de openbaarmaking zal plaatsvinden. Het is aan de toezichthouder om te besluiten op welke andere wijzen overgegaan wordt tot openbaarmaking, bijvoorbeeld door middel van een persbericht, een nieuwsbericht, op de website of een bericht op sociale media. De toezichthouder kan er overigens ook voor kiezen om langere termijnen te kiezen dan de in de wet genoemde *minimale* termijnen, zie: *Kamerstukken II 2016/17, 34 769, nr. 3, p. 36.*

58. Zie bijvoorbeeld: v.zr. Rb. Rotterdam 21 juli 2008, ECLI:NL:RBROT:2008:BD8270, r.o. 2.4; Cbb 24 april 2012, ECLI:NL:CBB:2012:BW3574, r.o. 6.8. Zie ook: ABRvS 31 mei 2006, ECLI:NL:RVS:2006:AX6362, r.o. 2.7, waarin de Afdeling de beslissing om informatie uit eigen beweging openbaar te maken als een (appellabel) besluit aanmerkt. Dit is o.a. bevestigd in: ABRvS 7 september 2011, ECLI:NL:RVS:2011:BR6938, r.o. 2.6-2.7.

59. Zie hierover: G.P. Roth en J.S. Roepnarain, 'De Wet transparant toezicht financiële markten – Kanttekeningen bij het ter consultatie voorgelegde wetsvoorstel', *FR 2016/09*. Overigens is art. 1:99 Wft niet van toepassing op het openbaar maken van kerngegevens van banken, naar wij vermoeden omdat volgens het wetsvoorstel hiermee enkel reeds gepubliceerde en daarmee geen vertrouwelijke informatie wordt openbaar.

60. Zie voor een kritische beschouwing over deze bepaling: S.M.C. Nuijten, 'Transparantie', *FR 2017/10*.

61. In de rechtspraak werd tot nu toe verschillend gedacht over de vraag of de Algemene wet bestuursrecht ruimte biedt tot rectificatie. Zie: Rechtbank Rotterdam, 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3528; Cbb 15 augustus 2015, ECLI:NL:CBB:2015:278; Rechtbank Rotterdam 13 december 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BY6184; Cbb 1 mei 2015, ECLI:NL:CBB:2015:150.

thans kan een verklaring immers worden gepubliceerd vijf werkdagen nadat het besluit aan de belanghebbende bekend is gemaakt. Voor andere openbaar makingsbesluiten blijft de wachtermijn vijf werkdagen.⁶²

5. Aan de lijst met omstandigheden in art. 1:98 lid 2 Wft, op grond waarvan de toezichthouder kan afzien van publicatie, wordt toegevoegd de omstandigheid dat openbaarmaking van het bestuurlijke sanctiebesluit het doel van de sanctie in een concreet geval zou tegenwerken. Hiermee is beoogd te voorkomen dat DNB zich gedwongen ziet om een prudentiële maatregel openbaar te maken, die naar zijn aard gericht is op het versterken van de soliditeit van de overtreder, terwijl openbaarmaking die soliditeit juist in gevaar zou brengen.⁶³ Hoewel in dergelijke gevallen mogelijk relatief snel geoordeeld zou kunnen worden dat de publicatie geanonimiseerd of uitgesteld dient te worden, aangezien publicatie betrokken partijen in onevenredige mate schade zou berokkenen, lijkt ons dit een nuttige toevoeging voor die gevallen waarin anonimiseren of uitstellen nog steeds het risico met zich brengt dat de publicatie de soliditeit van een instelling juist in gevaar brengt.

Tevens vermeldenswaardig is dat in het wetsvoorstel ten aanzien van het overgangsrecht duidelijker dan voorheen is uitgemakt dat het toepasselijke publicatieregime het regime is dat van toepassing was op het moment dat het bestuurlijke sanctiebesluit is genomen.⁶⁴

62. Behoudens de mogelijkheid van de spoedpublicatie als beschreven in paragraaf 4.

63. Deze nieuwe afstel mogelijkheid geldt echter niet voor bestuurlijke boetes, aangezien bepaalde Europese richtlijnen en verordeningen zich hiertegen verzetten.

64. Zie Art. III van het wetsvoorstel, *Kamerstukken II* 2016/17, 34 769, nr. 2. Op basis van (het ontbreken van) het overgangsrecht was niet altijd even helder welk publicatieregime van toepassing was. Bij het ontbreken van overgangsrecht bij de implementatie van de Richtlijn kapitaalvereisten (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) per 1 augustus 2014 is uitgemakt dat het nieuwe publicatieregime directe werking had (zie: ECLI:NL:RBROT:2014:8355; ECLI:NL:RBROT:2014:10392); na inwerkingtreding van de Implementatiewet marktmisbruik per 11 augustus 2016 is echter geoordeeld dat de wetgever 'thans' de algemene regel voor ogen heeft gestaan dat ten aanzien van een boetebesluit het publicatieregime van toepassing blijft dat gold op het moment dat het boetebesluit werd genomen (zie: ECLI:NL:RBROT:2016:10199).

7. Afsluiting

Op de keper beschouwd doet het wetsvoorstel de balans tussen transparantie en geheimhouding in het financieel toezicht volgens ons verder verschuiven naar meer openheid. De publicatiemogelijkheden ten aanzien van overtredingen worden ruimer, de toezichthouder kan onder omstandigheden sneller publiekelijk reageren dan voorheen, en het publiek krijgt (meer) inzicht in de financiële positie van banken. Dit sluit aan bij de doelen van het wetsvoorstel en is eveneens conform de wensen van de toezichthouders. Wij stellen vast dat het publiceren van tot individuele instellingen herleidbare informatie zowel op nationaal als Europees niveau wordt omarmd als belangrijk gereedschap ter bevordering van het toezicht op de financiële markten.

De keerzijde van (de vergroting van) transparantie in het financieel toezicht kan evenwel zijn dat door bekendmaking van tot een afzonderlijke instelling herleidbare informatie de betreffende instelling (reputatie)schade kan leiden. Daarom dienen er adequate rechtswaarborgen voor belanghebbende(n) te zijn en dient een evenwichtige belangenafweging plaats te vinden voordat over wordt gegaan tot openbaarmaking. Deze waarborgen zijn van groot belang, omdat naar ons idee onder toezicht staande instellingen minder bereidwillig zullen zijn om (vrijelijk) informatie te delen met hun toezichthouder als zij in toenemende mate het risico lopen dat deze informatie in de openbaarheid komt. Dit kan het effectief toezicht belemmeren. Dat de verruiming van de transparantiemogelijkheden van de AFM en DNB simultaan loopt met een versterking van de rechtswaarborgen van de betrokkene is dan ook een goede zaak. De versterking van de rechtsbescherming is onder andere gelegen in het duidelijk maken dat de toezichthouder een (appellabel) besluit tot openbaarmaking dient te nemen en dat onterechte publicaties gerectificeerd kunnen worden. Tegelijkertijd constateren wij dat niet aan alle kritiek van met name de consultatiereacties volledig tegemoet is gekomen. Zo is in het wetsvoorstel nog steeds opgenomen dat de toezichthouder, onder voorwaarden, over kan gaan tot spoedpublicatie zonder dat de uitkomst van een voorlopige voorziening hoeft te worden afgewacht.

Het toezicht op de financiële markten is in zijn algemeenheid gebaat bij transparantie én vertrouwelijkheid. Dit levert automatisch een spanningsveld op. De verhouding tussen transparantie en geheimhouding dient derhalve in balans te zijn. Deze balans is broos en moet gepreserveerd worden in het belang van alle betrokken actoren. De recente aanpassingen van het wetsvoorstel dragen hieraan bij: een verruiming van openbaar makingsmogelijkheden gaat gepaard met de versterking van de rechtsbescherming van de betrokkene.

Initial Coin Offerings (ICO's): crowdfunding 2.0?

mr. J. Baukema¹

In navolging van de opkomst van virtuele valuta zoals Bitcoin is een trend waarneembaar dat bedrijven proberen (start)kapitaal aan te trekken door de uitgifte van zelf gecreëerde, op blockchaintechnologie gebaseerde, 'virtuele tokens'. Deze nieuwe vorm van crowdfunding vindt plaats via zogenaamde *Initial Coin Offerings* (hierna: ICO's). Vanwege explosieve koersbewegingen staan ICO's volop in de aandacht van de media en toezichthouders. In deze bijdrage bespreekt de auteur de ICO als (potentieel) instrument om via crowdfunding financiering op te halen. Na een inleiding over blockchaintechnologie en ICO's gaat de auteur in op toezichtrechtelijke aspecten die aan een ICO kunnen kleven.

1. Inleiding

Blockchain is hot. Vrijwel iedere grote 'corporate' heeft momenteel naar eigen zeggen wel één of meerdere projecten lopen waarmee, al dan niet in samenwerking met ketenpartners of branchegenoten, de toepassing van blockchain of een andere *distributed ledger*-technologie in de praktijk wordt getest.² Doel daarbij is veelal te komen tot optimalisatie van bestaande bedrijfsprocessen en/of het creëren van nieuwe business cases. Tot op heden is het aantal blockchainprojecten dat tot concrete, voor de markt beschikbare, producten heeft geleid echter (zeer) beperkt. Soms komt dat door juridische obstakels die voortvloeien uit bestaande wet- en regelgeving, zoals het privacyrecht.³ In een aantal andere gevallen blijkt gebruik van blockchaintechnologie toch niet noodzakelijk om het gewenste eindresultaat te bereiken. Een voorbeeld van toepassing van *distributed ledger*-technologie vormt Bitcoin. De technologie is de 'motor' achter deze meest bekende (of beruchte?) en een aantal andere 'virtuele' valuta zoals *Ether*.⁴ In vervolg op de snelle opkomst van dergelijke 'munt'-eenheden of digitale *tokens* is in de afgelopen periode een trend waarneembaar dat bedrijven – veelal *startups* – proberen (start)kapitaal van het publiek aan te trekken door de uitgifte

van zelf gecreëerde, op blockchaintechnologie gebaseerde, tokens. Dit via zogenaamde *Initial Coin Offerings* (hierna: ICO's). Een naam die vanwege de kenmerken van sommige ICO's is afgeleid van het begrip *Initial Public Offering* (IPO). Mede door explosieve koersbewegingen van bepaalde tokens houden ICO's de (toezichtrechtelijke) gemoederen inmiddels flink bezig. In de media maar ook daarbuiten wordt aan ICO's volop aandacht besteed. In deze bijdrage wordt op de ICO nader ingegaan. Is, zoals in de media wel wordt geschetst, inderdaad sprake van crowdfunding 2.0?

Voor het antwoord op deze vraag start paragraaf 2 hierna met een beschrijving van *distributed ledger*-technologie. In dat kader wordt ook ingegaan op Bitcoin als voorbeeld van een concrete toepassing van de techniek. Paragraaf 3 bespreekt vervolgens de ICO en de belangrijkste typen daarvan, in paragraaf 4 gevolgd door een overzicht van standpunten die een aantal (internationale) financieeltoezichthouders inmiddels ten aanzien van ICO's hebben ingenomen. Paragraaf 5 geeft – zonder daarmee uitputtend te willen zijn – een financieelrechtelijke analyse van de ICO en de in dat kader uitgegeven tokens. Deze bijdrage sluit in paragraaf 6 af met een afronding waarin een visie wordt gegeven op de ICO als crowdfundingmiddel van de toekomst.⁵

2. Distributed ledger technologie

2.1. Beschrijving

Distributed ledgers zijn in essentie gezamenlijke digitale registers waarin data (of transacties) kunnen worden opgenomen en opgeslagen. Deze

1. Mr. J. Baukema is advocaat bij Van Doorne N.V. te Amsterdam.
2. Een voorbeeld hiervan vormt 'Torch', een blockchain experiment geïnitieerd door ABN AMRO Bank N.V. dat is gericht op de commercieel-vastgoedsector. Zie: www.abnamro.com/nl/newsroom/blogs/merijn-zaat/2017/torch-schijnt-nieuw-licht-op-commercieel-vastgoed-sector.html.
3. Zie hierover nader: V.I. Laan, 'Privacy en blockchain: wanneer is er voor wie privacywerk aan de winkel?', *IR* 2017, nr. 1.
4. De 'Ether' is de cryptovaluta gebaseerd op het blockchain-netwerk genaamd 'Ethereum'. Zie ook paragraaf 2.2 en noot 10 hierna.

5. Deze bijdrage is afgerond op 28 februari 2018. Vanwege de snelle ontwikkelingen rond ICO's kan deze bijdrage ten tijde van publicatie op punten onvolledig zijn.

registers of *ledgers* zijn te vergelijken met een digitale grootboekhouding waarin verrichte transacties worden geregistreerd. Dit grootboek wordt onderhouden en bijgewerkt via een zogenaamd decentraal gedistribueerd netwerk dat is gebaseerd of kan zijn op *peer-to-peer* (hierna: P2P) technologie. Dat betekent dat het netwerk wordt gevormd door alle verschillende gebruikers – in het geval van blockchain ook wel *nodes* genoemd – gezamenlijk.⁶ Aangesloten partijen zijn aldus in staat data met elkaar te delen, zonder tussenkomst van een gecentraliseerde (derde) partij. Bijkomend voordeel hiervan is ook dat het netwerk vrijwel niet plat te leggen is. Dat kan namelijk alleen door alle nodes (gelijktijdig) uit te schakelen. Iedere deelnemer of node aan het netwerk beschikt verder in principe over een eigen digitale kopie van het gezamenlijke grootboek. Wanneer een wijziging in dit grootboek wordt gemaakt, dan wordt deze aanpassing overgenomen in alle andere kopieën. Een belangrijke consequentie hiervan is dat alle aangesloten partijen steeds beschikken over dezelfde set (historische) data (of transacties). Voorwaarde voor het aanbrenge van wijzigingen is dat daarover vooraf tussen (de systemen van) de gezamenlijke gebruikers overeenstemming is bereikt. Of hiervan sprake is, wordt bepaald aan de hand van een zogenaamd *consensus*-algoritme. Simpel gezegd komt dit erop neer dat wordt vastgesteld of de voorgestelde mutatie plaatsvindt in overeenstemming met de binnen het netwerk geldende digitale standaardcontroles en spelregels, ook wel het (*consensus*-)protocol genoemd.⁷ Een dergelijke controle is bijvoorbeeld ‘wordt de wijziging aangebracht door de partij waarvan is vastgelegd dat die het recht heeft om een dergelijke mutatie uit te voeren’?⁸ Doordat aanpassingen alleen worden doorgevoerd indien deze in overeenstemming zijn met het protocol, ontstaat één gedeelde en gevalideerde ‘bron van waarheid’, ook wel aangeduid als een *single source of truth*, waarvan het in beginsel niet noodzakelijk is dat een onafhankelijke derde partij de betrouwbaarheid daarvan garandeert en/of controleert.⁹

6. Het is ook mogelijk toegang tot het blockchainnetwerk te krijgen zonder als node te fungeren.
7. In het geval van bitcoin gebeurt dit door zogenaamde ‘miners’ die rekenkracht van hun systemen aan het netwerk ter beschikking stellen (in ruil voor de kans daarvoor bitcoins te ontvangen) om te komen tot een valide uitkomst op een ingewikkelde rekenom, het zogenaamde *proof-of-work* mechanisme. Er bestaan overigens verschillende consensusmechanismen. Deze kunnen dus per blockchain verschillen. Zie hierover nader: p. 15-16 van het in 2017 door de Dutch Blockchain Coalition opgestelde rapport over smart contracts getiteld ‘*Smart contracts als specifieke toepassing van blockchaintechnologie*’ (hierna: SC Rapport). Het SC Rapport kan worden geraadpleegd via www.dutchblockchaincoalition.org.
8. Zie nader: SC Rapport, p. 12.
9. Het gebruik van distributed ledger-technologie voorkomt evenwel niet dat een partij, die daar ingevolge de gezamenlijke spelregels toe bevoegd is, (al dan niet

Om daadwerkelijk mutaties in de digitale grootboekhouding te kunnen doorvoeren heeft de digitale database een bepaalde structuur, namelijk die van (data)blokken. In plaats van het verwerken van mutaties op volgorde van binnenkomst, worden data (of transacties) in principe gebundeld en verzameld in één datablok. Daarnaast bevat ieder datablok ook een aantal overige gegevens, zoals informatie over de volgorde van voorgaande blokken. Dit beoogt dubbele blokken en conflicten in het grootboek te vermijden. Nadat ten aanzien van de inhoud van een datablok is vastgesteld dat deze in overeenstemming is met het protocol, wordt dit blok automatisch achter alle voorgaande blokken ‘geregen’. Aldus ontstaat een ketting van gevalideerde datablokken, hetgeen de naam ‘blockchain’ verklaard. Het aanbrenge van wijzigingen in het digitale grootboek is alleen mogelijk door het toevoegen van een nieuw datablok. Dit zorgt er voor dat achteraf geen aanpassingen kunnen plaatsvinden (integriteit) en dat niemand kan claimen dat een bepaalde gevalideerde transactie niet heeft plaatsgevonden (onweerlegbaarheid).

2.2. Typen blockchains

Er vallen grofweg drie typen distributed ledger-technologie of blockchains te onderscheiden. Dit zijn publieke, hybride en private blockchains. De publieke blockchain is wellicht de meest bekende versie. Een publieke of *permissionless* blockchain kenmerkt zich door het feit dat in principe iedereen die dat wil (anoniem) aan het netwerk kan deelnemen en transacties kan uitvoeren,¹⁰ bijvoorbeeld via een *app* of via het internet. Bekende vormen van publieke blockchains zijn Bitcoin en Ethereum.¹¹

In het geval van een hybride of *permissioned* blockchain gaat het om een gesloten blockchainnetwerk. Binnen dit netwerk werken de diverse aangesloten partijen door middel van blockchaintechnologie samen met als doel het delen van (onderling) gevalideerde data en transacties, bijvoorbeeld ten aanzien van het gerechtigd zijn tot activa. Voor toetreding tot het netwerk is goedkeuring van één of meer van de aangesloten partijen noodzakelijk. Daarnaast kan de omvang van rechten die een individuele gebruiker van het netwerk toekomt, bijvoorbeeld lees- en schrijfrechten, of het recht tot het veranderen van de spelregels, per gebruiker verschillen. Ook is het bijvoorbeeld mogelijk dat gebruik wordt gemaakt van een alternatief – zelf

- per ongeluk) foutieve data in het systeem invoert. Zolang een dergelijke fout niet wordt gecorrigeerd via een nieuwe invoer door deze partij, zal de foutieve invoer als (gevalideerde) basis dienen waarop alle partijen handelen.
10. Zie echter noot 5.
11. Zie voor meer informatie over Ethereum: www.ethereum.org.

ontworpen – consensusprotocol om (voorgestelde) mutaties in data te valideren. Voorgaande maakt het mogelijk één of meerdere partijen de feitelijke zeggenschap te geven over het netwerk. Aldus worden zogenaamde *super users* gecreëerd. Permissioned blockchains zijn flexibel qua inzet en gebruik omdat zij zelf te programmeren zijn. Daarnaast kan via een permissioned blockchain worden gewerkt met een besloten groep van (vooraf geïdentificeerde) gebruikers. Mede hierdoor zijn dergelijke blockchains populair onder consortia van grote financiële instellingen zoals banken en verzekeraars. Voorbeelden van door hen geïnitieerde blockchains zijn 'B3i' (verzekeraars) en 'R3' (banken).¹²

In het geval van een (volledig) private blockchain is slechts één onderneming binnen het netwerk in staat om data en de spelregels te wijzigen. De overige aangesloten partijen hebben uitsluitend leesrechten. De omvang van deze leesrechten kan per partij ook weer verschillen. Een (volledig) private blockchain kan bijvoorbeeld worden gebuikt binnen een onderneming waarbij informatie moet worden gedeeld tussen afdelingen of vestigingen, met de zekerheid dat de data kunnen worden vertrouwd doordat die gegevens niet door die partijen kunnen worden aangepast.¹³

2.3. Bitcoin

Bitcoin is wellicht de meest bekende toepassing van (permissionless) blockchain techniek in de praktijk.¹⁴ Bitcoin is een zogenaamde *cryptovaluta*, een virtuele 'munt'-eenheid gebaseerd op cryptografie (versleuteling). Iedere bitcoin wordt daarbij vertegenwoordigd door een unieke, digitaal versleutelde code van cijfers en getallen. Een transactie met een bitcoin wordt automatisch opgeslagen in een collectief grootboek (zie hiervoor) van alle transacties met bitcoins – waaronder de bitcoin in kwestie – uit het verleden. Dit grootboek is opgeslagen in het P2P blockchainnetwerk dat wordt gevormd door de computers van alle Bitcoin gebruikers gezamenlijk. Dit stelt hen in staat rechtstreeks informatie met elkaar uit te wisselen – transacties met bitcoins te verrichten – zonder gebruikmaking van een centrale 'hub' zoals een bank of clearinginstelling. Door het gezamenlijk gevalideerde grootboek is het daarnaast altijd duidelijk wie op welk moment rechthebbende is op een bitcoin. Voorafgaand aan iedere transactie met een bitcoin vindt verificatie met het grootboek plaats. Het kopiëren van een reeds gebruikte bitcoin om daarmee een tweede betaling te

initiëren, is zinloos. Na een eerste transactie zijn in het grootboek namelijk ook de gegevens van de nieuwe rechthebbende (althans zijn of haar 'blockchainadres') op die bitcoin opgeslagen. Het netwerk zal een tweede transactie met een (gekopieerde) bitcoin door de oude rechthebbende, die via verificatie met het bitcoin grootboek als zodanig wordt geïdentificeerd, weigeren omdat daarover binnen het netwerk geen consensus (zie hiervoor) zal worden bereikt nu deze transactie in strijd is met de spelregels.

3. Initial Coin Offering (ICO)

3.1. Beschrijving

Het fenomeen *Initial Coin Offering* (ICO) of *token sale* borduurt voort op de opkomst in de afgelopen jaren van blockchaintechniek in het algemeen en virtuele valuta zoals Bitcoin en Ether in het bijzonder. In het geval van een ICO wordt distributed ledger-techniek ingezet als middel om bij het publiek geld op te halen (crowdfunding), bijvoorbeeld ter financiering van bepaalde nieuwe projecten, activa en/of een gehele onderneming. Daarbij worden de gevraagde gelden verkregen door uitgifte van een eigen 'gecreëerde' cryptomunt of *token*. De systematiek hiervan is in principe gelijk aan bijvoorbeeld Bitcoin (zie hiervoor). Een belangrijk verschil tussen een ICO en Bitcoin is evenwel dat in het geval van een ICO wél een uitgevende derde partij bestaat,¹⁵ en dat die partij doorgaans voor de investeerder een bepaald recht op een tegenprestatie van haarzelf aan de token verbindt. Die prestatie verschilt van geval tot geval. Dat geldt ook voor het (maximaal) aantal uit te geven tokens en de uitgifteprijs van die tokens. Door het digitale karakter van de ICO zijn de kosten die gepaard gaan met een ICO bovendien over het algemeen veel lager dan de kosten van reguliere crowdfundingmethodes. Door het digitale karakter zijn ICO's bovendien grensoverschrijdend en kan vrijwel iedereen die beschikt over een internetaansluiting en de benodigde software – een digitale portemonnee of *wallet* – hieraan deelnemen. In veel gevallen moet daarbij overigens nog een tussenstap worden genomen. De investeerder dient eerst zelf reguliere valuta om te wisselen voor virtuele valuta's, welke vervolgens moeten worden gebruikt ter betaling van de aangekochte tokens (waarover later meer).

15. Het is echter ook mogelijk dat de tokens worden uitgegeven door een virtuele organisatie. Een dergelijke organisatie is uitsluitend vastgelegd in computertaal en wordt geheel automatisch uitgevoerd via blockchain of andere distributed ledger technologie. Dit door toepassing van zogenaamde *smart contracts*. Een voorbeeld van een dergelijke virtuele organisatie is de DAO, de *decentralized autonomous organization*. Zie hierover nader: www.coindesk.com/information/what-is-a-dao-ethereum/. Op voornoemde optie wordt in deze bijdrage verder niet ingegaan.

12. Zie nader: www.b3i.tech/home.html (B3i) en www.r3.com (R3).

13. Zie nader: www.cryptostart.nl.

14. Zie voor meer informatie over (toezichtrechtelijke) aspecten van Bitcoin: J. Baukema, 'Bitcoin: een (ongereguleerd) betaalmiddel van de toekomst?', *FR* 2013, nr. 12 en J. Baukema, 'Virtuele valuta: (toezichtrechtelijke) stand van zaken', *FR* 2014, nr. 9.

ICO's worden online aangekondigd, bijvoorbeeld via een speciale website of sociale media. In het kader van een dergelijke aankondiging wordt vaak gebruik gemaakt van een zogenaamd *whitepaper*, een soort ICO 'prospectus' waarin belangrijke eigenschappen van de tokens in kwestie en aan die tokens verbonden 'rechten' zijn opgenomen. Daarnaast kan het *whitepaper* informatie bevatten over de uitgevende partij, eventuele ingeschakelde adviseurs en uitleg bevatten over de producten of diensten die zullen worden ontwikkeld met de opgehaalde gelden. Het *whitepaper* bevat verder vaak gegevens over de te verwachten omzet en het verwachte rendement. In veel gevallen zijn *whitepapers* overigens erg rooskleurig opgesteld en is de daarin opgenomen informatie niet of nauwelijks verifieerbaar voor (potentiële) investeerders.

Nadat tokens via een ICO zijn uitgegeven kunnen deze door de houders eventueel ook aan derden worden doorverkocht. Daarvoor worden de tokens doorgaans *gelist* op online handelsplatformen of zogenaamde token *exchanges*. Vaak vormt de online verhandeling de eigenlijke reden voor partijen om 'in te stappen' in een ICO. De tokens worden dan gekocht met het oog op een te verwachten waardeontwikkeling op basis van speculatie of marktontwikkelingen, al dan niet op (zeer) korte termijn. Er bestaan op dit moment meer dan 1.000 verschillende tokens.¹⁶ Volgens diverse berichtgeving zou in 2017 voor een bedrag van circa 4 miljard US dollar via ICO's zijn opgehaald uit de markt.¹⁷ Het is de verwachting dat dit in 2018 sterk zal stijgen.

3.2. Typen ICO's

ICO's verschillen sterk in opzet.¹⁸ Dat komt met name door de flexibiliteit in eigenschappen en functies van de uit te geven tokens. Zogenaamde *utility tokens* geven de houder het recht om in de toekomst van de uitgever bepaalde producten te kopen of (online) diensten af te nemen. Ook is het mogelijk dat tokens exclusief toegang verschaffen tot een bepaald online platform of een website. Verder is het vaak zo dat de ontwikkeling van de in het vooruitzicht gestelde producten of diensten wordt gefinancierd vanuit de via de ICO op te halen gelden. Soms is het daarbij de bedoeling dat die producten of diensten in een later stadium ook via reguliere wijze aan de man worden gebracht. Voordeel voor de houder van de token is dat deze een lagere prijs betaalt dan de toekomstige

marktprijs. Een *utility token* kan vanwege dergelijke kenmerken ook wel worden beschouwd als een digitale (kortings)coupon of toegangspas. In de markt wordt de uitgifte van *utility tokens*, in afwijking van de term ICO, ook wel aangeduid met de term *token generation event* (TGE) of *token distribution event* (TDE).

Naast *utility tokens* bestaan ook zogenaamde *equity* of *security* tokens. Deze digitale eenheden geven de houders daarvan bepaalde rechten jegens de uitgevende onderneming, bijvoorbeeld een aanspraak op (eventuele) toekomstige winsten of een (eventueel) surplus dat resteert na liquidatie van de onderneming in kwestie. Zo bestaan er tokens waarvan de houders wekelijks, maandelijks of op jaarlijkse basis een (digitaal) 'dividend' krijgen – al dan niet uit te keren in virtuele valuta of in nieuw uit te geven tokens – dat afhankelijk is van de prestaties van de uitgevende partij of van een aan de token gekoppeld project.

4. Toezichthouders

De snelle opkomst van blockchain in het algemeen en het ICO's in het bijzonder heeft ertoe geleid dat (internationale) financieeltoezichthouders zich daar in toenemende mate publiekelijk over uitlaten.¹⁹ Een van de belangrijkste redenen hiervoor is waarschijnlijk dat consumenten op grote schaal en zonder zich van de risico's te vergewissen lijken in te stappen in ICO's. Dit vanwege grote koersstijgingen van bepaalde tokens in korte tijd. Sinds enige tijd volgen uitlatingen en openbare waarschuwingen aan de markt van de hiervoor bedoelde partijen ten aanzien van ICO's elkaar in hoog tempo op. Hieronder volgt een overzicht van een aantal hiervan.²⁰

4.1. ESMA

Op 13 november 2017 heeft de Europese autoriteit voor de effectenmarkten, de *European Securities and Markets Authorities* (hierna: ESMA), via haar website twee statements uitgevaardigd met betrekking tot ICO's. Het eerste statement is gericht aan (potentiële) investeerders in ICO's.²¹ Met het tweede statement richt ESMA zich tot ondernemingen die zich rechtstreeks bezig houden met ICO's of die daaraan gerelateerde activiteiten verrichten.²² Beide waarschuwingen van EMSA geven goed weer waar bij ICO's de (financieelrechtelijke) pijnpunten liggen.

16. Zie voor een (niet uitputtend) overzicht: www.coin-marketcap.com.

17. Zie nader: www.coindesk.com/ico-tracker/.

18. De opsomming in deze alinea geeft een weergave van de belangrijkste typen ICO's. Er zijn vele andere verschijningsvormen (denkbaar). Zo bestaan bijvoorbeeld ook *commodity tokens*, dat zijn tokens die zijn gekoppeld aan bepaalde activa zoals goud of reguliere valuta.

19. Naar aanleiding van de ICO waarschuwing door de AFM zijn ook Kamervragen gesteld over ICO's aan de minister van Financiën. Zie: *Aanhangsel Handelingen II*, 2017/18, nr. 793.

20. Zie noot 3 hiervoor.

21. Zie nader: www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-829_ico_statement_investors.pdf.

22. Zie nader: www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-828_ico_statement_firms.pdf.

ESMA waarschuwt (potentiële) investeerders in ICO's in algemene zin dat ICO's extreem risicovol zijn en dat zij een hoog speculatief karakter in zich dragen. ESMA noemt daarbij een aantal specifieke risico's waaraan investeerders in ICO's zich door hun investeringen blootstellen. Zo signaleert ESMA als eerste het risico dat, afhankelijk van de wijze van structurering, een ICO buiten de reikwijdte van financieel toezicht kan vallen (zie ook hierna). Hierdoor kunnen ICO's worden gebruikt ter financiering van illegale of frauduleuze activiteiten of voor het witwassen van gelden. EMSA geeft hierbij aan dat een investeerder in een dergelijk geval niet de wettelijke bescherming toekomt die investeerders in gereguleerde financiële producten wel genieten. Verder noemt EMSA het volgens haar hoge risico op verlies van inleg van geïnvesteerde gelden. Hiervoor kwam al aan de orde dat de meerderheid van de ICO's wordt geïnitieerd door startende ondernemingen. Dergelijke ondernemingen of *startups* hebben over het algemeen een substantieel risico op falen. ESMA wijst er daarom op dat veel tokens die door startups worden uitgegeven geen intrinsieke waarde hebben anders dan de mogelijkheid om deze in de toekomst te gebruiken als 'ruilmiddel' of 'voucher' voor door de uitgevende onderneming te ontwikkelen diensten of producten (de zogenaamde *utility tokens*, zie ook hiervoor). Er is in dat geval echter geen garantie dat de in het vooruitzicht gestelde diensten of producten ook daadwerkelijk succesvol zullen worden ontwikkeld of beschikbaar komen. Volgens ESMA is het eventuele voordeel voor investeerders van dergelijke ICO's, er vanuit gaande dat deze uiteindelijk succesvol zijn, erg laag afgezet tegen het door een belegger in te leggen kapitaal. Ook wijst ESMA op het risico dat investeerders in ICO's, nadat zij hun investeringen hebben gedaan en over de *tokens* kunnen beschikken, uiteindelijk niet in staat zijn 'uit te stappen' door die tokens (door) te verkopen of om te wisselen voor reguliere valuta zoals euro's, of dat de in het vooruitzicht gestelde tegenprestatie uitblijft. Niet alle tokens worden bovendien verhandeld op (online) handelsplatforms of token *exchanges*, waardoor de marktwerking beperkt kan zijn. Gevolg hiervan is ook dat de prijs (de koers) van de tokens onderhevig kan zijn aan extreme volatiliteit. Daarnaast is een deel van de hiervoor bedoelde handelsplatformen en *exchanges* zelf (ook) ongereguleerd (waarover hierna meer), hetgeen een aanvullend risico op koersmanipulatie en andere strafbare activiteiten kan opleveren. EMSA wijst ook op het risico van inadequate informatieverschaffing over de ICO aan (potentiële) beleggers. De voor een ICO veel gebruikte *whitepapers* (zie ook hiervoor) zijn doorgaans niet onderhevig aan controle door onafhankelijke derde partijen. Mede daardoor bestaat het risico dat dergelijke informatiememoranda incompleet, ongenueanceerd of zelfs misleidend kunnen zijn. Tot slot benadrukt EMSA dat de blockchaintechniek die als basis dient voor ICO's in de praktijk nog slechts beperkt 'getest' is. Als gevolg hiervan zouden beleggers de toegang tot (en daarmee beschikking

over) hun tokens kunnen verliezen. Ook is het mogelijk dat tokens worden gestolen, bijvoorbeeld via een *hack* van het systeem.

Het ESMA-statement voor ondernemingen die een ICO's willen doen of daaraan verwante activiteiten verrichten, gaat met name in op het financieelrechtelijke aspect van ICO's. In algemene zin merkt EMSA hierover op dat dergelijke ondernemingen, voordat zij aanvangen met hun activiteiten, goed moeten nagaan of die werkzaamheden als gereguleerde activiteiten kwalificeren. ESMA geeft daarbij aan dat ICO's, afhankelijk van de wijze waarop zij zijn gestructureerd, onder financiële toezichtwetgeving kunnen vallen. Dat is met name het geval indien bepaalde tokens als *financiële instrumenten* kwalificeren. In een dergelijke situatie is het waarschijnlijk dat betrokken ondernemingen gereguleerde activiteiten verrichten waarvoor op grond van nationale wetgeving een vergunning kan zijn vereist.

4.2. AFM en DNB

In navolging van ESMA heeft de Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM) via nieuwsberichten en op haar website aandacht besteed aan ICO's.²³ De berichtgeving van de AFM vertoont inhoudelijk grote gelijkenis met die van ESMA. Gelijk EMSA is ook de AFM van oordeel dat ICO's grote risico's voor investeerders met zich brengen. De AFM verwijst ter illustratie naar de ICO's van *REcoin Group Foundation* en *DRC World*. De Amerikaanse *Securities & Exchange Commission* (SEC) heeft deze twee aanbieders van ICO's medio 2017 aangeklaagd omdat zij onder andere valse en misleidende informatie zouden hebben verstrekt aan (potentiële) investeerders.²⁴ Beide partijen hadden hoge rendementen beloofd uit de door hen te verrichten activiteiten (onroerend goed en diamanten). In werkelijkheid bleken zij echter geen van die activiteiten daadwerkelijk te verrichten. De huidige hype rondom ICO's kan investeerders volgens de AFM verblinden voor dergelijke risico's. Daarnaast vormt die hype een ideale voedingsbodem voor oplichters om in te spelen op de angst van investeerders om 'de boot te missen'. De AFM acht de risico's van ICO's vergelijkbaar met de risico's die kleven aan virtuele valuta zoals Bitcoin.²⁵ Daarbij wordt benadrukt dat de risico's bij ICO's zelfs nog groter zijn door het gemak waarmee ICO-aanbieders in korte tijd veel geld kunnen ophalen. Dit maakt dat de AFM consumenten op dit moment in het geheel afraadt om te investeren in ICO's. Wat dat betreft is de AFM in haar

23. Zie nader: www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/nov/risico-ico en www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/ico.

24. Zie nader: www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0.

25. Zie nader: www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2017/juni/virtuele-valuta.

berichtgeving dus stelliger dan ESMA. Dat geldt ook met betrekking tot eerdere waarschuwingen van de AFM ten aanzien van virtuele valuta zoals Bitcoin, en waarin potentiële kopers nog (slechts) werd geadviseerd zich eerst goed te verdiepen in de risico's alvorens tot aankoop over te gaan.

In aanvulling op de AFM heeft De Nederlandsche Bank N.V. (hierna: DNB) banken en andere financiële ondernemingen inmiddels ook door middel van een nieuwsbericht gewaarschuwd voor de financieel-economische criminaliteitsrisico's die zich kunnen manifesteren wanneer zij betrokken zijn bij ICO's en de handel in de daarbij uitgegeven tokens.²⁶ DNB benadrukt dat het risico bestaat betrokken te raken bij manipulatie, witwaspraktijken, terrorismefinanciering of andere strafbare of frauduleuze praktijken. Dit kan leiden tot aansprakelijkheidsrisico's, wetsovertredingen en reputatieschade voor ondernemingen en banken waardoor het vertrouwen in en de soliditeit en integriteit van de onderneming kan worden geschaad. DNB benadrukt daarom dat financiële ondernemingen die zich inlaten met ICO's of de handel in tokens afdoende maatregelen zullen moeten treffen om de daarmee gepaard gaande risico's adequaat te beheersen, en die beheersing overtuigend aan DNB moeten kunnen aantonen.²⁷

4.3. Andere buitenlandse toezichthouders

Naast de AFM hebben ook andere nationale (buitenlandse) toezichthouders inmiddels statements en waarschuwingen uitgevaardigd ten aanzien van ICO's. Bekende voorbeelden hiervan zijn de berichtgeving door de Engelse *Financial Conduct Authority* (FCA),²⁸ de Duitse *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin),²⁹ de *Securities & Futures Commission* (SFC) van Hong Kong en niet in de laatste plaats de *National Internet Finance Association of China* (NIFA), een toezichthoudend orgaan op het gebied van financiering via het internet en dat is opgericht door de People's Bank of China in samenwerking met een aantal Chinese overheidsinstanties.³⁰ Dit orgaan heeft ICO's

inmiddels zelfs bestempeld als illegaal en disruptief ten aanzien van de financiële stabiliteit. Als gevolg hiervan zijn ICO's sinds enige tijd verboden in China en is een aantal ICO handelsplatformen op last van de overheid gesloten. De rode lijn in de berichtgeving van de voornoemde toezichthouders is verder hoofdzakelijk gelijk aan de inhoud van de hiervoor aangehaalde uitlatingen door ESMA en de AFM.

5. Financieelrechtelijk kader

5.1. Inleiding en voorvraag

In de vorige paragrafen is reeds kort aandacht besteed aan financieelrechtelijke aspecten die mogelijk kleven aan ICO's en daaraan gerelateerde activiteiten. In deze paragraaf wordt hier uitgebreider bij stilgestaan. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen financiële toezichtwetgeving die van toepassing kan zijn voor partijen die via een ICO kapitaal ophalen enerzijds en anderzijds partijen die de verhandeling van de in het kader van de ICO uitgegeven tokens faciliteren door exploitatie van een online handelsplatform of *exchange*.³¹ Een interessante vraag die in beide gevallen als eerste opkomt is of het voor de toezichtrechtelijke kwalificatie van tokens verschil maakt of die eenheden dienen te worden aangekocht met, en te worden 'afgewikkeld' in, reguliere valuta zoals euro's, dan wel dat dit uitsluitend kan plaatsvinden met en/of in een virtuele valuta zoals Bitcoin. Een aantal in dit kader relevante Wft-definities (zie ook de paragrafen hierna) vereist namelijk dat sprake is van gevraagde of verkregen 'gelden' of dat 'in geld' wordt afgewikkeld.³² Virtuele valuta vallen hier strikt genomen buiten; zij kwalificeren niet als *geldmiddelen* in de zin van art. 1:1 Wft. Daaronder vallen op grond van de Wft uitsluitend chartaal geld, giraal geld of elektronisch geld. Daarnaast kwalificeren virtuele valuta-eenheden of tokens op het eerste gezicht ook niet op een andere grond als *geld*. Noodzakelijk vereiste daarvoor lijkt dat het in ieder geval moet gaan om 'gangbaar geld' als bedoeld in art. 6:122 BW. Daarvan is in het geval van virtuele valuta (nog) geen sprake. Het

26. Zie nader: www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/nieuws-2017/dnb365473.jsp.

27. De AFM en DNB hebben hun in deze bijdrage genoemde standpunten ten aanzien van virtuele valuta's en ICO's nogmaals voor het voetlicht gebracht tijdens een hoorzitting in de Tweede Kamer op 24 januari 2018. Aan dit gesprek namen ook een aantal andere relevante stakeholders deel, waaronder beleggersvereniging VEB, de Autoriteit Consument & Markt (hierna: ACM). De *position papers* waarin deelnemende partijen hun standpunten naar voren hebben gebracht kunnen worden geraadpleegd via: www.tweedekamer.nl (zoek op: *cryptocurrencies*).

28. Zie nader: www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings.

29. Zie nader: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1711_ICO.html.

30. Zie nader: www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-initial-coin-offerings.html (SFC statement) en www.nifa.org.cn/nifaen/2955875/2955895/2970216/index.html (NIFA statement).

31. Omdat ICO's vrijwel altijd grensoverschrijdend zijn, is het noodzakelijk dat per jurisdictie waar wordt aangeboden, wordt beoordeeld of de desbetreffende aanbieding van tokens valt onder de reikwijdte van lokale financiële toezichtwetgeving. Dit leidt er onder andere toe dat beleidsvorming door toezichthouders ten aanzien van ICO's (en virtuele valuta) op Europees niveau (en daar waar mogelijk internationaal niveau) zal moeten plaatsvinden.

32. Vlg. de definities van *effect* (onderdeel c.), *beleggingsfonds*, *beleggingsmaatschappij* en *opvorderbare gelden* in art. 1:1 Wft.

lijkt erop dat voorgaande 'lijn' in de praktijk ook daadwerkelijk door partijen wordt gebruikt om te beargumenteren dat bepaalde, met virtuele valuta of ICO's verband houdende activiteiten, niet onder financieel toezicht vallen. De toezichthouders hebben zich ten aanzien van dit specifieke punt naar mijn weten nog niet publiekelijk uitgelaten, maar het valt niet uit te sluiten dat zij door dergelijke redeneringen en constructies heen zullen kijken. Dat is met name voorstelbaar indien de betreffende onderneming ook de aankoop (met geld) faciliteert van de virtuele valuta die nodig is om de tokens te kunnen kopen en er dus eigenlijk sprake is van één transactie.³³

5.2. ICO aanbieders

Voor wat betreft de aanbieders van ICO's is het afhankelijk van de (juridische) kenmerken van de tokens in kwestie of deze onder de reikwijdte van de Wft vallen. Hiervoor kwam al aan de orde dat een deel van de ICO's op een zodanige wijze is gestructureerd dat de houders van de tokens alleen aanspraak kunnen maken op een (toekomstig) product of een (toekomstige) dienst van de uitgever. In het geval van dergelijke *utility tokens* zal juridisch gezien doorgaans alleen sprake zijn van een (vooruitbetaalde) kooptransactie of een (vooruitbetaald) recht jegens de aanbieder op een nog te verrichten dienst. Een dergelijke token zal daarom in beginsel niet onder reikwijdte van de Wft vallen.

Onder omstandigheden is het overigens wel denkbaar dat via een dergelijke utility token (of een ander type token) *opvorderbare gelden* in de zin van art. 1:1 Wft worden aangetrokken. Dat zou het geval kunnen zijn indien de uitgegeven tokens moeten worden aangekocht met reguliere valuta (zie de vorige paragraaf) en de uitgever zich jegens zijn 'investeerders' heeft verplicht die gelden terug te betalen zodra duidelijk is dat een bepaald in het vooruitzicht gesteld doel zoals een minimum aantal verkochte tokens of een bepaald drempelbedrag niet is behaald. Een dergelijke constructie is binnen de crowdfunding-wereld niet ongebruikelijk. Indien in dit geval sprake is van het aantrekken van opvorderbare gelden, geldt voor de aanbieder van de ICO in principe het 'kale' verbod

van art. 3:5 Wft, tenzij deze aanbieder bijvoorbeeld een beroep kan doen op een uitzondering op of vrijstelling of ontheffing van dat verbod dan wel indien, in het kort, voor meer dan EUR 100.000 ineens per investeerder wordt aangetrokken (hetgeen doorgaans niet het geval zal zijn).³⁴

Voor de toezichtrechtelijke kwalificatie van *equity* of *security* tokens dient in de eerste plaats te worden beoordeeld of de eenheden kwalificeren als *effecten* in de zin van art. 1:1 Wft. Op grond van de wet is daarvoor vereist dat sprake is van verhandelbaarheid. Verhandelbaarheid vereist volgens de wetsgeschiedenis overdraagbaarheid aan derden. Daarbij is niet doorslaggevend dat in een concreet geval een markt aanwezig is. Een eigenschap waarvan een indicatie uitgaat dat sprake is van overdraagbaarheid, is de mate van standaardisatie. Naarmate die groter is, zal de mate van verhandelbaarheid doorgaans toenemen.³⁵ Uitwisselbaarheid is een ander aspect dat kleeft aan verhandelbaarheid. ICO-tokens zullen vrijwel altijd aan de hiervoor geschetste vereisten voldoen en derhalve als verhandelbaar kwalificeren. Het is immers de bedoeling dat de tokens via de blockchain kunnen worden overgedragen, al dan niet door gebruikmaking van een online handelsplatform of token *exchange*. Een en ander zal doorgaans ook het geval zijn indien de tokens uitsluitend aan de uitgevende partij kunnen worden terugverkocht en overdracht aan derden niet mogelijk is. In de praktijk hanteert de AFM namelijk een ruime, economische benadering van het begrip verhandelbaarheid.³⁶ Op grond hiervan is in een dergelijke situatie ook sprake van verhandelbaarheid, indien de token door de uitgever opnieuw wordt verkocht of indien deze wordt ingetrokken onder gelijktijdige uitgifte van een of meer soortgelijke tokens. Naast het vereiste van verhandelbaarheid moet de token ook voldoen aan één of meer van de overige in de definitie van effect opgenomen elementen. Daarvoor dient de token te kwalificeren als een aandeel of een ander daarmee gelijk te stellen waardebewijs of recht (zoals certificaten van aandelen of de hierna te bespreken (verhandelbare) rechten van deelneming in (een *closed-end*) beleggingsinstelling), een obligatie of een ander schuldinstrument of een waardebewijs waarmee een hiervoor genoemd effect door uitoefening van daaraan verbonden rechten of door conversie kan worden verworven of dat in geld wordt afgewikkeld (zoals converteerbare obligaties).³⁷ Het zal van de (juridische) kenmerken van de token in kwestie afhangen of hiervan sprake is. Ter zake

33. Vermeldingswaardig in dit kader is dat in het richtlijnvoorstel tot wijziging van de vierde anti-witwasrichtlijn door de Europese Commissie is voorgesteld om platformen voor het omwisselen van virtuele valuta (en zogenaamde *custodian wallet* providers; leveranciers van digitale portemonnees van waaruit transacties met virtuele valuta kunnen worden verricht) binnen de reikwijdte van de vierde anti-witwasrichtlijn te brengen. Op 15 december 2017 is overeenstemming bereikt over dit richtlijnvoorstel. Dit leidt ertoe dat de genoemde instellingen in de toekomst verplicht worden om zelf cliëntenonderzoek te verrichten en ongebruikelijke transacties te melden bij de Financial Intelligence Unit (FIU). Zie nader: *Kamerstukken II 2017/18*, 34 808, nr. 6, p. 27.

34. Vlg. art. 3 lid 2 Besluit definitiebepalingen Wft.

35. *Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, nr. 19, p. 367.

36. De AFM heeft in de Beleidsregel verhandelbaarheid beschreven in welke gevallen een waardebewijs of deelnemingsrecht naar haar oordeel al dan niet verhandelbaar is. Zie voor deze beleidsregel: *Strct.* 2011, 2643.

37. *Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, nr. 19, p. 366-367.

het element 'een met een aandeel gelijk te stellen waardebewijs' heeft de AFM in haar berichtgeving rond ICO's reeds aangegeven het onder andere van belang te achten of de tokenhouders participeren in het kapitaal van de onderneming, en daarvoor een vergoeding ontvangen. Die vergoeding moet samenhangen met het rendement dat met het geïnvesteerde kapitaal wordt behaald. Eventuele zeggenschapsrechten zijn naar het oordeel van de AFM in dit verband niet doorslaggevend.³⁸

In de praktijk zullen veel tokens op één of meerdere van de bovengenoemde gronden als effect in de zin van de Wft kwalificeren. In dat geval is voor de ICO in Nederland in beginsel een AFM-goedgekeurd prospectus vereist.³⁹ Dat is slechts anders wanneer ter zake de aanbieding een beroep kan worden gedaan op een ter zake geldende uitzondering of vrijstelling.⁴⁰ Dat is onder andere het geval indien de tokens slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger,⁴¹ of wanneer het een aanbieding betreft waarbij, in het kort, de totale tegenwaarde van de aanbieding minder dan € 5 miljoen bedraagt.⁴² Het is met name deze laatste vrijstellingsmogelijkheid waarvan ICO aanbieders in de praktijk gebruik zouden kunnen maken. Deze optie is aantrekkelijk omdat zij geen beperkingen stelt voor wat betreft de minimale tegenwaarde van de aan individuele investeerders uit te geven tokens.

De specifieke kenmerken van een *equity* of *security* token kunnen er ook toe leiden dat deze op grond van de Wft (tevens, zie hiervoor) moet worden gekwalificeerd als een *deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling*. Daarvoor is vereist dat via de ICO bij een reeks van beleggers kapitaal wordt opgehaald om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van die beleggers te beleggen.⁴³ Het opgehaalde kapitaal dient daarbij door de uitgever te worden *gepoold* met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten. Uit relevante richtsnoeren die ESMA in dit kader heeft uitgevaardigd, volgt dat het daarbij niet van belang is of de activiteit – in dit geval de ICO – slechts eenmalig, meerdere malen of op permanente basis plaatsvindt.⁴⁴ Voorts is niet relevant of de overdracht of toezegging van kapitaal door beleggers plaatsvindt in de vorm van een inbreng in contanten of in natura. Dat laatste betekent dat ICO's

waarbij tokens uitsluitend kunnen worden betaald met virtuele valuta ook onder de reikwijdte van de hiervoor genoemde definitie van deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling kunnen vallen (zie ook hiervoor). Om te komen tot de kwalificatie van deelnemingsrecht in een beleggingsinstelling is verder vereist dat de uitgevende onderneming een beleid heeft vastgesteld ten aanzien van de wijze waarop het in de onderneming gepoolde kapitaal dient te worden beheerd om gepoolde opbrengsten voor de beleggers te genereren bij wie dat kapitaal is opgehaald.⁴⁵ Een factor die erop kan wijzen dat hiervan sprake is, is onder meer de situatie dat sprake is van een vooraf bepaald en vastgelegd, voor beleggers bindend, beleggingsbeleid. Ook het feit dat het beleggingsbeleid is omschreven in een document waarnaar in het kader van de ICO wordt verwezen, vormt daarvoor een belangrijke aanwijzing. In het geval van een ICO zal doorgaans sprake zijn van een *whitepaper* dat in voorkomend geval een dergelijke functie ook daadwerkelijk heeft.

Indien tokens kwalificeren als deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling geldt op grond van art. 2:65 Wft dat de beheerder van de beleggingsinstelling een AFM vergunning nodig heeft voor het beheren daarvan of om de tokens aan te bieden aan beleggers in Nederland. Onder omstandigheden kan gebruik worden gemaakt van een uitzondering waardoor een dergelijke vergunning niet nodig is. Dit is onder andere het geval indien het totaal van de door de desbetreffende beheerder beheerde activa onder bepaalde drempelwaardes blijft, én de tokens slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per investeerder.⁴⁶ Wel is dan voorafgaande registratie bij de AFM vereist. Gelet op het hoge drempelbedrag zal deze uitzondering ICO-aanbieders in de praktijk weinig soelaas bieden omdat tokens over het algemeen voor (veel) lagere bedragen per investeerder op de markt worden gebracht. Opgemerkt zij verder dat de beheerder van een beleggingsinstelling ook onder de reikwijdte valt van de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Sanctiewet 1977.⁴⁷ Op grond van die wetten dient de onderneming in kwestie onder andere een cliëntenonderzoek te verrichten, ongebruikelijke transacties te melden en tegen sanctielijsten te screenen.

5.3. ICO-gerelateerde activiteiten

Afhankelijk van de financieelrechtelijke kwalificatie van de ICO, kunnen ook ondernemingen die activiteiten verrichten gerelateerd aan (al dan niet gereguleerde) ICO's onder de reikwijdte van financiële toezichtwetgeving vallen. Meest in het oog springende partijen zijn in dit kader de online

38. Vlg. de ICO-berichtgeving op de website van de AFM, zie noot 24 hiervoor.

39. Art. 5:2 Wft.

40. Vlg. o.a. art. 5:3 Wft en art. 53 Vrijstellingsregeling Wft.

41. Art. 5:3 lid 1, onderdeel c Wft.

42. Art. 5:3 lid 3 Vrijstellingsregeling Wft.

43. Art. 1:1 Wft jo. Art. 4, eerste lid, onderdeel a van Richtlijn 2011/61/EU (hierna: AIFMD).

44. Vlg. de ESMA richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, par. 12 e.v. (hierna: ESMA richtsnoeren). De ESMA richtsnoeren kunnen worden geraadpleegd via: www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_nl_cor.pdf.

45. Zie par. 20 e.v. ESMA richtsnoeren.

46. Art. 2:66a lid 1, aanhef en onderdeel b Wft.

47. Vlg. art. 1, aanhef en onderdeel 7 Wwft.

handelsplatformen of token *exchanges* die *listing* en verhandeling van tokens mogelijk maken. Indien de tokens kwalificeren als effecten en/of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling (zie hiervoor), is naar alle waarschijnlijkheid al snel sprake van het *verlenen van beleggingsdiensten* of het *verrichten van beleggingsactiviteiten*, waardoor het platform kwalificeert als een *beleggingsonderneming* in de zin van de Wft. In dat geval geldt als uitgangspunt dat een voorafgaande AFM-vergunning is vereist.⁴⁸ Van het verlenen van beleggingsdiensten zal onder andere sprake zijn wanneer het platform orders van klanten ter zake van de tokens doorgeeft en/of indien het platform investeerders adviseert over de aankoop van tokens. Van die laatste gereguleerde activiteit kan ook sprake zijn wanneer een partij optreedt als 'promotor' van een ICO. Voorts zal het handelsplatform vanwege het bijeen brengen van koop- en verkoopintenties kunnen kwalificeren als een *georganiseerde handelsfaciliteit* (OTF) waarvan de exploitatie een gereguleerde beleggingsactiviteit oplevert. Belangrijk aspect is verder dat (ook) een beleggingsonderneming valt onder de reikwijdte van de hiervoor aangehaalde verplichtingen uit de Wwft en Sanctiewet 1977.⁴⁹

Indien een ICO valt onder de reikwijdte van de regels ten aanzien van het aantrekken van opvorderbare gelden (zie hiervoor), zou verder ook sprake kunnen zijn van het 'bemiddelen' in opvorderbare gelden door het platform. Op grond van de Wft is dat in beginsel verboden, tenzij de AFM ter zake van dat verbod een ontheffing aan het platform heeft verleend.⁵⁰ Van het 'bemiddelen' in opvorderbare gelden is sprake indien de betreffende onderneming fungeert als tussenpersoon bij de verkoop van de tokens en daarmee bij het via die tokens aantrekken van de opvorderbare gelden, waarbij de onderneming tevens een bepaalde mate van inhoudelijke betrokkenheid heeft (bemiddelt in de zin van de Wft).

6. Afronding

Het fenomeen ICO heeft de afgelopen tijd een explosieve groei doorgemaakt. Dit heeft tot de nodige aandacht geleid in de media en van (nationale) toezichthouders. Deze erkennen dat een ICO in theorie onder de reikwijdte van financieel toezicht kan vallen, maar maken daarbij wel de kanttekening dat ICO's op dit moment vaak zo gestructureerd worden dat zij juist buiten financiële wet- en regelgeving vallen. De algemene toon in berichtgeving door toezichthouders ten aanzien van ICO's is dan ook dat het investeren in ICO's zeer riskant is. De AFM raadt consumenten het investeren in ICO's daarom vooralsnog zelfs af. De constatering van de diverse toezichthouders

en de geschetste risico's lijken mij op dit moment terecht. Bij de huidige ICO's is het over het algemeen onduidelijk wat daarvan de kwaliteit is. Zo is het vaak niet helder wat de (juridisch afdwingbare) voorwaarden van de uit te geven tokens zijn. Tenzij ICO's en de in dat kader uitgegeven tokens kwalificeren als effecten of andere financiële instrumenten, is bovendien geen sprake van toezicht op deze vorm van crowdfunding.⁵¹ Dit maakt ICO's fraudegevoelig, mede vanwege het feit dat relatief eenvoudig en in korte tijd grote bedragen kunnen worden opgehaald. De angst van investeerders om 'de boot te missen' als zij niet instappen in ICO's draagt hieraan bij.

Voorgaande neemt echter niet weg dat een ICO *an sich* voor de toekomst een nuttig instrument kan zijn voor een onderneming om via crowdfunding (aanvullende) financiering te verkrijgen. Dat vereist mijns inziens wel dat de ICO wordt uitgevoerd vanuit een gereguleerde situatie en er een identificeerbare uitgever is. Gebruikmaking van een besloten *permissioned* blockchain kan hieraan bijdragen. Op voornoemde wijze kan informatieverstrekking richting (potentiële) investeerders – zoveel mogelijk – worden gewaarborgd, zodat het voor hen inzichtelijker wordt wat de risico's van een bepaalde investering zijn, wat de aan de token verbonden rechten inhouden en op welke manier de opgehaalde gelden worden besteed. Daarnaast leidt toezicht ertoe dat toezichthouders kunnen ingrijpen mocht dat nodig zijn. Dit zal tevens afschrikwekkend werken op eventuele malafide ICO-aanbieders. Onder dergelijke omstandigheden is er mijns inziens niets op tegen een ICO te gebruiken als crowdfundingmiddel. Groot voordeel van de ICO ten opzichte van de meer reguliere vormen van crowdfunding is daarbij dat tokens zeer eenvoudig en snel door investeerders kunnen worden aangekocht en verhandeld. Toepassing van (permissioned) blockchaintechniek zorgt er verder voor dat de kosten voor de betrokken partijen relatief laag blijven en dat transacties veilig en transparant kunnen worden afgewikkeld.

48. Art. 2:96 Wft.

49. Art. 1, aanhef en onderdeel 6 Wwft.

50. Art. 4:3 Wft.

51. Voor zover ICO's – op welke grond dan ook – buiten financieel toezicht vallen en tevens sprake is van Nederlandse consumenten die de tokens aankopen, gelden wel altijd nog de algemene regels van consumentenbescherming, met de ACM als toezichthouder.

LIBOR gebruikers opgelet!

mr. C.U. Yilmaz¹

Het interbancaire rentetarief LIBOR gaat mogelijk in de bestaande vorm in 2022 verdwijnen, zo liet de voorzitter van de Britse Financial Conduct Authority (FCA) op 27 juli 2017 weten. In totaal zullen wereldwijd vele bestaande zakelijke leningen, hypotheke, obligaties, consumptieve kredieten, swapcontracten en andere overeenkomsten waarbij gebruik wordt gemaakt van LIBOR omgevormd moeten worden. In dit artikel wordt nader ingegaan op de achtergrond en gevolgen van het verdwijnen van LIBOR voor gebruikers van deze rentevoetbenchmark.

1. Een kleine geschiedenis van LIBOR

De *London Interbank Offered Rate* (hierna: LIBOR) rentevoetbenchmark komt tot stand door inzendingen van voorgeselecteerde banken. Aan deze panel banken wordt dagelijks gevraagd tegen welk tarief zij (zonder onderpand) in een bepaalde valuta en voor een bepaalde looptijd geld zouden kunnen lenen van andere banken.² De ingezonden antwoorden worden naar hoogte gerangschikt, waarna de hoogste en laagste 25% van de inzendingen wordt uitgesloten voor de berekening van LIBOR. Het gemiddelde van de overgebleven inputgegevens vormt het LIBOR-tarief van die dag voor die valuta en looptijd, en wordt niet veel later, rond 11:55 uur Londen tijd, gepubliceerd. Dit proces wordt dagelijks herhaald. In totaal bestaan LIBOR-tarieven voor vijf valuta en zeven looptijden, variërend van een tarief voor daggeldrente (*overnight*) tot een 12-maands tarief.³ De geschiedenis van LIBOR begint in 1969. Een groep banken wilde destijds een syndicaatslening met variabele rente verstreken aan de Shah van Iran. Tijdens de onderhandelingen kwam een van de bankiers met een formule waarbij de syndicaatsleden ieder kwartaal aan moesten geven hoeveel het bepaalde 'referentiebanc' naar schatting zou kosten om dollars te lenen in de Londense geldmarkt. Het gewogen gemiddelde daarvan plus een winstopslag werd voor de aankomende periode de rente op de lening van de Shah. Het rentetarief dat op deze wijze tot stand kwam werd door de betrokken banken *London Interbank Offered Rate* genoemd.⁴

Langzaam maar zeker werd deze werkwijze de norm en maakten steeds meer partijen middels contractuele afspraken gebruik van eenzelfde mechanisme. Om de werkwijze te formaliseren en de efficiëntie en transparantie van het proces te waarborgen nam de British Bankers Association (thans UK Finance), gesteund door de Bank of England, in januari 1986 het verzamel- en publicatieproces over. Gaandeweg werd LIBOR in meer valuta en voor meer looptijden gepubliceerd en werden nieuwe banken aan het panel toegevoegd. Sinds 1998 wordt aan de panel banken gevraagd tegen welk tarief zij *zelf* geld kunnen lenen van andere banken, in plaats van een inschatting te maken van de rente waartegen referentiebanc' geld zouden willen uitlenen.⁵

LIBOR groeit uit tot een van de belangrijkste benchmarks in de financiële sector.⁶ Ondanks de enorme significantie van LIBOR wordt op het totstandkomingsproces nagenoeg geen, althans onvoldoende, toezicht gehouden. De afgelopen jaren kwam aan het licht dat bij diverse banken gemanipuleerd is met de tarieven. Deze 'LIBOR-affaire' heeft betrokken banken tot op heden USD 9 miljard aan boetes en flinke reputatieschade gekost.⁷

2. Europese reactie op de LIBOR-affaire

Na de bekendwording van vermeende LIBOR-manipulaties stelde de Britse regering een onderzoek in, dat onder andere leidde tot de stopzetting van het vaststellen van LIBOR voor bepaalde valuta en looptijden waarvoor te weinig transactiedata beschikbaar zijn.⁸

1. Can Yilmaz is Regulatory Consultant te Amsterdam.
2. Rabobank is een van de panel banken voor LIBOR. ING en ABN Amro treden als panel bank op voor andere rentevoetbenchmarks die op een vergelijkbare wijze tot stand komen (ING voor EURIBOR en Eonia; en ABN Amro voor Eonia Swap).
3. Zie voor meer informatie ook de website van ICE LIBOR: theice.com.
4. K. Rodgers, 'Why aren't they shouting? A Banker's Tale of Change, Computers and Perpetual Crisis', *Random House Business* 2017, p.181-182; K. Ridley & H. Jones, 'Insight: A Greek banker, the Shah and the birth of LIBOR', reuters.com, 8 augustus 2012.

5. ICE Benchmark Administration, 'Roadmap for ICE LIBOR', 18 maart 2016, p. 4-5.
6. ICE Benchmark Administration, 'Position paper on the evolution of ICE LIBOR', 20 oktober 2014, p.10.
7. S. Ring, 'LIBOR Funeral Set for 2021 as FCA Abandons Scandal-Tarred Rate', bloomberg.com, 27 juli 2017.
8. LIBOR is in 2013 voor de Nieuw-Zeelandse, Australische en Canadese dollars en de Deense en Zweedse Kronen stopgezet. Daarnaast werden LIBOR looptijden van twee weken alsmede vier, vijf, zeven, acht, negen, tien en elf maanden stopgezet, zie 'The Wheatley Review of

Vanuit de Europese Unie was het antwoord op de LIBOR-affaire tweeledig. Naast een verbodsbepaling in de nieuwe Verordening Marktmissbruik is op 30 juni 2016 de Benchmark Verordening (hierna: BMR) in werking getreden, die voor het overgrote deel per 1 januari 2018 in de EU lidstaten van toepassing is.⁹ De BMR stelt rechtstreeks doorwerkende vereisten aan het beheren, aanleveren en gebruiken van benchmarks met als doel (het vertrouwen in) de nauwkeurigheid, degelijkheid en integriteit van benchmarks te waarborgen.¹⁰

3. Risicovrije alternatieven voor LIBOR

Met bovengenoemde reacties was het goed functioneren van LIBOR niet gegarandeerd. Zo concludeerde de Financial Stability Board in 2014 dat er sinds de financiële crisis onvoldoende ongedekte kortlopende leningen in de interbancaire geldmarkt worden verstrekt om daar op risicovrije en objectieve wijze referentietarieven zoals LIBOR op te kunnen ramen.¹¹

Banken mogen de vraag tegen welk tarief zij zelf geld kunnen lenen van andere banken daarom (ten minste ook) beantwoorden met andere gegevens dan transactiegegevens (zoals marktgebeurtenissen en extrapolaties). 'Deskundige beoordeling' heet dat onder de BMR.¹² Door banken deze discretionaire mogelijkheid te bieden wordt gewaarborgd dat dagelijks voldoende inzendingen worden ontvangen, zodat LIBOR op gebruikelijke wijze kan worden gepubliceerd.

Volgens Andrew Bailey, de voorzitter van de FCA, kan de referentierentevoet op deze wijze niet op de gewenste, duurzame en representatieve manier worden bepaald.¹³ Een benchmark

die op deskundige beoordelingen berust is vatbaarder voor manipulatie en zal daarnaast mogelijk niet goed functioneren in turbulente marktomstandigheden. De panel banken waarmee de FCA in de aanloop naar de speech van Bailey veelvuldig heeft gesproken gaven daarnaast aan dat zij zich ongemakkelijk voelen bij het aanleveren van inputgegevens op basis van deskundige beoordelingen terwijl de interbancaire geldmarkt zo inactief is.¹⁴ Die situatie kan – en moet – veranderen, aldus Bailey.¹⁵

Als het aan de FCA ligt komt die verandering snel. Samen met twintig panel banken is door de FCA gekeken naar alternatieven voor het Britse pond sterling LIBOR-tarief met als hoofdcriterium dat de benchmark gestoeld kan worden op daadwerkelijke transacties. De Sterling Overnight Interest Average (hierna: SONIA) maakt vooralsnog de grootste kans als vervanger van deze LIBOR en wordt ook door Bailey genoemd in zijn speech. De beheerder van SONIA, de Bank of England, sorteert intussen voor op een mogelijke overgang door ook bilaterale *overnight* transacties en transacties die via brokers tot stand komen mee te rekenen.¹⁶ Ook andere werkgroepen overwegen *overnight* markten als alternatieven voor LIBOR. Zo wordt de nieuwe *Secured Overnight Financing Rate* (hierna: SOFR) als alternatief voor USD LIBOR genomineerd. Voor LIBOR in euro's wordt gedacht aan de *Euro OverNight Index Average* (hierna: EONIA) of een door de Europese Centrale Bank (hierna: ECB) nieuw te lanceren *Euro unsecured overnight interest rate*.¹⁷

Aan een overstap naar SONIA en soortgelijke *overnight* benchmarks zijn eventuele nadelen verbonden, zo benadrukte de voorzitter van de International Swaps and Derivatives Association (hierna: ISDA) Scott O'Malia in juni 2017 nog.¹⁸ De discrepantie tussen de langere looptijden van

LIBOR: Final Report', gov.uk, 28 september 2012, p. 37.

9. In de per 3 juli 2016 van toepassing zijnde Verordening Marktmissbruik (verordening (EU) Nr. 596/2014) is het tegen beter (behoren te) weten in verspreiden van onjuiste of misleidende informatie of inputgegevens in verband met een benchmark als verboden marktmanipulatie gekwalificeerd (art. 12 lid 1 onderdeel d jo. art. 15 Verordening Marktmissbruik); Zie voor de BMR Verordening (EU) 2016/1011; Een Amerikaans equivalent van de BMR lijkt er vooralsnog niet te komen, zie G.S. Fletcher, 'Benchmark Regulation', *Research Paper Number 344102 IOWA L. REV.*, ssrn.com, p. 34.
10. Zie overweging (1) preambule en art. 1 BMR; In hoofdstuk 5 van dit artikel zal op één van die vereisten dieper worden ingegaan: maatregelen die door onder toezicht staande entiteiten moeten worden genomen met het oog op wijzigingen of de stopzetting van een benchmark.
11. Financial Stability Board, 'Reforming Major Interest Rate Benchmarks', fsb.org, 22 juli 2014, p.12. Het advies van de werkgroep van de FSB is om bestaande benchmarks exclusief, dan wel zo veel mogelijk, te doen berusten op transacties en daarnaast alternatieve risicoloze referentievoeten te ontwikkelen.
12. Art. 3 lid 1 BMR.
13. A. Bailey, 'The Future of LIBOR', fca.org.uk, 27 juli 2017; een week later werd hetzelfde gedaan door be-

stuursleden van de U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) en de U.S. Federal Reserve (FED), zie J. Powell & J.C. Giancarlo, 'How to Fix Libor Pains', *The Wallstreet Journal*, wsj.com, 3 augustus 2017.

14. Het aantal panel banken voor EURIBOR is bijvoorbeeld meer dan gehalveerd (van 43 naar 20 panel banken) sinds 2013.
15. Bailey wordt o.a. gesteund door de nieuwe voorzitter van de U.S. Federal Reserve Jerome Powell. Overigens is niet iedereen dezelfde mening toegedaan. Er gaan stemmen op voor het behouden van LIBOR, omdat deskundige beoordelingen zouden bijdragen aan het scheppen van een holistische beeld van de markt en ongefundeerde hypes en dergelijke enigszins gefilterd worden. Zie L. Gaafar, 'The likely replacement for Libor may be just as prone to abuse', cityam.com, 7 september 2017.
16. Bank of England, 'SONIA reform to be implemented on 23 April 2018', persbericht op bankofengland.co.uk, 16 October 2017.
17. Een eerste publieke consultatieperiode over de karakteristieken die deze nieuwe benchmark van de ECB zou moeten hebben is op 12 januari 2018 geëindigd. Zie voor de eurozone en EURIBOR verder hoofdstuk 6 van dit artikel.
18. S. O'Malia, 'ISDA Symposium - Financial Benchmarks', isda.org, 15 juni 2017, p. 4.

LIBOR en de *overnight* benchmarks zou problemen kunnen opleveren bij het waarderen van een instrument. Om dat op te vangen wordt door ISDA gesproken over het toevoegen van een *spread* om deze waarderingsimpact te minimaliseren en de verschillen in kredietrisico mee te rekenen.¹⁹ Een driemaands Britse pond sterling LIBOR zou dan bijvoorbeeld terugvallen op SONIA plus de toepasselijke driemaands *spread*.

Welk alternatief ook wordt gekozen, voorzien wordt dat financiële instellingen tot ten minste eind 2021 de tijd nodig zullen hebben om hun huidige verbintenissen met LIBOR te ontvlechten en over te gaan op een alternatieve benchmark. De FCA zal panel banken tot die tijd bewegen inputgegevens aan te blijven leveren.²⁰ Daarna trekt de FCA haar handen van LIBOR af en zal zij banken daar niet langer toe aanzetten. Het is de bedoeling van de Britse toezichthouder dat tegen die tijd een ordelijke transitie naar op transacties gebaseerde benchmarks heeft plaatsgevonden.

4. Voortzetting, harde knip of vrijwillige transitie

Het plan van de FCA betekent niet dat LIBOR zonder meer per 2022 wordt stopgezet en beheerder ICE Benchmark Administration kan ook daarna nog doorgaan met het vaststellen en publiceren van LIBOR. De continuering wordt echter niet langer door de FCA gegarandeerd en valt of staat bij de welwillendheid van panel banken om inputgegevens aan te blijven leveren. En juist die panel banken hebben volgens Bailey aangegeven zich niet comfortabel te voelen bij het blijven aanleveren van inputgegevens die niet voldoende op transacties zijn gestoeld. Mogelijk zullen zij niet langer bereid zijn inputgegevens te leveren en zal LIBOR (direct dan wel gaandeweg) gestaakt worden.

De mogelijkheid van een abrupte stopzetting van LIBOR is niet zonder risico's. Een harde *cut-off* date kan immers resulteren in operationele vertragingen en rechtsonzekerheid omdat contracterende partijen niet tijdig afspraken hebben gemaakt over een alternatieve benchmark. In het ergste geval (of zodra dit opportuun blijkt voor een van de partijen) zou het verdwijnen van LIBOR en het falen van de onderhandelingen zelfs kunnen leiden tot conflicten die voor een arbitragecommissie of rechter moeten worden beslecht.²¹ Een partij kan zich bijvoorbeeld op het standpunt stellen dat de laatst gepubliceerde LIBOR voor de resterende

looptijd heeft te gelden. Kortom, het gevaar bestaat dat contracterende partijen – bijvoorbeeld in een renteswap – het tegenovergestelde krijgen van wat ze oorspronkelijk met een transactie beoogden, namelijk minder in plaats van meer zekerheid.²²

5. Gevolgen van een stopzetting

5.1. Nieuwe contracten

Het opnemen van 'solide schriftelijke plannen' met maatregelen bij wijzigingen of stopzetting van een benchmark en, waar passend en mogelijk, alternatieven voor die benchmark, is sinds het van kracht worden van de BMR op 1 januari 2018 verplicht geworden. Art. 28 lid 2 BMR bepaalt het volgende.

*'Onder toezicht staande entiteiten (...) stellen solide schriftelijke plannen op en houden deze bij waarin de maatregelen zijn vermeld die zij nemen indien een benchmark inhoudelijk wordt gewijzigd of niet langer wordt aangeboden. Waar mogelijk en passend, worden in die plannen een of meer alternatieve benchmarks genoemd die als referentie kunnen worden gebruikt ter vervanging van benchmarks die niet meer worden aangeboden, waarbij wordt aangegeven waarom die benchmarks geschikte alternatieven zouden zijn. De onder toezicht staande entiteiten verstrekken de relevante bevoegde autoriteit op verzoek die plannen en alle actualisering en geven deze weer in de contractuele verhouding met klanten.'*²³

Partijen dienen derhalve sinds het begin van dit jaar te beschikken over schriftelijke plannen met mitigerende maatregelen bij een eventuele stopzetting van LIBOR, bijvoorbeeld in de vorm van werkbare achtervangregelingen in overeenkomsten, voorwaarden in prospectussen en meer algemeen in beleidsregels, procedures, protocollen, supplementen et cetera. Inmiddels wordt beetje bij beetje duidelijker welke richting de markt op gaat in het kiezen van een alternatief voor LIBOR (bijv. SONIA en SOFR). Dergelijke alternatieven zou men, waar passend en mogelijk, in hun plannen moeten opnemen. Ongetwijfeld zullen ook leveranciers van gestandaardiseerde transactiedocumentatie zoals de ISDA en de Loan Market Association (hierna: LMA) de mogelijke vervanger van LIBOR in hun documentatie invoegen, zodat hier in nieuwe contracten direct rekening mee gehouden wordt.²⁴

19. Zie 'Minutes of the Meeting of the Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rate', bankofengland.co.uk, 12 december 2017.

20. Financial Conduct Authority, 'Powers in relation to LIBOR contributions – consultation paper', CP17/15, fca.org.uk, juni 2017.

21. Zou een procederende partij schertsend kunnen stellen dat de rente 0 zou moeten zijn?

22. J. Goptarenko, 'Liberating the World from LIBOR: Implications for Non-Cleared Derivatives', Stanford Law School working paper, ssrn.com, 16 augustus 2017.

23. Art. 28 lid 2 BMR.

24. ISDA is bijvoorbeeld in 2016 door de Financial Stability Board gevraagd mee te denken over het opnemen van terugvalmechanismen en alternatieven in het ge-

5.2. Reeds bestaande overeenkomsten

Voor bestaande overeenkomsten (ook wel *legacy trades* genoemd) zullen de gevolgen van de uitfasering van geval tot geval kunnen verschillen. In gestandaardiseerde transactiedocumentatie is weliswaar vaak een terugvalregeling opgenomen, maar het is de vraag of die geschikt zijn.

Een voorbeeld is de achtervangregeling in de ISDA-documentatie.²⁵ Daarin staat beschreven wat partijen moeten doen indien een rentevoetbenchmark op het aangewezen tijdstip niet beschikbaar is op het Reuters of Bloomberg scherm. In dat geval moet de daartoe verantwoordelijke partij (gedefinieerd als de *calculating agent*) bij verschillende referentiebanken navragen wat voor deponerende zij aanbieden aan *prime banks* in Londen voor de resterende looptijd. Het rekenkundig gemiddelde van de ontvangen antwoorden vormt de vervanger van de primair aangewezen rentevoetbenchmark (in casu LIBOR). Krijgt de *calculating agent* minder dan twee quotes terug, dan zal het rekenkundig gemiddelde worden genomen van de rentetarieven die *major banks* in Londen quoten voor leningen aan *leading European banks*.²⁶ De uit 2006 stammende achtervangregeling heeft echter veel weg van de wijze waarop LIBOR tot stand komt (wilde de FCA dat niet juist voorkomen?) en is daarnaast op de lange termijn volledig onpraktisch te noemen omdat het een tijdelijk wegvallen veronderstelt en niet zozeer als alternatief bij volledige stopzetting van een benchmark.

Ook de gestandaardiseerde LMA-documentatie voor leningen (*facility agreement*) bevat achtervangregelingen indien referentietarieven zoals LIBOR niet beschikbaar zijn. Ook hier zullen contracterende partijen bij gebrek aan afwijkende afspraken uiteindelijk terugvallen op een soortgelijk *reference bank rate* mechanisme als hierboven beschreven. Biedt dit geen soelaas, dan geldt dat ieder van de kredietgevers de eigen financieringskosten (*cost of funds*) doorgeeft aan de daarvoor verantwoordelijke partij (*agent*), die deze toepast op het relevante deel van de lening

of een gewogen gemiddelde van alle inzendingen berekent voor de gehele lening.²⁷

Evenals de bepalingen in de ISDA-documentatie zijn de achtervangregelingen in de LMA-documentatie primair geschreven met het oog op tijdelijke niet-beschikbaarheid van een referentietarief. Daarom heeft de LMA sinds de bekendmaking van de intentie om LIBOR en andere -IBORs uit te faseren in haar sjablonen een raamwerk opgenomen om partijen onder voorwaarden de mogelijkheid te geven een onderhandelingsperiode van dertig dagen in te roepen om een vervanger van het afgesproken referentietarief af te spreken.²⁸

Naar mijn inschatting zullen contracterende partijen niet, althans niet langdurig gebruik willen maken van standaard achtervangregelingen op het moment dat LIBOR daadwerkelijk stopt. Van standaard documentatie kan vanzelfsprekend worden afgeweken. Partijen zullen om de tafel moeten om een nieuwe referentiekooers of een alternatieve berekeningsmethode af te spreken. Dit geldt uiteraard ook voor overeenkomsten die naar LIBOR verwijzen en die niet tot stand zijn gekomen via standaard documentatie en geen passende achtervangregeling bevatten. Het grote risico is dat marktpartijen afspreken gebruik te maken van onderling verschillende benchmarks waardoor er *mismatches* gaan ontstaan (basis risico). Toewerken naar één industriewijd-gedragen oplossing is een absolute *must*.

6. Wéér re-papering

Zowel de Europese Markt Infrastructuur Verordening (hierna: EMIR) als de vernieuwde Richtlijn Markten voor Financiële Instrumenten (hierna: MiFID 2) hebben voor banken geleid tot grootschalige en complexe operaties om nieuwe wettelijke vereisten in hun documentatie weer te geven en deze door klanten voor akkoord getekend te krijgen.²⁹ Deze *re-papering* exercitie is nog niet

val een belangrijke rentevoetbenchmark wordt stopgezet, aldus O'Malia. Ook de LMA is sinds bekendmaking van de intentie LIBOR uit te faseren druk bezig met het 'future-proof' maken van hun standaard documentatie (zie ook verderop in dit hoofdstuk), zie Association of Corporate Treasurers, 'The ACT Borrower's Guide to the LMA Investment Grade Agreements', treasurers.org, 1 september 2017, p. 16; Noemenswaardig is overigens dat de BMR enkel van toepassing is op consumenten leningen en derhalve niet op de leningen die de LMA middels haar documentatie probeert te standaardiseren.

25. De ISDA definities worden veelvuldig voor over-the-counter derivatenhandel gebruikt.

26. Zie bijvoorbeeld de definitie van 'EUR-LIBOR-Reference Banks' in art. 7 van de 2006 ISDA Definitions.

27. Zie voor een beschrijving van de achtervangregeling in de LMA (watervalstructuur) Association of Corporate Treasurers, 'The ACT Borrower's Guide to the LMA's Investment Grade Agreements', treasurers.org, 1 september 2017, p. 13 e.v.

28. Daarnaast is een optionele clausule opgenomen waarin bij niet-beschikbaarheid van een afgesproken referentietarief een vervangend referentietarief mag worden afgesproken met instemming van de kredietnemer en de majority lenders (doorgaans 66 2/3% van de uitleners) in plaats van unanimiteit. Zie Association of Corporate Treasurers, 'The ACT Borrower's Guide to the LMA's Investment Grade Agreements', treasurers.org, 1 september 2017, p.16; zie in soortgelijke zin art. 17.4 van de 2017 LMA Leveraged Facilities Agreement (Senior / Mezzanine) tussen de Parent en de Agent.

29. Zie art. 9 en 11 van de Verordening (EU) nr. 648/2012 (EMIR); MiFID 2 is de verzamelnaam voor richtlijn nr. 2014/65/EU markten voor financiële instrumenten en de daarbij behorende verordening (EU) nr. 600/2014.

voorbij of de volgende staat door het verdwijnen van LIBOR alweer voor de deur.

Partijen zullen moeten overeenkomen welke alternatieve benchmark zij gaan gebruiken op het moment dat LIBOR wordt gestaakt. In totaal zullen wereldwijd vele bestaande overeenkomsten waarbij gebruik wordt gemaakt van LIBOR omgevormd moeten worden.³⁰ Iedere transactie op bilaterale basis omzetten lijkt praktisch onhaalbaar. Toezichhouders en werkgroepen van de centrale banken, maar vooral ook verenigingen van marktpartijen en organisaties zoals ISDA en LMA spelen hier dan ook een belangrijke rol. Die begeleidende rol hebben laatstgenoemden in het verleden ook op zich genomen. ISDA publiceerde bijvoorbeeld een standaard *amendmend letter* die door contracterende partijen gebruikt kon worden indien hun contracten na de revisie van LIBOR in 2013 verwezen naar opgehouden looptijden van overgebleven LIBOR valuta.³¹ Ook publiceerde ISDA twee protocollen die gebruikt konden worden in de als gevolg van EMIR vereiste *re-papering*.³² De LMA voegde voor overgebleven LIBOR valuta met opgehouden looptijd een clause in die het gebruik van geïnterpoleerde koersen mogelijk maakte.³³ De verwachting is dat soortgelijke instrumenten en aangepaste versies beschikbaar zullen worden gesteld in de aanloop naar een mogelijke stopzetting van LIBOR.

Marktpartijen zullen een analyse (moeten) maken van de impact van het uitfaseren van LIBOR op hun contracten en moeten besluiten wat als alternatieve referentiekurs wordt gekozen. Een transitieperiode van vier jaar voor uiteindelijke *re-papering* is bijzonder kort te noemen, gelet op de vele transacties die mogelijk geraakt worden en

de administratieve last die met een dergelijke *re-papering* exercitie gepaard gaat.³⁴

7. De toekomst van EURIBOR

Evenals LIBOR ziet de *Euro Interbank Offered Rate* (hierna: EURIBOR) op de ongedekte interbancaire geldmarkt en komt tot stand door inzendingen van panel banken. De toepasselijke EURIBOR gedragscode vereist dat zo veel mogelijk gebruik wordt gemaakt van objectieve, verifieerbare marktdata bij het verstrekken van inputgegevens, maar laat daarnaast (noodgedwongen) ook deskundige beoordelingen toe.³⁵

De beheerder van EURIBOR, de European Money Markets Institute (hierna: EMMI), heeft vorig jaar bekeken of een vaststelling van EURIBOR puur op basis van transacties haalbaar is. In mei 2017 zijn de resultaten van dat onderzoek bekend gemaakt.³⁶ EMMI concludeert daarin dat een naadloze transitie naar een EURIBOR methodologie die volledig is gebaseerd op transacties in de huidige marktomstandigheden niet haalbaar is. In plaats daarvan wordt gekeken naar een 'hybride oplossing'. Of banken hieraan willen blijven meewerken is maar de vraag, met name wanneer andere -IBORs verschuiven naar *overnight* indices (bijv. LIBOR naar SONIA). Het is niet onwaarschijnlijk dat een soortgelijk geluid op zal gaan voor EURIBOR (bijv. naar EONIA) en de kans bestaat dan ook dat EURIBOR op termijn zal verdwijnen.³⁷ Dat vermoeden wordt sterker nu de Europese Commissie, de European Securities and Markets Authority (hierna: ESMA), de ECB en de Belgische Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten op 21 september 2017 hebben aangekondigd een werkgroep in te stellen die op zoek moet gaan naar een risicovrij *overnight* referentietarief dat kan dienen als alternatief voor de huidige benchmarks die worden gebruikt in het eurogebied.³⁸ De ECB heeft daarnaast aangekondigd vóór 2020 een nieuwe rentevoetbenchmark op basis van ongedekte *overnight* rentes te publiceren.³⁹

30. De lijst met mogelijk geraakte producten is groot: naast derivaten (bijv. IRSs, FRAs, cross-currency swaps als ook ETDs) en leningen (syndicaatsleningen, CRE leningen, overbruggingskredieten als ook hypotheke, consumptieve kredieten etc.), gaat het om obligaties (bijv. staatsobligaties, bedrijfsobligaties, FRNs, perpetuums), gesecuritiseerde producten (bijv. MBSen, ABSen, CLOs), en korte termijn instrumenten (bijv. repos, CDSen) et cetera. Ook deze financiële contracten zullen grondig moeten worden geanalyseerd en, waar gebruik wordt gemaakt van benchmarks zoals LIBOR, moeten worden herzien. Bestaande documentatie (denk bijv. aan prospectussen) dienen te worden aangevuld met achtervangregelingen en informatie over impact van wijzigingen of stopzetting van LIBOR.
31. Bij ondertekening van die amendmend letter zou voortaan gebruik worden gemaakt van een geïnterpoleerde koers met gebruik van de dichtstbijzijnde kortere en langere looptijd, zie International Swaps and Derivatives Association, 'LIBOR Currency/Maturities Discontinuities – Guidance Note', 25 maart 2013
32. ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol; ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol.
33. Zie o.a. art. 17.4 van de 2017 LMA Leveraged Facilities Agreement (Senior / Mezzanine).

34. J. Goptarenko, 'Liberating the World from LIBOR: Implications for Non-Cleared Derivatives', Stanford Law School working paper, ssrn.com, 16 augustus 2017, p. 5 e.v.
35. European Money Markets Institute (EMMI) Euribor Code of Conduct, emmi-benchmarks.eu, D2712F-2013, 1 oktober 2013, p. 10.
36. European Money Markets Institute (EMMI), 'Pre-live verification program outcome and way forward', emmi-benchmarks.eu, D0246B-2017, 4 mei 2017, p. 8.
37. Overigens zullen banken, in ieder geval voor enige tijd, verplicht kunnen worden inputgegevens aan te blijven leveren aan EMMI. EURIBOR is door de Europese Commissie aangemerkt als cruciale benchmark onder de BMR.
38. ESMA, 'New Working Group on a Risk-Free Reference Rate for the Euro Area', ESMA71-99-595, esma.europa.eu, 21 september 2017.
39. 'ECB to publish new unsecured overnight interest rate', persbericht op ecb.europa.eu, 21 september 2017.

Uitfasering van EURIBOR zou veelal dezelfde gevolgen hebben als de mogelijke stopzetting van LIBOR. De door de BMR vereiste schriftelijke plannen met maatregelen bij wijzigingen of de stopzetting van benchmarks zijn ook hier van toepassing en dienen sinds 1 januari 2018 ook voor EURIBOR te zijn opgesteld. Daarnaast zal een transitie naar een risicovrij alternatief ook hier voor een grote administratieve last in de vorm van *re-papering* leiden.

8. Conclusie

De uitfasering van LIBOR kan mogelijk grote gevolgen hebben en zal in ieder geval aanpassingen vergen zowel voor nieuwe als voor reeds bestaande overeenkomsten die gebruik maken van de rentevoetbenchmark. Mitigerende maatregelen en mogelijke alternatieven bij stopzetting van LIBOR zullen sinds 1 januari 2018 in schriftelijke plannen moeten zijn opgenomen. Contracterende partijen doen er dan ook goed aan om nu alvast te inventariseren waar zij binnen hun organisatie gebruik maken van LIBOR. Vervolgens zal moeten worden bekeken wat de gevolgen van een eventuele stopzetting zijn. Staan achtervangregelingen opgenomen in bestaande overeenkomsten? Zijn deze op de lange termijn werkbaar of doen partijen er goed aan met de wederpartij om tafel te gaan? Organisaties als ISDA en LMA zullen naar waarschijnlijkheid te hulp schieten, maar ook dan is een grote *re-papering* exercitie vrijwel onontkoombaar ten aanzien van contracten met LIBOR als benchmark. Voor contracten op basis van EURIBOR geldt dit alles niet, althans vooralsnog niet.

Het BKR belicht

Waarom het (laten) verwijderen van een BKR-registratie geen sinecure is

mr. S.E. Machiels en mr. C.C. Rooijackers¹

In het Centraal Krediet Informatiesysteem (CKI) van het BKR worden persoonsgegevens van miljoenen Nederlanders verwerkt. De (negatieve) registraties opgenomen in het CKI leiden geregeld tot juridische procedures waarbij geschilleninstanties wordt verzocht om een BKR-registratie (geheel) te laten verwijderen. Om inzicht te geven in deze problematiek, behandelen wij in dit artikel het ontstaan en het doel van het BKR (paragraaf 2) en de belangrijkste elementen van het juridisch kader waarbinnen het BKR opereert (paragraaf 3). Ook beschouwen wij hoe men in de praktijk omgaat met een verzoek tot verwijdering van een BKR-registratie (paragraaf 4). Wij ronden af met enkele overwegingen over de huidige werking van het CKI en mogelijke aanpassingen die het BKR zou kunnen doorvoeren (paragraaf 5).

1. Inleiding

Het afgelopen jaar is de Stichting Bureau Krediet Registratie (hierna: BKR) veel in de media geweest.² Er was voornamelijk media-aandacht voor gevallen waarbij een minimale betalingsachterstand het 'onmogelijk' maakte om een hypothecaire geldlening aan te trekken. Het consumentenprogramma Radar besteedde aandacht aan het BKR, meer in het bijzonder in het kader van commerciële partijen die consumenten, indien nodig tot aan de rechter, bijstaan bij het indienen van een verzoek tot verwijdering van een registratie uit het door het BKR beheerde Centraal Krediet Informatiesysteem (hierna: CKI). Ook de NRC wijdde er een artikel aan met de titel 'Helaas, geen nieuw huis dankzij BKR'. Dat artikel leidde tot Kamervragen.³ In zijn antwoord op de Kamervragen wees de Minister van Financiën erop dat het BKR slechts feitelijke informatie aanbiedt en dat de kredietverstrekker op basis van zijn

eigen beoordeling en eigen acceptatiebeleid beslist of het verantwoord is krediet te verstrekken. De informatie uit het BKR wordt volgens de minister daarbij betrokken, maar is niet zelfstandig bepalend.

Een kredietaanbieder is op basis van financiële toezichtwetgeving verplicht om deel te nemen aan een stelsel van kredietregistratie en dat te raadplegen bij het behandelen van een kredietaanvraag (art. 4:32 Wft). Het CKI is zo'n kredietregistratiesysteem. De kredietaanbieder moet bij gebruik van het CKI het Algemeen Reglement CKI (het CKI-reglement) en wetgeving op het gebied van de bescherming van persoonsgegevens in acht nemen. In de juridische literatuur is weinig te vinden over het BKR en over deze problematiek rondom het (gebruik van het) CKI. Daar willen wij met dit artikel verandering in brengen.

In dit artikel behandelen wij het ontstaan en het doel van het BKR (paragraaf 2) en de belangrijkste elementen van het juridisch kader waarbinnen het BKR opereert (paragraaf 3). Ook beschouwen wij hoe men in de praktijk omgaat met een verzoek tot verwijdering van een BKR-registratie⁴ (paragraaf 4). Wij ronden af met enkele overwegingen over de huidige werking van het CKI en mogelijke aanpassingen die het BKR zou kunnen doorvoeren (paragraaf 5).

1. Sanne Machiels is advocaat bij FG Lawyers in Amsterdam en Casper Rooijackers is advocaat bij Eversheds Sutherland in Amsterdam. De auteurs schrijven dit artikel op persoonlijke titel.

2. Zie: 'BKR verdedigt moeilijk schrappen registratie', *Telegraaf.nl* 7 februari 2017; 'BKR Registratie verwijderen' (video), *Radar* 2017, radar.avrotros.nl; C. Driessen, 'Helaas, geen nieuw huis dankzij BKR', *nrc.nl* 11 augustus 2017; J. Roelants, 'Het BKR-Brandmerk', *fd.nl* 15 september 2017; 'Dijsselbloem eist andere werkwijze van BKR', *nrc.nl* 14 september 2017; C. Driessen, 'Dijsselbloem: Werkwijze BKR kan pragmatischer', *Telegraaf.nl* 15 september 2017.

3. 'Beantwoording Kamervragen over het bericht 'Helaas, geen nieuw huis dankzij BKR'', 14 september 2017, www.rijksoverheid.nl.

4. De registratie vindt feitelijk plaats in het CKI. In de volksmond en jurisprudentie wordt echter kortweg gesproken over een BKR-registratie. Wij zullen in dit artikel aansluiten bij deze terminologie.

2. Ontstaan, doel en werkwijze van het BKR

Door een groei van de kredietverlening aan consumenten in Nederland, ontstond begin jaren 60 van de 20^{ste} eeuw de behoefte aan een centrale informatiebron met relevante (financiële) gegevens van kredietnemers. Deze behoefte heeft in 1965 geleid tot de oprichting van het BKR.⁵ Dit geschiedde op initiatief van de financiële sector, waaronder kredietaanbieders.⁶ Het aanvankelijke doel van het BKR was erin gelegen dat kredietaanbieders relevante informatie over kredietnemers met elkaar konden uitwisselen, zodat verantwoorde kredietverlening kon worden gewaarborgd. Ten tijde van de oprichting van het BKR waren de wettelijke kaders waarbinnen het BKR diende te opereren minder uitgekristalliseerd dan tegenwoordig het geval is. Pas sinds 1987 wordt als voorwaarde voor het verkrijgen van een vergunning tot kredietaanbieder⁷ 'in beginsel (...) (blijvende) aansluiting bij het BKR' vereist.⁸ In recentere wetgeving wordt in dit verband verwezen naar het algemenere vereiste tot deelname aan een 'stelsel van kredietregistratie'.⁹ Tot de taken van een stelsel van kredietregistratie behoren in ieder geval het verzamelen, vastleggen, ordenen en ter beschikking stellen van kredietgegevens aan deelnemers aan het stelsel.¹⁰ Hoewel de wetgever geen monopolie voor het BKR heeft beoogd,¹¹ kwalificeert in Nederland thans alleen het CKI als een dergelijk stelsel. Het BKR heeft het doel waarvoor de gegevens in het CKI worden verzameld in haar CKI-reglement als volgt geformuleerd:

"Het doel van BKR is het bevorderen van een maatschappelijk verantwoorde financiële dienstverlening en het behoeden van consumenten voor overkreditering en andere financiële problemen (problematische schuldsituaties). Daarnaast levert BKR voor haar zakelijke klanten een bijdrage aan het beperken van de financiële risico's bij kredietverlening en aan het voorkomen en bestrijden van misbruik en fraude".¹²

5. Zie uittreksel van Stichting Bureau Krediet Registratie (KvK-nummer 11009074) in het Handelsregister van de Kamer van Koophandel en www.bkr.nl/over-bkr/over-bkr/.
6. *Kamerstukken II 1986/87, 19785, 3, p. 27*; zie ook J. Ramaer, 'Grotere publieke taak voor privaat Bureau Krediet Registratie – 'Duister zaakje in Tiel' helpt fraude bestrijden', *Volkskrant.nl/archief* 12 december 1994.
7. Destijds: 'kredietgever'.
8. *Kamerstukken II 1986/87, 19785, 3, p. 50*.
9. *Kamerstukken II 2003/04, 29507, 3, p. 97*; *Kamerstukken II 2005/06, 29708, 44-b8, p. 40*, Nota van Toelichting, *Stb.* 2016, 266, p. 57.
10. *Kamerstukken II 2003/04, 29507, 3, p. 97*.
11. Zie de Nota van Toelichting bij Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels met betrekking tot het gedragtoezicht op financiële ondernemingen, *Stb.* 2006, 520, p. 145.
12. Inleiding en art. 3 *Algemeen Reglement CKI*.

Op basis van deze doelstelling verplicht het BKR aangesloten kredietaanbieders om bepaalde informatie in te voeren in het CKI. Een kredietaanbieder is bijvoorbeeld verplicht om (het aangaan van) een kredietovereenkomst te registreren die betrekking heeft op een krediet van meer dan 250 EUR. Dit noemt men een *positieve registratie*. Daarnaast is een kredietaanbieder op grond van het CKI-reglement gehouden om bepaalde betalingsachterstanden in het CKI te registreren. Dit zijn zogenoemde *negatieve registraties*.¹³ Zo geldt in het geval van een aflopend krediet als één van de vereisten voor een negatieve registratie dat een termijnbedrag twee maanden (of meer) achterstallig is. Na deze twee maanden moet worden overgegaan tot de negatieve registratie.¹⁴ Een negatieve registratie blijft normaliter staan tot vijf jaar nadat de achterstand is afgelost.¹⁵ Een positieve registratie wordt vijf jaar nadat de kredietovereenkomst is beëindigd uit het CKI verwijderd.

3. Juridisch kader

Om een beeld te geven van het juridische speelveld waarbinnen het BKR en kredietaanbieders opereren, behandelen we hieronder relevante aspecten van financiële toezichtwetgeving, privacy-gerelateerde wetgeving en (de werking van) het CKI-reglement. Hoewel wij deze aspecten gescheiden behandelen, is het goed om te weten dat zij elkaar onderling beïnvloeden.

3.1. Financiële toezichtwetgeving

Voor een goed beeld van de werking van het CKI is het belangrijk om de rol van het BKR in het bredere toezichtrechtelijke kader voor kredietaanbieders te zien. Kredietaanbieders zijn financiële dienstverleners die krediet aanbieden aan consumenten en in beginsel vergunningplichtig zijn op grond van art. 2:60 Wft. Kredietaanbieders zijn onderworpen aan een algemene zorgplicht¹⁶ en moeten verplicht deelnemen aan een stelsel van kredietregistratie.¹⁷ In feite betekent dit dat iedere kredietaanbieder verplicht is om deelnemer te worden aan het CKI.¹⁸

13. Zie ook: 'Beantwoording Kamervragen over het laten verwijderen van de registratie vanuit het Bureau Krediet Registratie (BKR) door bedrijven', 8 juni 2017, www.rijksoverheid.nl, waarin registraties van betalingsachterstanden worden aangeduid als 'negatieve registraties'.
14. Voor een volledig overzicht verwijzen wij naar het CKI-reglement dat te vinden is op www.bkr.nl/home/zakelijk/algemeen-reglment/. De melding van achterstanden is onderdeel van art. 12.
15. Art. 14 *Algemeen Reglement CKI*.
16. Art. 4:24a lid 1 Wft en HR 16 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1107.
17. Art. 4:32 lid 1 Wft.
18. Zie paragraaf 2 van dit artikel.

Kredietaanbieders mogen in reclame-uitingen niet de indruk wekken dat krediet kan worden verleend ondanks een negatieve uitkomst van de raadpleging van het CKI (of anderszins in afwijking van een toepasselijke gedragscode).¹⁹ Dergelijke reclame-uitingen worden onwenselijk geacht omdat hiermee een verkeerd signaal wordt afgegeven aan consumenten die niet kredietwaardig zijn en desondanks zoeken naar mogelijkheden om te lenen.²⁰

Voorts zijn kredietaanbieders verplicht om voldoende schriftelijk²¹ vastgelegde informatie aangaande de financiële positie van de consument te verzamelen.²² Op basis van de verzamelde informatie dient de kredietaanbieder, ter voorkoming van overkreditering, te beoordelen of het aangaan van de kredietovereenkomst verantwoord is. Voor kredietaanvragen van meer dan EUR 250 is een kredietaanbieder bovendien verplicht het CKI te raadplegen.²³ Indien de kredietaanvraag van een consument wordt afgewezen vanwege het raadplegen van het CKI, dan moet een kredietaanbieder de consument in kennis stellen van het resultaat hiervan en laten weten welke informatie uit het CKI (i.e. welke BKR-registratie) heeft geleid tot de afwijzing.²⁴ Een reden voor afwijzing, zo staat althans verwoord in de parlementaire geschiedenis, kan zijn dat uit de BKR-registratie(s) van een consument blijkt dat er geregistreerde betalingsachterstanden zijn bij een persoonlijke lening of dat de consument onvoldoende kredietwaardig is.²⁵ Verdere informatie over de BKR-registratie(s), zo overweegt de wetgever, moet de consument vervolgens opvragen bij het BKR.

Hoewel de hierboven aangehaalde wetgeving impliceert dat een BKR-registratie *an sich* kan leiden tot afwijzing van een kredietaanvraag, is het nog maar de vraag of deze visie stand houdt in het licht van toepasselijke privacywetgeving en de op kredietaanbieders toepasselijke zorgplicht. In juni 2017 heeft de toenmalige Minister van Financiën bij de beantwoording van Kamervragen hieromtrent gesteld dat een negatieve registratie niets zegt over de mate waarin consumenten (weer) financiële verplichtingen kunnen aangaan²⁶ en een maand later bevestigde hij dat een negatieve BKR-registratie op zichzelf niet in de weg staat aan

het afsluiten van een krediet.²⁷ In september 2017 heeft dezelfde minister aangegeven dat informatie afkomstig uit het CKI (slechts) een onderdeel is van de informatie die nodig is om een klantprofiel van een consument op te stellen en dat kredietaanbieders in beginsel vrij zijn om een krediet te verstrekken aan consumenten met een (herstelde) negatieve registratie.²⁸ Wij onderschrijven deze visie, maar uit acceptatievoorwaarden van bepaalde kredietaanbieders blijkt dat de praktijk doorgaans weerbarstiger is en consumenten met een koude afwijzing te maken kunnen krijgen vanwege een BKR-registratie.²⁹ Vanuit toezichtrechtelijk perspectief valt wel te verklaren dat kredietaanbieders terughoudend zijn met het verstrekken van krediet aan consumenten met een negatieve BKR-registratie; zij willen immers niet worden verweten dat zij hun verplichtingen op grond van de Wft hebben geschonden. Tegelijkertijd hebben kredietaanbieders en het BKR bij het beoordelen van de gegevens uit het CKI ook rekening te houden met wetgeving op het gebied van verwerking van persoonsgegevens (zie onder). Een correcte toepassing van deze wetgeving kan ertoe leiden dat enkel een negatieve BKR-registratie, op zichzelf niet kan dienen als reden voor afwijzing van een kredietaanvraag.

3.2. Bescherming persoonsgegevens

Bij de verwerking van persoonsgegevens in (verband met) het CKI moeten bepaalde basisvereisten in acht worden genomen. Deze vereisten gelden voor iedere verwerking van persoonsgegevens en zijn momenteel opgenomen in de Wet bescherming persoonsgegevens (Wbp), die vanaf 25 mei 2018 wordt vervangen door de Algemene Verordening Gegevensbescherming (hierna: AVG)³⁰ en de Uitvoeringswet AVG.³¹

Deze basisvereisten³² zijn:

- de wijze van verwerking moet rechtmatig, behoorlijk en transparant zijn;
- de verwerking moet plaatsvinden voor

19. Art. 53 lid 9 sub c Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (hierna: BGfo).

20. *Stb.* 2008, 546, p. 18.

21. Of op een andere duurzame drager.

22. Art. 4:34 Wft juncto art. 113 BGfo.

23. Zie art. 4:34 lid 3 Wft, juncto art. 114 BGfo.

24. Zie art. 4:32 lid 2 Wft en specifiek voor aanbieders van hypothecair krediet: art. 115ab lid 2 BGfo.

25. *Kamerstukken II* 2009/10, 32339, 3, p. 33 en *Stb.* 2016, 266, p. 57.

26. Zie: 'Beantwoording kamervragen (met kenmerk 2017Z06545) over het laten verwijderen van de registratie vanuit het Bureau Krediet Registratie (BKR) door bedrijven', 8 juni 2017, www.rijksoverheid.nl.

27. Zie: 'Beantwoording Kamervragen (met kenmerk 2017Z08324) over het laten verwijderen van de registratie vanuit het Bureau Krediet Registratie (BKR) door bedrijven', 6 juli 2017, www.rijksoverheid.nl;

28. Zie: 'Beantwoording Kamervragen over het bericht 'Helaas, geen nieuw huis dankzij BKR'', 14 september 2017, www.rijksoverheid.nl.

29. Zie bijvoorbeeld: www.homeinvest.nl/wp-content/uploads/2017/08/Hypotheke-Acceptatiebeleid-september-2017-versie-2017-3.pdf.

30. Verordening (EU) 2016/679 van het Europese Parlement en de Raad van 27 april 2016 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van die gegevens en tot intrekking van Richtlijn 95/46/EG (algemene verordening gegevensbescherming) (*PbEU* 2016, L 119).

31. Wetsvoorstel Uitvoeringswet Algemene verordening gegevensbescherming, *Kamerstukken II* 2017/18, 34851, 2.

32. Art. 5 AVG.

- welbepaalde, uitdrukkelijk omschreven en gerechtvaardigde doeleinden ('doelbinding');
- de verwerking moet toereikend zijn, ter zake dienend en beperkt tot wat noodzakelijk is voor de doeleinden waarvoor zij worden verwerkt ('gegevensminimalisatie');
- de verwerking moet juist zijn en zo nodig worden geactualiseerd ('juistheid');
- persoonsgegevens moeten worden bewaard in een vorm die het mogelijk maakt de betrokkenen niet langer te identificeren dan voor de doeleinden waarvoor de persoonsgegevens worden verwerkt, noodzakelijk is ('opslagbeperking');
- passende beveiliging van de persoonsgegevens moet worden gewaarborgd ('integriteit en vertrouwelijkheid').

Gegevensverwerking is een breed begrip en omvat onder meer het verzamelen, vastleggen, bijwerken of wijzigen, opvragen en raadplegen van persoonsgegevens. Uit het hierboven genoemde vereiste dat de gegevensverwerking rechtmatig dient te zijn, vloeit voort dat iedere verwerking van persoonsgegevens in overeenstemming moet zijn met de beginselen van proportionaliteit en subsidiariteit.³³ Het subsidiariteitsbeginsel houdt in dat het doel waarvoor de persoonsgegevens worden verwerkt in redelijkheid niet op een andere, voor de bij de verwerking van persoonsgegevens betrokken kredietnemer (i.e. de consument) minder nadelige wijze kan worden verwezenlijkt. Het proportionaliteitsbeginsel houdt in dat de inbreuk op de belangen van de bij de verwerking van persoonsgegevens betrokken kredietnemer niet onevenredig mag zijn in verhouding tot het met de verwerking te dienen doel. Het proportionaliteitsbeginsel brengt met zich dat ten aanzien van iedere verwerking van persoonsgegevens een belangenafweging moet plaatsvinden. Deze verplichting geldt ongeacht de grondslag voor de gegevensverwerking. Een zorgvuldige belangenafweging moet dus ook plaatsvinden als een kredietregistratie en/of raadpleging van een stelsel van kredietregistratie is gebaseerd op toepasselijke wet- of regelgeving.³⁴ Vanwege het potentieel stigmatiserende karakter³⁵ en de nadelige consequenties die een negatieve BKR-registratie kan hebben voor kredietnemers, is het cruciaal dat de belangenafweging ten aanzien van de verwerking van persoonsgegevens zorgvuldig plaatsvindt. Deze zorgvuldigheid moet zowel tijdens het plaatsen van een registratie, als het gebruiken van de geregistreerde gegevens als

het (besluiten tot meewerken aan het) verwijderen van een registratie worden betracht.

Op het moment dat een consument een kredietaanvraag indient, gebruikt (i.e. verwerkt) de kredietaanbieder de persoonsgegevens die aanwezig zijn in het CKI en is het aan de kredietaanbieder om het belang van die consument (nieuwe kredietverkrijging) af te wegen tegen zijn eigen belang (beperking kredietrisico). Indien uit het CKI volgt dat een consument een negatieve registratie heeft, dan zou dit er niet automatisch toe moeten leiden dat een kredietaanvraag wordt afgewezen. Het zou eerder een waarschuwingssignaal moeten zijn op basis waarvan de kredietaanbieder overgaat tot nader onderzoek. Dit geldt des te meer omdat de gegevens in het CKI vrij abstract zijn en uit louter deze gegevens niet valt af te leiden of er sprake is van een problematische schuldensituatie. De belangenafweging in dit stadium is voornamelijk gericht op het al dan niet aangaan van een nieuwe kredietovereenkomst en niet specifiek op de vraag of de registratie nog ter zake dienend is.

Deze laatstgenoemde belangenafweging vindt pas plaats indien een consument verzoekt om een negatieve registratie te verwijderen. Er dient dan een belangenafweging plaats te vinden tussen enerzijds het belang van de betrokken consument bij verwijdering van de registratie en anderzijds het achterliggende belang van het in stand houden van de registratie, te weten het voorkomen van financiële risico's bij kredietverlening en het voorkomen en bestrijden van misbruik en fraude.³⁶ Het belang van de consument bij verwijdering van de negatieve registratie kan van geval tot geval verschillen. Uit meerdere uitspraken blijkt dat consumenten vaak aanvoeren dat zij in hun belang worden geschaad, omdat zij vanwege een negatieve BKR-registratie niet in staat zijn gebleken om een hypothecaire geldlening aan te trekken.³⁷

Welke partij verantwoordelijk is voor de belangenafweging in het kader van een verzoek tot verwijdering van een negatieve BKR-registratie is in de praktijk soms onduidelijk. Het BKR stelt dat zij slechts verwerkingsverantwoordelijke is voor het deel dat ziet op kwaliteitsbewaking van het CKI, en dat kredietaanbieder als verwerkingsverantwoordelijke moeten worden gezien voor het deel dat ziet op het invoeren van gegevens in het CKI.³⁸ Deze visie van het BKR leidt er volgens ons toe dat een verzoek tot verwijdering van een BKR-registratie langs beide verwerkingsverantwoordelijken moet gaan.

33. *Kamerstukken II 1997/98, 25892, 3, p. 8 en p. 80.*

34. HR 9 september 2011, ECLI:NL:PHR:2011:BQ8097.

35. Zie hierover ook het Working Document on Blacklists van de Artikel 29-werkgroep. De Artikel 29-werkgroep is opgericht in overeenstemming met art. 29 van de Richtlijn 95/46/EG. Het is een onafhankelijk Europees advies- en overlegorgaan van Europese privacytoezichthouders.

36. Hof Arnhem-Leeuwarden 28 juni 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:6060, r.o. 5.4.

37. Rechtbank Amsterdam - ECLI:NL:RBAMS:2017:5790 - 28 juli 2017; Rechtbank Noord Holland - ECLI:NL:RBNHO:2015:11680; Hof Arnhem-Leeuwarden 28 juni 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:6060, r.o. 5.4.

38. BKR 'Kredietregistratie en verantwoorde kredietverlening', p. 4, via perskamer.bkr.nl.

Eerst moet de consument het aanpassings- of verwijderingsverzoek richten aan de kredietaanbieder. Deze zal op basis van een zorgvuldige belangenafweging moeten oordelen of aan het verzoek gehoor kan worden gegeven. Als deze belangenafweging leidt tot de conclusie dat een registratie moet worden aangepast of verwijderd, dan zou het BKR – als kwaliteitsbewaker van de gegevens – daarna slechts marginaal moeten toetsen of deze belangenafweging op juiste wijze is uitgevoerd. Het is niet aan het BKR om nogmaals deze belangenafweging integraal uit te voeren. Het is immers de kredietaanbieder die een relatie heeft met de klant en dus het best in staat is om deze belangenafweging uit te voeren. Het is slechts aan het BKR om te verifiëren of de belangenafweging (deugdelijk) is uitgevoerd en door de kredietaanbieder aan het BKR kan worden gemotiveerd. Een deugdelijk gemotiveerd verzoek tot verwijdering van een registratie zal door het BKR daarom niet kunnen worden afgewezen. Indien een kredietaanbieder na de belangenafweging concludeert dat er geen gronden zijn om het belang van de consument te laten prevaleren boven het belang van alle deelnemers aan het CKI bij instandhouding van de BKR-registratie, dan strandt het verzoek in principe al bij de eerste stap. Dit laat de mogelijkheid van de consument om zich te wenden tot een onafhankelijke instantie voor geschillenbeslechting natuurlijk onverlet. Op basis van het CKI-reglement dat geldig was vanaf 1 februari 2017 tot 1 februari 2018, waarover meer in paragraaf 3.3 van dit artikel, was een kredietaanbieder echter zeer beperkt zelfstandig bevoegd om een registratie te verwijderen uit het CKI. Het gevolg hiervan was dat consumenten zich vaak tot de rechter of geschillencommissie wendden om daarmee een onafhankelijke derde te vragen om de belangenafweging te maken.

3.3. Landelijk Informatiesysteem Schulden

In het kader van het monopolie van het BKR is interessant dat er in 2008 een initiatief is geweest voor een tweede gegevensbestand in aanvulling op het CKI. Dit initiatief was het Landelijk Informatiesysteem Schulden (LIS). Het LIS zou, evenals het CKI, dienen als een stelsel van kredietregistratie en zou er enerzijds op zijn gericht om consumenten te behoeden voor problematische schulden en anderzijds om de schuldhulpverlening te vergemakkelijken. Anders dan in het CKI zou in het LIS ook informatie worden opgenomen over bijvoorbeeld achterstanden bij energieleveranciers en woningbouwcoöperaties. Daarnaast zou een breder spectrum van partijen toegang kunnen krijgen tot het LIS dan dat nu het geval is bij het CKI.³⁹

39. Het Landelijk Informatiesysteem Schulden, was een initiatief van de VNG, NVVK, EN, Leger des Heils, NVB, VFN, NTO, BKR, Stichting preventie problematische schulden, NVI, NVH en Experian. De doelstel-

Mede vanwege kritiek van de Autoriteit Persoonsgegevens (AP)⁴⁰ is het LIS bij een voornemen gebleven en is in 2010 definitief de stekker uit het project getrokken. De kritiek van de AP was onder meer dat het LIS kwalificeerde als een negatief registratiesysteem met een stigmatiserend karakter. Vanwege dit karakter werd door de AP getoetst of het LIS voldeed aan de basisvereisten en meer specifiek het vereiste van proportionaliteit.⁴¹ Volgens de AP voldeed het LIS niet aan deze vereisten omdat de kaders voor een registratie in het LIS onvoldoende objectief waren afgebakend en de opzet, doelomschrijving, toetredingscriteria en registratiecriteria van het LIS niet voldeden aan de eisen van de Wbp, waaronder de vereisten van proportionaliteit en subsidiariteit, omdat er, onder meer, nog (te veel) ruimte was voor een subjectieve uitleg van de gegevens opgenomen in het LIS. Ondanks dat het CKI deels ook kwalificeert als een negatief registratiesysteem (negatieve BKR-registratie) heeft de AP zich, naar ons weten, niet uitgelaten over de huidige werkwijze en doelomschrijving van het CKI.

3.4. CKI-reglement

Alle deelnemers aan het CKI, zijn gebonden aan het CKI-reglement. Het CKI-reglement is opgesteld door het BKR en geeft nadere invulling aan de verbintenisrechtelijke relatie tussen het BKR en de deelnemers aan het CKI (e.g. kredietaanbieders).⁴² Het CKI-reglement bepaalt onder meer (i) wat en wanneer moet worden gemeld aan het BKR, (ii) aan welke partijen gegevens uit het CKI mogen worden verstrekt en (iii) welke gegevens in het CKI geregistreerd moeten worden. Ook staat in het CKI-reglement vermeld welke gegevens het BKR verwerkt van elke in het CKI geregistreerde consument. Deze gegevens bestaan uit: (a) geboortenaam, geboortedatum, initialen, geslacht, adresgegevens, (b) de overeenkomst met de kredietaanbieder, (c) onregelmatigheden die zich voordoen gedurende de looptijd van

ling van LIS was als volgt geformuleerd: 'Het informatiesysteem heeft tot doel het beschikbaar stellen van informatie aan LIS-deelnemers en participanten over de financiële positie van de consument en het fungeren als stelsel van kredietregistratie teneinde voorafgaand aan de totstandkoming van een overeenkomst en tijdens het beheer daarvan in het belang van de consument te kunnen beoordelen of, ter voorkoming van het ontstaan van problematische schulden, het aangaan van die overeenkomst in de gevraagde vorm verantwoord is.'

40. Destijds nog het College Bescherming Persoonsgegevens.

41. Zie van het CBP de Zienswijze Landelijk Informatiesysteem Schulden d.d. 26 januari 2009 en Zienswijze Landelijk Informatiesysteem Schulden d.d. 23 september 2009.

42. Alhoewel het merendeel van de deelnemers aan het CKI kredietaanbieder is, bestaat ook voor niet-kredietaanbieders de mogelijkheid om deelnemer te worden van het BKR.

de kredietovereenkomst en (d) de beëindiging van de kredietovereenkomst. De informatie die wordt geregistreerd ten aanzien van een negatieve registratie is beperkt. Er komt enkel een aantekening van het feit *dat* er sprake is van een betalingsachterstand. Het CKI geeft niet weer wat de ernst en de hoogte van de betalingsachterstand is.

Hoewel kredietaanbieders een wettelijke verplichting hebben om deel te nemen aan het CKI, zijn zij voor toelating tot deelname aan het CKI afhankelijk van de eisen die het BKR aan hen stelt en dienen zij zich te houden aan het door het BKR opgestelde CKI-reglement. Het CKI-reglement schrijft onder meer voor:

- hoe door het BKR en kredietaanbieders wordt omgegaan met de persoonsgegevens geregistreerd in het CKI (art. 7 CKI-reglement);
- het moment waarop een kredietaanbieder bevoegd is om te mogen toetsen (art. 8 CKI-reglement);
- wanneer een achterstand moet worden gemeld (art. 12 CKI-reglement); en
- wanneer de persoonsgegevens worden verwijderd (art. 14 CKI-reglement).

Het CKI-reglement geeft hierdoor een tussen partijen dwingende inkleuring aan de open normen uit de toepasselijke wettelijke kaders. Het niet naleven van het CKI-reglement kan voor kredietaanbieders leiden tot wanprestatie richting het BKR. Het is in het kader van de kritiek van de AP op het LIS echter begrijpelijk dat het BKR de wijze waarop de gegevensverwerking mag plaatsvinden nauwkeurig omschrijft in het CKI-reglement, zodat er geen ruimte is voor een subjectieve interpretatie van de individuele deelnemers aan het CKI.

Op basis van het CKI-reglement dat van kracht was tot 1 februari 2018 waren kredietaanbieders zoals gezegd beperkt in staat om een registratie te verwijderen. Kredietaanbieders mochten op grond van art. 14 lid 10 van het CKI-reglement tot 1 februari 2018 enkel een achterstand, herstelcode en/of bijzonderheids codering uit het CKI verwijderen of aanpassen als er sprake was van:

- i. een 'onterechte registratie'⁴³; of
- ii. een uitspraak van een rechter of een geschillencommissie als de Geschillencommissie BKR of KiFiD, voor zover de uitspraak strekt tot verwijdering van het contract of aanpassing van de achterstand, herstelcode en/of bijzonderheid.

Indien kredietaanbieders na een belangenafweging tot de conclusie kwamen dat een BKR-registratie het belang van een consument disproportioneel schaafde, dan konden zij door bovenstaande strenge regels vaak geen opvolging geven aan de uitkomst van deze belangenafweging. Zij waren immers niet zelfstandig bevoegd tot verwijdering

43. Het lijkt erop dat de term 'onterechte registratie' niet duidelijk genoeg was, hetgeen volgens ons een van de redenen was om het CKI-reglement per 1 februari 2018 aan te passen.

of aanpassing van een BKR-registratie. Het BKR stelt dat het doel van deze wijziging was om de datakwaliteit van de gegevens opgenomen in het CKI te waarborgen. Bij het BKR bestond namelijk de vrees dat door oneigenlijke druk van (commerciële) derde partijen op kredietaanbieders, ten onrechte BKR-registraties zouden worden aangepast of verwijderd.⁴⁴ Zoals in de inleiding is aangehaald heeft deze wijziging veel ophef veroorzaakt in de media en zijn er tot driemaal toe Kamervragen over gesteld.

Per 1 februari 2018 is een nieuw CKI-reglement van kracht. In dit CKI-reglement is in aanvulling op het bovenstaande opgenomen dat het kredietaanbieders is toegestaan om een registratie te verwijderen indien het gaat om een terechte registratie die na een zorgvuldige belangenafweging op basis van beschikbare gegevens over individuele omstandigheden disproportioneel blijkt.⁴⁵

Het BKR heeft gelijktijdig met het CKI-reglement een Handreiking Belangenafweging (Handreiking) gepubliceerd.⁴⁶ In deze Handreiking verstrekt het BKR inzicht in de omstandigheden die door het BKR van belang worden geacht bij het uitvoeren van de belangenafweging en het deugdelijk motiveren van het verzoek tot verwijdering. Deze omstandigheden zijn bijvoorbeeld het moment van aflossing, de impact van de registratie voor de consument, de betaalmoraliteit van de consument en of de consument tijdig een adreswijziging heeft doorgegeven. Hoewel in de inleiding van de Handleiding staat dat het een hulpmiddel betreft bij het maken van een belangenafweging, is het belangrijk om te zien hoe het BKR dit document in de praktijk gaat hanteren. Als het BKR de Handreiking gebruikt om verkapt alsnog belangenafwegingen integraal over te doen, miskent zij dat ze slechts op overkoepelend niveau verantwoordelijk is voor de datakwaliteit van het CKI.

4. In de praktijk

Uit gepubliceerde uitspraken van de Geschillencommissie BKR (Geschillencommissie) is af te leiden dat zij haar oordeel over een verzoek tot verwijdering van een negatieve BKR-registratie baseert op twee losse toetsen. Eerst toetst de Geschillencommissie of de kredietaanbieder bij het plaatsen van de (negatieve) registratie heeft voldaan aan alle eisen die het CKI-reglement daarvoor stelt. Denk hierbij aan de controle of een

44. Zie: 'BKR waarschuwt consumenten tegen onnodig hoge kosten', 7 februari 2017, <http://perskamer.bkr.nl/bkr-waarschuwt-consumenten-tegen-onnodig-hoge-kosten/>.

45. Art. 14 lid 10 onder b Algemeen Reglement CKI (nieuw per 1 februari 2018).

46. Handreiking Belangenafweging, januari 2018, perskamer.bkr.nl; zie voor meer informatie: 'Handreiking BKR biedt hulp bij wijzigingsverzoeken', 22 januari 2018, <http://perskamer.bkr.nl/handreiking-bkr-biedt-hulp-bij-wijzigingsverzoeken/>.

vooraankondiging van de registratie is verzonden aan de consument en of het minimumbedrag en de minimumtermijn van de betalingsachterstand zijn overschreden. Indien de Geschillencommissie tot de conclusie komt dat aan deze vereisten is voldaan en dat de registratie aldus 'technisch' juist is, dan gaat zij over tot het toetsen van de door de kredietaanbieder uitgevoerde belangenafweging. In de uitspraken van de Geschillencommissie zijn terugkerende omstandigheden te zien die een rol spelen bij deze belangenafweging. Deze omstandigheden zijn onder meer:

- het aantal negatieve BKR-registraties op naam van de verzoeker;
- de hoogte van de betalingsachterstand;
- de duur van de betalingsachterstand;
- de houding van de consument ten opzichte van de betalingsachterstand (een proactieve houding kan een positief effect hebben bij een verzoek tot verwijdering); en
- de belangen waarin de consument wordt geschaad door negatieve BKR-registratie (bijv. afwijzing van hypotheekaanvraag).⁴⁷

Ook rechters hebben zich op vergelijkbare wijze uitgelaten over de belangenafweging die moet worden uitgevoerd bij een verzoek tot verwijdering van een registratie uit het CKI. Uit deze uitspraken kwam naar voren dat tevens van belang kan zijn of een consument heeft kunnen aantonen thans weer in een stabiele financiële situatie te verkeren.⁴⁸

De hierboven genoemde omstandigheden zijn tegenwoordig in vergelijkbare bewoordingen opgenomen in de Handreiking. Zoals aangegeven zijn wij van mening dat een kredietaanbieder in lijn met de jurisprudentie en de Handreiking zelfstandig een registratie moet kunnen verwijderen, als een belangenafweging op basis van alle specifieke omstandigheden van het geval dat uitwijst.

5. Aanbevelingen voor een modernisering van (de werking van) het CKI

Waarom was het tot nu toe dan toch zo bewerkelijk om in de praktijk van een negatieve BKR-registratie af te komen? In eerste instantie natuurlijk omdat het merendeel van de registraties terecht is en in overeenstemming met de hierboven behandelde

vereisten in het CKI is geplaatst. Voor het overige zijn wij van mening dat het verwijderen lastig was, omdat de betrokken partijen moeite lijken te hebben om een goede balans te vinden in de wijze waarop zij de complexe mix van toepasselijke wet- en regelgeving moeten toepassen.

Enerzijds is het daarom aan de kredietaanbieders om de belangenafweging ten tijde van het gebruik van de gegevens zoals opgenomen in het CKI zorgvuldig uit te voeren en niet automatisch kredietaanvragen af te wijzen omdat iemand een (negatieve) BKR-registratie heeft (gehad). Anderzijds verdient het aanbeveling dat het BKR zich beperkt tot het marginaal toetsen van verzoeken van haar deelnemers tot verwijdering van registraties. Het belemmert kredietaanbieders en consumenten indien het BKR een verwijderingsverzoek niet doorvoert, omdat zij nogmaals integraal een eigen belangenafweging uitvoert. In lijn met haar standpunt dat zij niet verantwoordelijk is voor de registratie, maarslechts verwerkingsverantwoordelijke is ten aanzien van de juistheid en correctheid van de gegevens in het CKI, moet het BKR een beperkte rol op zich nemen. Het BKR zal meer moeten vertrouwen op de wijze waarop kredietaanbieders uitvoering geven aan hun wettelijke verplichting tot het maken van een zorgvuldige belangenafweging. De Handreiking moet door het BKR alleen als hulpmiddel voor kredietaanbieders worden opgevat en niet als een meetlat waar belangenafwegingen van kredietaanbieders integraal aan worden getoetst. Bovendien ligt het volgens ons op de weg van de AP en de AFM om gezamenlijk een standpunt in te nemen over de verantwoordelijkheden en verplichtingen die kredietaanbieders op dit gebied hebben. Het is aan de AFM om duidelijk te maken dat kredietaanbieders niet direct in strijd handelen met de Wft wanneer zij een krediet verstrekken aan iemand met een (herstelde) negatieve BKR-registratie. Het is anderzijds aan de AP om kredietaanbieders eraan te herinneren dat zij zowel bij het raadplegen van het CKI als bij het besluiten op een aanpassings- of verwijderingsverzoek zorgvuldig de belangen van de betrokken consument in acht moeten nemen.

Daarnaast zijn wij van mening dat het aantal verzoeken tot verwijdering kan afnemen indien het BKR meer ruimte biedt voor flexibelere toepassing van het CKI-reglement. Het CKI-reglement schrijft nu namelijk dwingend voor wanneer een achterstand moet worden geregistreerd. Meer flexibiliteit op dit gebied – en daarmee meer verantwoordelijkheid voor de kredietaanbieders – kan ervoor zorgen dat kredietaanbieders zorgvuldiger de belangen van consumenten kunnen meewegen indien zij op het punt staan om een betalingsachterstand van een consument in het CKI te registreren. Wij zijn van mening dat het registratiemoment in bijzondere gevallen op initiatief van een kredietaanbieder moet kunnen worden uitgesteld, zodat een consument meer tijd wordt gegund om een achterstand in te lopen en niet wordt geconfronteerd met een registratie die

47. Zie: Geschillencommissie BKR, nr. 14.02, d.d. 20 februari 2014, Geschillencommissie BKR, nr. 14.03, d.d. 20 februari 2014, Geschillencommissie BKR, nr. 15.01, d.d. 17 februari 2015, Geschillencommissie BKR, nr. 15.07, d.d. 24 juni 2015, Geschillencommissie BKR, nr. 15.13, d.d. 7 september 2015, Geschillencommissie BKR, nr. 16.09, d.d. 3 augustus 2016 en Geschillencommissie BKR, nr. 16.04, d.d. 6 juni 2016.

48. Rechtbank Amsterdam, 28 juli 2017, ECLI:NL:RBAMS:2017:5790; Rechtbank Noord Holland, 26 november 2015, ECLI:NL:RBNHO:2015:11680; en Hof Arnhem-Leeuwarden (kort geding), 28 juni 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:6060.

(minimaal) vijf jaar blijft bestaan. Dit zou recht doen aan het proportionaliteitsbeginsel waaraan kredietaanbieders op grond van de toepasselijke privacywetgeving zijn gebonden. In het verlengde hiervan achten wij ook de bewaartermijn van vijf jaar die het CKI-reglement voorschrijft niet altijd proportioneel. Voor betalingsachterstanden in verband met een gering bedrag (e.g. minder dan EUR 500) die snel (e.g. binnen twee maanden na de registratie) zijn afgelost zou een registratietermijn van bijvoorbeeld één jaar in onze ogen meer proportioneel zijn.⁴⁹

Om kredietaanbieders in staat te stellen op zorgvuldige wijze de gegevens uit het CKI te kunnen raadplegen, zou het behulpzaam zijn als het CKI – met inachtneming van toepasselijke privacywetgeving – meer gedetailleerde informatie aanbiedt. Zoals gezegd is bijvoorbeeld de hoogte van de achterstand niet uit het CKI te herleiden, terwijl ons dit een cruciaal gegeven lijkt om te kunnen bepalen of iemand in een financieel moeilijke situatie verkeert en dus geen nieuwe kredietovereenkomst zou moeten aangaan. Omdat het CKI thans beperkte informatie bevat, kan daarnaast worden overwogen om de oorzaak van de betalingsachterstand in het register op te nemen, om zodoende een completer beeld van de betalingsachterstand te geven. Gedacht kan worden aan redenen als ‘verlies inkomsten’ en ‘dispuut’. Zodra zich hierin een wijziging voortdoet, kan dit logischerwijs ook leiden tot herziening van de negatieve registratie.

6. Conclusie

Er heerst thans een onnodige spanning rondom het CKI en verzoeken tot verwijdering van BKR-registraties. Zoals hierboven geschreven moet volgens ons de oplossing op meerdere vlakken worden gezocht. Het is thans aan het BKR, kredietaanbieders, de AFM en de AP om duidelijkheid te scheppen in de wisselwerking van de verschillende wet- en regelgeving die van toepassing is op kredietaanbieders in Nederland voor wat betreft kredietregistraties.

49. Uiteraard zolang er geen bijzondere omstandigheden zijn die het laten staan van de negatieve BKR-registratie rechtvaardigen.

Nieuws

*mr. I.G.K. Kleijn, mr. J.C. Schouten, mr. P.W. Post, mr. D.N.I. Gjaltema
en mr. A.A. Pasaribu*

Wet- en regelgeving nationaal

■ Ministerie van Financiën

Consultatie Uitvoeringsbesluit Wwft 2018

Op 31 januari 2018 is het ontwerp Uitvoeringsbesluit Wwft 2018 ter implementatie van de vierde anti-witwasrichtlijn ter consultatie neergelegd. Het besluit strekt tot implementatie van de vierde anti-witwasrichtlijn. Het besluit betreft de volgende onderwerpen:

- nadere regels met betrekking tot politiek prominente personen (PEP);
- nadere uitwerking van de begripsomschrijving UBO;
- wijzigingen in het cliëntenonderzoek; en
- wijzigingen in de bijlage met indicatoren voor het melden van ongebruikelijke transacties.

De consultatietermijn loopt tot 28 februari 2018.

Besluit Bekostiging financieel toezicht 2019

Op 30 januari 2018 heeft het Ministerie van Financiën het Besluit Bekostiging financieel toezicht 2019 ter consultatie neergelegd. Dit besluit stelt de nieuwe verdeling van de toezichtkosten van de AFM en DNB over de financiële sector vast. De consultatie eindigt op 11 maart 2018.

Gedragscode Klein-zakelijke Financiering

Op 26 januari 2018 heeft het Ministerie van Financiën de Tweede Kamer geïnformeerd over de door de Nederlandse Vereniging van Banken opgestelde gedragscode klein-zakelijke financiering. De Gedragscode dient meer zekerheid en duidelijkheid te bieden aan klein-zakelijke klanten over de dienstverlening van banken. In de Gedragscode zijn normen opgenomen over het contact met klanten, de informatievoorziening richting klanten en de bediening tijdens het beheer van de kredietrelatie. De Gedragscode treedt op 1 juli 2018 in werking en geldt voor financieringen (geldleningen en kredietfaciliteiten) die vanaf dat moment worden aangevraagd. In 2021 zal de Gedragscode worden geëvalueerd.

Besluit uitvoering verordening betreffende rapportage en transparantie van effectenfinancieringstransacties

Op 23 januari 2018 is het Besluit uitvoering verordening betreffende rapportage en transparantie van effectenfinancieringstransacties (Uitvoeringsbesluit SFTR) in het Staatsblad gepubliceerd. Het besluit wijzigt het Besluit

uitvoering EU-verordeningen financiële markten. De bepalingen betreffen met name de aanwijzing van de AFM en DNB als toezichthouders en hun taakverdeling, alsmede de sancties op overtreding van de verordening. Uit de toelichting vloeit voort dat het voornemen bestaat het besluit zo snel mogelijk in werking te laten treden.

Kamerbrief evaluatie provisieverbod

Op 23 januari 2018 heeft het Ministerie van Financiën de rapporten gepubliceerd van de onderzoeken die hebben plaatsgevonden in het kader van de evaluatie van het provisieverbod. De evaluatie van het provisieverbod is in twee delen uitgevoerd, te weten (i) een onderzoek naar de markteffecten van het provisieverbod en (ii) een onderzoek naar het keuzegedrag van consumenten inzake financiële dienstverlening en de effectiviteit van het dienstverleningsdocument. De belangrijkste bevindingen in het rapport zijn:

- Het provisieverbod is effectief nu de directe sturing in de markt richting bepaalde producten en aanbieders is beëindigd;
- Er zijn geen problemen vastgesteld m.b.t. de toegankelijkheid van advies onder het provisieverbod;
- Het dienstverleningsdocument dat is geïntroduceerd om de consument te helpen bij het maken van een keuze tussen verschillende financiële dienstverleners lijkt weinig effect te hebben.

De evaluatie geeft geen reden om het provisieverbod ter discussie te stellen. Wel is er een aantal onderwerpen waarop mogelijk vervolgstappen worden ondernomen. In dat kader wordt onder andere voorgesteld te onderzoeken of transparantie over provisie bij schadeverzekeringen een optie is.

Consultatie Wijzigingswet Financiële Markten 2019

Op 19 januari 2018 is de Wijzigingswet Financiële Markten 2019 ter consultatie neergelegd. In het wetsvoorstel wordt onder meer expliciet geregeld dat DNB en AFM een op grond van de Wft verleende vergunning kunnen intrekken indien de vergunninghouder niet langer voldoet aan de bij of krachtens de Sanctiewet 1977 gestelde regels. Daarnaast is er een verplichting opgenomen voor gemengde financiële holdings of verzekeringsholdings met zetel in Nederland die aan het hoofd staan van een groep waarvan een Nederlandse herverzekeraar, levensverzekeraar of schadeverzekeraar deel uitmaakt, om een verklaring van geen bezwaar aan te vragen voor dividenduitkeringen indien de groep ten

tijde van deze uitkering niet voldoet aan het solvabiliteitskapitaalvereiste of zou kunnen worden voorzien dat zij in de twaalf volgende maanden niet meer aan dat vereiste kan voldoen. De consultatietermijn loopt tot 16 februari 2018.

Wet implementatie MiFID II en het Besluit implementatie MiFID II

Op 28 december 2017 zijn de Wet implementatie MiFID II en het Besluit implementatie MiFID II in het Staatsblad gepubliceerd. De Wet implementatie MiFID II treedt in werking op een bij koninklijk besluit te bepalen tijdstip. Ook dit inwerkingtredingsbesluit is op 28 december 2017 in het Staatsblad gepubliceerd. Zowel de wet als het besluit zijn op 3 januari 2018 in werking getreden. Ook is in verband met de inwerkingtreding van MiFID II/MiFIR het Besluit tot intrekking van de Regeling lijst minimaal te bewaren gegevens belegginsondernemingen en Beleidsregel Derde landenbeleid op 22 december 2017 in de Staatscourant gepubliceerd.

Consultatie Regeling implementatie richtlijn verzekeringsdistributie

Op 22 december 2017 is de Regeling implementatie richtlijn verzekeringsdistributie ter consultatie neergelegd. In deze conceptregeling worden personen die bemiddelen in verzekeringen in aanvulling op de levering van een zaak of de verlening van een dienst onder bepaalde voorwaarden vrijgesteld van de Wft. Verder zijn in deze regeling regels opgenomen over de samenwerking en informatie-uitwisseling van de AFM met de toezichthoudende instanties van andere lidstaten en EIOPA. De consultatietermijn liep tot 1 februari 2018.

Wetsvoorstel Wijzigingswet gebruik burgerservicenummer voor het depositogarantiestelsel

Op 22 december 2017 is het wetsvoorstel Wijzigingswet gebruik burgerservicenummer voor het depositogarantiestelsel ter consultatie neergelegd. Het wetsvoorstel wijzigt art. 3:17 Wft ter verduidelijking van de bestaande wettelijke grondslag op basis waarvan banken gebruikmaken van het burgerservicenummer bij de uitvoering van het depositogarantiestelsel. De consultatietermijn liep tot 2 februari 2018.

Consultatie Regeling tot wijziging van de Vrijstellingsregeling Wft

Op 22 december 2017 is de Regeling tot wijziging van de Vrijstellingsregeling Wft in verband met het vrijstellen van het verlenen van uitstel van betaling ter consultatie voorgelegd. De Vrijstellingsregeling Wft wordt aangepast omdat in de praktijk onduidelijkheid bestaat over de vraag of het verlenen van uitstel van betaling onder de reikwijdte van de Wft valt en daarmee vergunningplichtig is. In art. 1:20 Wft is bepaald op welke financiële diensten met betrekking tot krediet de Wft niet van toepassing is. Het verlenen

van uitstel van betaling van vorderingen die voortvloeien uit kredietovereenkomsten wordt niet in art. 1:20 Wft genoemd. Het ligt echter voor de hand dat het verlenen van uitstel van betaling van vorderingen die voortvloeien uit kredietovereenkomsten als bedoeld in art. 1:20 Wft eveneens niet onder de Wft valt. Hier wordt nu door middel van de geconsulteerde regeling vrijstelling voor geregeld indien uitsluitend de wettelijke rente of een vergoeding voor buitengerechtelijke incassokosten bij de consument in rekening worden gebracht. Wanneer echter meer dan de hiervoor genoemde kosten in rekening worden gebracht bij de consument, dient een vergunning te worden aangevraagd voor het aanbieden van krediet op grond van art. 2:60 Wft. Verder wordt vrijstelling geregeld van de vergunningplicht voor bemiddelaars (art. 2:80 Wft) die een consument uitstel van betaling van een bestaande vordering tot betaling van een geldsom verlenen. Er kon tot 1 februari 2018 op het document gereageerd worden.

Voorstel Wijzigingswet financiële markten 2018

Op 21 december 2017 is het voorstel Wijzigingswet financiële markten 2018 bij de Tweede Kamer ingediend. Uit de aanbiedingsbrief met daarin het nader rapport blijkt dat de voorgestelde wijzigingen van de beloningsregels in de Wft in verband met de richtsnoeren van de EBA niet langer deel uitmaken van onderhavig wetsvoorstel. Dit houdt verband met de nog lopende evaluatie van beloningsregels uit de Wft. De verwachting is dat de uitkomsten van deze evaluatie in het eerste kwartaal van 2018 bekend zijn. Eventuele wetswijzigingen die naar aanleiding van die evaluatie wenselijk blijken zullen te zijner tijd tezamen met dat onderdeel worden opgenomen in een later wetsvoorstel. Daarbij zullen ook de opmerkingen die de Raad van State naar aanleiding van onderhavig wetsvoorstel heeft gemaakt worden betrokken en zal onder meer worden gezien welke overgangstermijn passend is ten aanzien van de inperking van de uitzondering op het bonusplafond voor beheerders van beleggingsinstellingen, beheerders van icbe's en beleggingsondernemingen die uitsluitend voor eigen rekening handelen met eigen kapitaal, geen externe cliënten hebben en plaatselijke onderneming zijn.

Consultatie Besluit transparant toezicht financiële markten

Op 20 december 2017 is het Besluit transparant toezicht financiële markten ter consultatie voorgelegd. Dit ontwerpbesluit werkt het voorstel Wet transparant toezicht financiële markten nader uit. Het ontwerpbesluit geeft nadere invulling aan art. 3:72 lid 9 Wft (zoals gewijzigd door het voorstel Wet transparant toezicht financiële markten) door voor te schrijven welke niet-geaggregeerde kerngegevens banken met een zetel in Nederland openbaar moeten maken. Daarnaast geeft het ontwerpbesluit een nadere invulling aan art. 1:94 lid 1 sub h Wft (zoals gewijzigd door het Wetsvoorstel transparant toezicht financiële markten) door een

aantal verordeningen aan te wijzen waarbij DNB en AFM de bevoegdheid hebben om bij overtreding van deze verordening de overtreding en de naam van de overtreder openbaar te maken. Het gaat om de CRR, CSDR, SFTR, MiFIR en Uitvoeringsverordening MiFID II. Er kon tot 28 januari 2018 op het document gereageerd worden.

■ Ministerie van Veiligheid en Justitie

Besluit meldplicht cybersecurity

Op 1 januari 2018 is het Besluit meldplicht cybersecurity in werking getreden. Het besluit wijst bepaalde producten en diensten aan die worden verleend door 'vitale aanbieders'. Ten aanzien van deze producten en diensten verleend door vitale aanbieders geldt de verplichting om ernstige ICT-incidenten (als bedoeld in art. 6 van de Wet gegevensverwerking en meldplicht cybersecurity) te melden bij het Nationaal Cyber Security Centrum. Het Besluit wijst de volgende financiële producten en diensten aan:

- het afwikkelen van toonbankbetalingsverkeer (dit zijn volgens de toelichting chartale en girale betalingen en het opnemen van contant geld);
- het afwikkelen van massaal giraal betalingsverkeer;
- het afwikkelen van hoogwaardig betalingsverkeer (dit is volgens de toelichting: 'het betalingsverkeer tussen banken en andere kapitaal- en geldmarktbetalingen (waaronder treasury verkeer van grote bedrijven)' en de afwikkeling van valutatransacties); en
- het afwikkelen van effectenverkeer.

DNB heeft de bevoegdheid om vitale aanbieders aan te wijzen. DNB heeft tot nu toe nog geen vitale aanbieders aangewezen. Zodra DNB dat wel heeft gedaan en deze vitale aanbieder (een van de) bovengenoemde producten of diensten verleent, geldt voor die entiteit de meldplicht voor ernstige ICT-incidenten.

■ Tweede Kamer

Nota van wijziging en nota naar aanleiding van het verslag Implementatiewet vierde anti-witwasrichtlijn

Het voorstel Implementatiewet vierde anti-witwasrichtlijn is momenteel in behandeling bij de Tweede Kamer. In dat kader zijn op 30 januari 2018 een nota van wijziging, de nota naar aanleiding van het verslag en de consultatiereactie van de Nederlandse Vereniging voor Rechtspraak gepubliceerd. De nota van wijziging bevat verbeteringen van technische aard. De nota naar aanleiding van het verslag behandelt onder meer de UBO-definitie, de reikwijdte en gevolgen van het wetsvoorstel voor de FinTech- en telecomsector, het handhavingsinstrumentarium en een mogelijke verplichting tot het registreren van UBO-informatie van een fonds voor gemene rekening.

Overig nationaal

■ De Nederlandsche Bank (DNB)

DNB Bulletins

DNB heeft de volgende DNBulletins gepubliceerd op haar website:

- DNBulletin: Flexibilisering arbeidsmarkt gaat gepaard met daling arbeidsinkomensquote (1 februari 2018);
- DNBulletin: Consumptie in Nederland hangt sterk samen met de huizenprijs (25 januari 2018);
- DNBulletin: Gunstige groeiervachting tempert investeringsterugval bij rentestijging (11 januari 2018).

DNB Nieuwsbrief Banken

De DNB Nieuwsbrief Banken van 31 januari 2018 bevat onder meer de volgende onderwerpen:

- Onderzoek kredietverlening scheepvaart;
- Onderzoek naar voorkomen betrokkenheid bij terrorismefinanciering;
- Rondetafelbijeenkomsten over maatschappelijke betamelijkheid.

DNB Nieuwsbrief Verzekeren

De DNB Nieuwsbrief Verzekeren van 31 januari 2018 bevat onder meer de volgende onderwerpen:

- Ontheffing kwartaalrapportages;
- Rondetafelbijeenkomsten over maatschappelijke betamelijkheid;
- Regeling Beheerst Beloningsbeleid 2017.

DNB Nieuwsbrief Trustkantoren

De DNB Nieuwsbrief Trustkantoren van 31 januari 2018 bevat onder meer de volgende onderwerpen:

- Beperkte blik op fiscale risico's;
- Cliëntendossiers onvoldoende belicht in SIRA;
- Incidentmelding: welke informatie is nodig;
- Aanpak illegale trustkantoren;
- Rondetafelbijeenkomsten over maatschappelijke betamelijkheid.

DNB Nieuwsbrief Pensioenen

De DNB Nieuwsbrief Pensioenen van 30 januari 2018 bevat onder meer de volgende onderwerpen:

- Informatie over de financiële opzet verbeterd;
- Uitkomsten onderzoek EMIR; 'We kunnen niet duidelijk genoeg zijn';
- Website Statistiek vernieuwd;
- Rondetafelbijeenkomsten over maatschappelijke betamelijkheid.

DNB Q&A Trustkantoren

DNB heeft op 29 januari 2018 een overzicht gepubliceerd van haar Q&A's over trustkantoren. Het betreft de volgende onderwerpen:

- vergunning groep trustkantoren;
- dienstverlening aan PEP's;
- inrichting auditfunctie;
- inrichting compliance functie;
- onderzoek naar doel van de structuur;

- risicoanalyse bedrijfsvoering;
- risicoanalyse dienstverlening;
- uitvoeren cliëntenonderzoek;
- uitvoering onderzoek herkomst vermogen;
- bemiddeling bij verkoop rechtspersonen waarin beleggings- of vastgoedportefeuille is geplaatst.

DNB Q&A Verzekeraars

DNB heeft op 26 januari 2018 een Q&A gepubliceerd omtrent de vraag onder welke voorwaarden verzekeraars in aanmerking komen voor volledige ontheffing van de kwartaalrapportages.

DNB Nieuwsbrief Betaalinstellingen

De DNB Nieuwsbrief Betaalinstellingen van 20 december 2017 bevat onder meer de volgende onderwerpen:

- Toezicht in 2018: prioriteiten en onderzoeken;
- PSD2: een update;
- Vraag eHerkenning aan voor Digitaal Loket Toezicht;
- Thematisch onderzoek naar risicomanagement bij uitbesteding;
- Stand van zaken nieuwe integriteitswetgeving.

DNB Nieuwsbrief Vermogensbeheerders

De DNB Nieuwsbrief Vermogensbeheerders van 20 december 2017 bevat onder meer de volgende onderwerpen:

- DNB-seminar voor vermogensbeheerders;
- Informatiebijeenkomst interne modellen voor Handelaren Eigen Rekening;
- eHerkenning voor Digitaal Loket Rapportages;
- Tips voor aanvragen verklaringen van geen bezwaar.

■ **Autoriteit Financiële Markten (AFM)**

AFM Agenda 2018

Op 24 januari 2018 heeft de AFM haar agenda 2018 gepubliceerd. De AFM heeft aangegeven in 2018 te starten met nieuwe initiatieven op het gebied van data-analyse om beleggers beter te kunnen beschermen tegen malafide praktijken en marktmissbruik.

De AFM hanteert in haar agenda de volgende prioriteiten:

- Het verkleinen van ongewenste risico's in financiële markten.
- Het versterken en het vernieuwen van het toezicht door gericht te investeren in technologie en methodieken.
- Het vergroten van de effectiviteit, efficiëntie en wendbaarheid van de organisatie van de AFM.

Resultaten onderzoek beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen

Op 23 januari 2018 heeft de AFM de resultaten gepubliceerd van haar onderzoek naar de naleving van de wettelijke eisen omtrent integere bedrijfsvoering, governance en vermogensscheiding onder twaalf beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen die in 2014 van

rechtswege onder de AIFMD zijn komen te vallen. De belangrijkste uitkomsten en bevindingen zijn:

- Zes van de onderzochte beheerders beheren enkel beleggingsinstellingen die buiten de reikwijdte van de AIFMD vallen. Volgens de AFM zal de AIFM-vergunning van deze beheerders (naar verwachting) komen te vervallen.
- Bij de overige beheerders is er substantiële ruimte voor verbetering t.a.v. de integere bedrijfsvoering, governance en vermogensscheiding.
- Het risicobeheer bij veel van de onderzochte beheerders is van onvoldoende niveau.
- De uitbesteding bij een groot aantal beheerders voldoet niet aan de wet- en regelgeving.
- In sommige gevallen was er twijfel over de effectiviteit en inrichting van de compliancefunctie.
- Het beleid t.a.v. belangenconflicten was vaak onvolledig.
- De naleving van de Wwft moet beter.

De AFM heeft naar aanleiding van het onderzoek een aantal best practices opgesteld die in het onderzoeksrapport zijn te vinden.

Wet- en regelgeving Europees

■ **Europese wet- en regelgeving**

Wijziging CRR in verband met securitisatieposities

Op 28 december 2017 is Verordening (EU) nr. 2017/2401 tot wijziging van de Verordening Kapitaalsvereisten ((EU) nr. 575/2013, CRR) in het Publicatieblad van de Europese Unie (Publicatieblad) gepubliceerd. De wijzigingen zien met name op kapitaalsvereisten in verband met securitisatieposities. De verordening is in werking getreden op 17 januari 2018 en is van toepassing vanaf 1 januari 2019.

Securitisatieverordening

Op 28 december 2017 is Verordening (EU) nr. 2017/2402 in het Publicatieblad gepubliceerd. De verordening bevat algemene regels voor securitisaties en introduceert een raamwerk voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties. Deze verordening wijzigt tevens de UCITS IV-richtlijn (2009/65/EG), de Solvency II-richtlijn (2009/138/EG) en de AIFM-richtlijn (2011/61/EU), alsmede de verordening inzake ratingbureaus ((EG) nr. 1060/2009) en de EMIR-verordening ((EU) nr. 648/2012). De verordening is in werking getreden op 17 januari 2018 en is van toepassing vanaf 1 januari 2019.

Gedelegeerde verordeningen

Benchmarkverordening

Op 17 januari 2018 zijn in het Publicatieblad diverse gedelegeerde verordeningen verschenen in het kader van de Benchmarkverordening ((EU) nr. 2016/1011). De gedelegeerde verordeningen:

- specificeren criteria om de impact van het niet meer aanbieden van een benchmark te beoordelen ((EU) nr. 2018/64);
- specificeren bepaalde technische aspecten van de definities van de Benchmarkverordening ((EU) nr. 2018/65);
- specificeren hoe de waardeontwikkeling van financiële instrumenten moet worden beoordeeld ((EU) nr. 2018/66); en
- geven criteria aan nationale autoriteiten om toestemming te geven voor het gebruik van bepaalde benchmarks die niet aan de verordening voldoen ((EU) nr. 2018/67).

De verordeningen zijn in werking getreden op 6 februari 2018 en zijn van toepassing vanaf dezelfde datum.

Gedelegeerde verordeningen IDD

Op 20 december 2017 zijn in het Publicatieblad twee gedelegeerde verordeningen gepubliceerd in het kader van de Richtlijn Verzekeringsdistributie (2016/97/EU, IDD). De gedelegeerde verordeningen gaan over:

- producttoezicht en governance voor verzekeraars en verzekeringsdistributeurs ((EU) nr. 2017/2358); en
- informatievereisten en gedragsregels in verband met op verzekeringen gebaseerde beleggingsproducten (IBIP's) ((EU) nr. 2017/2359).

De gedelegeerde verordeningen zijn in werking getreden op 9 januari 2018 en zijn van toepassing vanaf 23 februari 2018.

Gedelegeerde verordening onafhankelijkheidsvereisten betaalkaartschema's en verwerkingsentiteiten

Op 18 januari 2018 is gedelegeerde verordening (EU) nr. 2018/72 gepubliceerd in het Publicatieblad. De verordening dient tot aanvulling van de Verordening betreffende afwikkelingsvergoedingen voor op kaarten gebaseerde betalingstransacties ((EU) nr. 2015/71). De nieuwe verordening bevat regels voor betaalkaartschema's en verwerkingsentiteiten ter waarborging van de onafhankelijkheid van accounting, de organisatie en de besluitvormingsprocessen. De verordening is in werking getreden op 7 februari 2018.

■ Europese Commissie (EC)

Consultaties ondersteuning MKB-noteringen

Op 18 december 2017 heeft de EC een consultatie gepubliceerd met voorstellen om MKB-bedrijven eenvoudiger toegang te geven tot de openbare markten. De consultatie sluit op 26 februari 2018. Daarnaast heeft de EC een gerelateerde consultatie gepubliceerd over de vraag hoe een meer proportioneel toezichtkader voor MKB-noteringen kan worden gecreëerd. Deze consultatie is reeds op 15 januari 2018 gesloten.

Wijzigingsvoorstellen CRD IV/CRR/MiFID II en MiFIR

Op 20 december 2017 heeft de EC voorstellen goedgekeurd om het prudentiële kader voor kleinere beleggingsondernemingen te verlichten. De voorstellen wijzigen bestaande prudentiële regels voor beleggingsondernemingen, die volgen uit CRR en de Richtlijn Kapitaalvereisten (2013/36/EU, CRD IV), de Richtlijn markten voor financiële instrumenten (2014/65/EU, MiFID II) en de Verordening markten voor financiële instrumenten ((EU) nr. 600/2014/EU, MiFIR).

Voorstel voor uitstel inwerkingtreding IDD

Op 20 december 2017 heeft de EC een voorstel gepubliceerd tot uitstel van de toepassing van de Richtlijn verzekeringsdistributie (2016/97/EU, IDD) naar 1 oktober 2018. Het Europees Parlement heeft bij brief van 9 januari 2018 al aangegeven positief te staan tegenover het uitstel. Het Europees Parlement en de Europese Raad moeten op moment van schrijven nog formele goedkeuring voor het uitstel geven, wat zal gebeuren via de versnelde wetgevingsprocedure. De datum waarop de IDD in nationale wetgeving moet zijn geïmplementeerd, blijft overigens vooralsnog 23 februari 2018.

MiFID II/MiFIR: besluit gelijkwaardigheid Zwitserland

Op 21 december 2017 heeft de EC besluit 2017/2441 genomen, waarin de EC de Zwitserse wet- en regelgeving die van toepassing is op Zwitserse handelsplatformen als gelijkwaardig aan de regels onder MiFID II/MiFIR verklaart. Het besluit is geldig tot 31 december 2018. De EC zal de impact van haar besluit dit jaar monitoren. Eerder verklaarde de EC al de Amerikaanse regels gelijkwaardig.

Consultatie wijziging CRR liquiditeitsdekkingsvereiste

Op 24 januari 2018 heeft de EC een consultatie geopend over wijzigingen met betrekking tot de berekening van de verwachte liquiditeitsuitstromen en -instromen van transacties in repo's, reverse repo's en collateral swaps. Deze berekening moet volledig in lijn zijn met de internationale liquiditeitsstandaard zoals ontwikkeld door het Bazels Comité. Het consultatievoorstel zou leiden tot een wijziging van gedelegeerde verordening (EU) nr. 2015/61. De consultatie sluit op 21 februari 2018.

Overig Europees

■ European Banking Authority (EBA)

Twee consultaties over Securitatieverordening

Op 15 december 2017 heeft EBA twee consultatiedocumenten gepubliceerd over technische reguleringsnormen (RTS) met betrekking tot de Securitatieverordening ((EU) nr. 2017/2402, zie reeds hierboven). De consultaties

gaan over de vereisten met betrekking tot 'risk retention' en de homogeniteit van onderliggende blootstellingen in securitisaties. De consultaties worden openbaar behandeld op 19 februari 2018 en sluiten op 15 maart 2018.

Consultatie ITS over benchmarks

Op 18 december 2017 heeft EBA een consultatie geopend over technische uitvoeringsnormen (ITS) met betrekking tot benchmarking portfolio's en rapporteringsvereisten. De ITS wijzigen de uitvoeringsverordening met betrekking tot benchmarking van interne modellen (2016/2070). De consultatie is openbaar behandeld op 23 januari 2018 en gesloten op 31 januari 2018.

Aanbeveling EBA uitbesteding cloud service providers

Op 20 december 2017 heeft EBA een aanbeveling gepubliceerd over uitbesteding aan cloud service providers door financiële instellingen (EBA/REC/2017/03). De aanbeveling betreft de veiligheid van data en systemen, locatie van data en de verwerking van data, toegangs- en auditrechten, ketenuitbestedingen en noodplannen en exit-strategieën. De aanbeveling is gericht tot de nationale toezichthouders en geldt vanaf 1 juli 2018.

Concept-RTS vereenvoudigde verplichtingen BRRD

Op 19 december 2017 heeft EBA concept-RTS (2017/11) gepubliceerd in het kader van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen (2014/59/EU, BRRD). De richtsnoeren bevatten criteria om vast te stellen wanneer instellingen aan vereenvoudigde eisen kunnen voldoen in het kader van het opstellen van herstel- en afwikkelplannen. Daarnaast heeft EBA een rapport gepubliceerd waarin ontheffingen worden besproken die op dit moment verschillend worden toegepast door de nationale toezichthouders. EBA beoogt met deze RTS deze verschillen weg te nemen. De Commissie dient de RTS te bekrachtigen in de vorm van een gedelegeerde verordening.

Opinie over transitie van PSD1 naar PSD2

Op 19 december 2017 heeft EBA een opinie (EBA-Op-2017-16) gepubliceerd in verband met de inwerkingtreding van de PSD2-richtlijn (2015/2366/EU). EBA behandelt een aantal vragen die leven bij marktpartijen, zoals de overgangperiode en wanneer bepaalde EBA-richtsnoeren in werking zullen treden.

Impactanalyse Basel III hervormingen

Op 20 december 2017 heeft EBA een analyse gepubliceerd over de impact die de Basel III hervorming, waarvan de laatste versie gepubliceerd is op 7 december 2017, zal hebben op Europese banken. De beoordeling is gebaseerd op data uit december 2015.

Finale richtsnoeren IFRS 9-overgangperiode

Op 12 januari 2018 heeft EBA richtsnoeren gepubliceerd over de transparantievereisten die gelden voor instellingen die de in verordening (EU) nr. 2017/2395 gespecificeerde IFRS 9-overgangsregeling toepassen (EBA/GL/2018/01). Instellingen die besluiten om de IFRS 9-overgangsregeling toe te passen en te verwachten kredietverliezen opnemen in het tier 1-kernkapitaal, moeten hun eigen vermogen, kapitaalratio's en hefboomratio's, zowel met als zonder de toepassing van die regelingen, openbaar maken. De richtsnoeren gelden vanaf 20 maart 2018.

European Securities and Markets Authority (ESMA)

Concept-RTS Prospectusverordening

Op 15 december 2017 heeft ESMA een consultatie geopend over RTS bij de Prospectusverordening ((EU) nr. 2017/1129). De concept-RTS bevat vereisten die zien op (i) informatie die in de samenvatting van het prospectus opgenomen moet worden, (ii) data om het prospectus te classificeren en leesbaar te maken voor een computer, (iii) reclame gerelateerd aan openbare aanbiedingen of toelatingen tot de handel, (iv) de publicatie van een supplement en v) de publicatie van het prospectus. De consultatie sluit op 9 maart 2018.

Diverse publicaties MiFID II/MiFIR

In verband met de inwerkingtreding van MiFID II/MiFIR per 3 januari 2018 zijn verschillende publicaties van ESMA verschenen:

- Op 15 en 18 december 2017 heeft ESMA een aantal Q&A's op haar website geactualiseerd. De Q&A's geven duidelijkheid aan de markt over de manier waarop de Europese toezichthouders, waaronder de AFM, MiFID II en MiFIR-verplichtingen zullen interpreteren. De nieuwe Q&A's gaan over: grondstofderivaten, datarapportages, provisie, geschiktheidsvereisten en activiteiten van beleggingsondernemingen uit derdelanden. Ook is er een Q&A die ziet op marktinfrastructuur, waaronder het 'tick size-regime' en de transparantievereisten. ESMA beantwoordt ook vragen over bijkantoren buiten de EU van EU-beleggingsondernemingen;
- Op 20 december 2017 is uitvoeringsverordening (EU) nr. 2017/2382 verschenen met betrekking tot standaardformulieren, templates en procedures in verband met de toezending van informatie op grond van MiFID II in het Publicatieblad. De verordening is in werking getreden op 3 januari 2018 en van toepassing vanaf dezelfde datum;
- Op 20 december 2017 heeft ESMA een mededeling gepubliceerd over de introductie van de Legal Entity Identifier (LEI). Hierin staat onder andere dat ESMA handelsplatformen de komende zes maanden nog toestaat om de eigen LEI codes te gebruiken in plaats van de codes

- van niet-EU emittenten;
- Op 22 december 2017 is gedelegeerde verordening (EU) nr. 2017/2417 betreffende de handelsverplichting in bepaalde derivaten in het Publicatieblad verschenen. De verordening is in werking getreden op 23 december 2017 en van toepassing vanaf dezelfde datum;
- Op 22 december 2017 heeft ESMA een update aangebracht in de belangrijke transparantie berekeningen voor aandelen en obligaties. Marktpartijen moeten deze berekeningen gebruiken vanaf 3 januari 2018;
- Op 9 januari heeft ESMA voor het eerst een overzicht van positiebeheerscontroles gepubliceerd. Onder MiFID II moeten beleggingsondernemingen en marktexploitanten de bevoegde autoriteiten op de hoogte houden van de bijzonderheden van de positiebeheerscontroles, die op hun beurt ESMA moeten informeren.
- Op 18 januari 2018 heeft ESMA een zogenaamde ‘call for evidence’ gepubliceerd met betrekking tot speculatieve producten die aan retailklanten worden aangeboden. Tot 5 februari 2018 konden beleggingsondernemingen en andere geïnteresseerden reageren op de vragen van ESMA over het gebruik van deze instrumenten door retailklanten en de impact van mogelijke productinterventiemaatregelen bij contracts for differences (CFD's), binaire opties en specifieke restricties voor CFD's in cryptovaluta.

Consultaties over ITS/RTS Securitatieverordening

Op 19 december 2018 heeft ESMA drie consultatiedocumenten gepubliceerd over openbaarmakingsvereisten, operationele standaarden en toegangsvoorwaarden voor gebruikers van securitisatie in verband met de Securitatieverordening. De consultaties eindigen op 19 maart 2018.

Evaluatie shortsellingverordening

Op 21 december 2017 heeft ESMA een technisch advies gegeven aan de EC over de vraag hoe de short-sellingverordening ((EU) nr. 236/2012) kan worden verbeterd. ESMA stelt een aantal concrete wijzigingen voor.

Register beheerders en benchmarks

Op 3 januari 2018 heeft ESMA een register gepubliceerd van beheerders en benchmarks op grond van art. 36 van de Benchmarkverordening ((EU) nr. 2016/1011). Een onder toezicht staande entiteit mag gebruik maken van de benchmarks in dit register.

Consultatie richtsnoeren met betrekking tot procyclische effecten onder EMIR

Op 8 januari 2018 heeft ESMA een consultatie geopend over richtsnoeren onder de EMIR-verordening ((EU) nr. 648/2012) met betrekking tot de maatregelen die mogelijke procyclische effecten van door centrale tegenpartijen gehanteerde

risicobeheerpraktijken voorkomen en reguleren. De consultatie sluit op 28 februari 2018.

Notificaties van belangrijke deelnemingen

Op 16 januari 2018 heeft ESMA een bijgewerkte *Practical Guide* gepubliceerd over nationale regels in de Europese Economische Ruimte met betrekking tot notificaties van belangrijke deelnemingen onder de Transparantierichtlijn.

■ European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)

Publicaties over o.a. SFCR, financiële stabiliteit, Brexit, capital add-ons en LTGM

In december 2017 zijn van EIOPA diverse publicaties verschenen:

- Op 18 december 2017 een mededeling over de rapportages inzake de solvabiliteit en de financiële positie (Solvency and Financial Condition Report (SFCR)) van (her)verzekeraars en verzekeringsgroepen. Het doel van het statement is om de transparantie en publicaties van deze rapportages te bevorderen. EIOPA vindt dat de rapportages goed vindbaar zijn op de websites en dat over het algemeen voldaan is aan de Solvency II vereisten. EIOPA noemt wel een aantal verbeterpunten;
- Op 20 december 2017 een rapport over de financiële stabiliteit van de (her)verzekerings- en pensioensector in de EER. EIOPA concludeert dat hoewel de wereldwijde economische vooruitzichten verbeteren, de aanhoudend lage rente en de lage marktvolatiliteit in samenhang met de huidige economische en politieke onzekerheden voor grote uitdagingen in de sector blijven zorgen.
- Op 21 december 2017 een opinie over de Brexit gericht aan verzekeraars en nationale toezichthouders. EIOPA dringt aan op het treffen van voldoende voorbereidingsmaatregelen zodat verzekeraars aan hun contracten kunnen blijven voldoen en om te voorkomen dat er activiteiten worden ondernomen zonder de benodigde vergunningen;
- Op 21 december 2017 zijn ook rapporten verschenen over het gebruik van capital add-ons en de langetermijngarantiemaatregelen (LTGM). Tot einde jaar 2016 zijn er bij 20 verzekeraars en bij 4 groepen capital add-ons toegepast door nationale toezichthouders, maar niet in Nederland. De meeste van de LTGM's worden op grote schaal toegepast in de EU.
- Op 30 januari 2018 heeft EIOPA een bijgewerkt werkprogramma voor de jaren 2017-2019 gepubliceerd, waarin nader wordt uitgewerkt hoe invulling wordt gegeven aan het thema InsurTech.

Vertalingen richtsnoeren IBIP's

Op 19 januari 2018 heeft EIOPA de officiële vertalingen gepubliceerd van de richtsnoeren uit hoofde van de IDD. De richtsnoeren gaan over op verzekeringen gebaseerde beleggingsproducten

met een zodanige structuur dat de daaraan verbonden risico's voor klanten moeilijk te beoordelen zijn.

■ Europese Centrale Bank (ECB)

ECB Prioriteiten toezicht 2018

Op 18 december 2018 heeft de ECB haar prioriteiten in het kader van het Single Supervisory Mechanism (SSM-) toezicht aangekondigd. De ECB stelt zich ten doel ervoor te zorgen dat banken die direct onder haar toezicht staan hun belangrijkste risico's effectief adresseren. De ECB's prioriteiten zijn: (i) businessmodellen en winstaanjagers, (ii) kredietrisico, (iii) risicomanagement en (iv) activiteiten die meerdere risicodimensies behelzen. Deze prioriteiten zijn uiteraard niet limitatief, maar geven wel aan waar de nadruk van het ECB-toezicht in 2018 zal liggen.

ECB Factsheet over SREP

Op 18 december 2017 heeft de ECB een factsheet gepubliceerd over de supervisory review and evaluation process (SREP). Hierin staan onder andere de uitkomsten over de SREP in 2017, de juridische basis van de SREP en de gehanteerde methodiek.

FAQ over Brexit

In verband met de Brexit heeft de ECB een document gepubliceerd met veel gestelde vragen van banken die overwegen hun hoofdkantoor te verplaatsen. Op 11 januari 2018 heeft de ECB deze vragen geactualiseerd. De vragen gaan onder andere over bankentoezicht, vergunningen en autorisaties, interne governance en risk management, herstelplannen, interne modellen in banken en het doorlopende toezicht.

Aanbevelingen dividend- en beloningsbeleid

Op 11 januari 2018 heeft de ECB haar aanbevelingen gepubliceerd ten aanzien van dividenduitkeringen en beloningsbeleid voor 2017 (ECB/2017/44).

■ Single Resolution Board (SRB)

SRB beleid over MREL

Op 20 december 2017 heeft de SRB, tezamen met de nationale resolutieautoriteiten, een mededeling gepubliceerd over het beleid ten aanzien van de minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). Deze beleidsmededeling vormt de basis voor het stellen van geconsolideerde MREL-doelstellingen voor banken die vallen onder de SRB.

Internationaal

■ Bazel Comité voor Bankentoezicht

Publicaties over stress test, toezichthoudende colleges en aanpassing van NSFR

In december heeft het Bazel Comité de volgende documenten gepubliceerd:

- Op 20 december 2017 een rapport over stress tests. In het rapport wordt de aanpak van deze tests door verschillende toezichthouders beschreven en vergeleken. Het Bazels Comité concludeert onder andere dat zowel banken als toezichthouders grote stappen hebben gezet op het gebied van stress testing;
- Op 21 december 2017 een rapport over het verbeteren van de effectiviteit en het functioneren van toezichthoudende colleges. Het Bazels Comité concludeert dat dit over het algemeen is verbeterd en noemt nog een aantal aandachtspunten ter verbetering; en
- Op 21 december 2017 een consultatie over een aanpassing van de manier waarop buitengewone monetaire beleidsmaatregelen doorwerken in de zogenaamde net stable funding ratio (NSFR).

■ International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

FAQ over Brexit

Met het oog op de Brexit heeft ISDA een document gepubliceerd met veel gestelde vragen. Op 10 januari 2018 heeft ISDA deze vragen geactualiseerd. De vragen gaan onder andere over de wijzigingen die marktdeelnemers zouden moeten overwegen door te voeren in hun ISDA Master Agreement, maar ook over toegang tot de financiële markten, rechtskeuze, onderpand en faillissement en de gevolgen voor toepasselijkheid van regels uit EMIR ((EU) nr. 648/2012), BRRD (2014/59/EU) en de Benchmarkverordening ((EU) nr. 2016/1011).

Rondom het nieuws

Wat is er mis met het financiële toezicht?

mr. R.K. Pijpers

1. Inleiding

In nr. 7/8 van 2017 van dit tijdschrift beschreef ik de toenmalige publicatie van een aantal rapporten die de indruk wekten dat de verschillende financiële toezichthouders hun zaakjes goed op orde hadden.¹ Uit nadere bestudering van die rapporten bleek echter dat bij hun functioneren toch wel de nodige kanttekeningen waren te plaatsen.²

Een goed half jaar verder is er wederom een aantal rapporten over het functioneren van de verschillende toezichthouders gepubliceerd. Zo verscheen er een rapport van de Algemene Rekenkamer over het toezicht door DNB op middelgrote en kleine banken in Nederland,³ een gezamenlijke rapport van de rekenkamers van Cyprus, Duitsland, Finland, Nederland en Oostenrijk over het toezicht op middelgrote en kleine banken,⁴ een rapport van de Europese Rekenkamer over de SRB,⁵ een 'speciaal verslag' van de Europese Rekenkamer over de doelmatigheid van de crisisbeheersing voor banken door de ECB⁶ en een rapport van de directie Financiële Markten van het Ministerie van Financiën over de beleidsdoorlichting met betrekking tot de financiële markten.⁷ Verder publiceerde ESMA de uitkomsten van een *Peer Review on the Guidelines on*

certain aspects of the compliance function under MiFID (Guidelines).⁸ Van een andere orde, maar daarom niet minder spraakmakend, waren de uitspraken van de rechtbank Rotterdam waarin zij de door de AFM aan PwC en EY opgelegde boetes herroept, omdat de AFM niet buiten redelijke twijfel had aangetoond dat PwC en EY hun wettelijke zorgplicht hebben overtreden.⁹

Al deze nieuwe publicaties leiden niet tot een rooskleuriger beeld dan uit de eerdere rapporten naar voren kwam. Dat geeft te denken, omdat de almaar uitdijende bevoegdheden en budgetten van de toezichthouders blijkbaar niet tot beter toezicht leiden. Wat zijn zoal mijn zorgpunten?

2. Complexiteit van regelgeving en verschillen in toezicht

De rekenkamers van Cyprus, Duitsland, Finland, Nederland en Oostenrijk komen in hun rapport over het toezicht op middelgrote en kleine banken onder andere tot de conclusie dat (i) de Europese regels voor toezicht op banken complex zijn en (sinds de recente financiële crisis) voortdurend in beweging, (2) het toezicht op banken in de EU-landen verschillend is georganiseerd en (3) er ook verschillen tussen EU-landen zijn bij de uitvoering van toezicht in de praktijk. Niets nieuws onder de zon, maar in het licht van de totstandkoming van de bankenunie toch een belangrijk zorgpunt, zeker nu de Algemene Rekenkamer in haar rapport over het DNB-toezicht op middelgrote en kleine banken in Nederland onder meer aanbeveelt om (i) periodiek de frequentie en diepgang van het toezicht per bank te heroverwegen en (ii) te motiveren om welke reden het toezicht verder gaat dan de regelgeving minimaal vereist. Anders gezegd: middelgrote en kleine banken worden in Nederland anders (lees: strenger) behandeld dan hun concurrenten in

1. Mr. R.K. Pijpers, 'Toezicht op toezicht: hoe functioneren de toezichthouders', *FR* 2017, nr. 7/8.
2. Belangrijke kanttekening bij de uitkomsten van de rapporten was dat de daaraan ten grondslag liggende onderzoeken alleen waren gericht op de doelmatigheid en doeltreffendheid van het functioneren van de financiële toezichthouders, en niet op de doelmatigheid en doeltreffendheid van het financiële toezicht. Dat noemde ik een 'ernstige tekortkoming'.
3. Zie <https://www.rekenkamer.nl/publicaties/rapporten/2017/09/27/toezicht-op-banken-in-nederland>.
4. Zie <https://www.rekenkamer.nl/onderwerpen/eu-governance/documenten/rapporten/2017/12/14/task-force-banking-union-joint-report>.
5. Zie <https://www.eca.europa.eu/nl/Pages/NewsItem.aspx?nid=9429>.
6. Zie <https://www.eca.europa.eu/nl/Pages/DocItem.aspx?did=44556>.
7. Zie <https://www.rijksoverheid.nl/regering/bewindspersonen/wopke-hoekstra/documenten/kamerstukken/2017/12/15/kamerbrief-inzake-beleidsdoorlichting-financiële-markten>.

8. Zie <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-mifid-compliance-function-peer-review-results>.
9. Zie https://www.rechtspraak.nl/Organisatie-en-contact/Organisatie/Rechtbanken/Rechtbank-Rotterdam/Nieuws/Paginas/Rechtbank-Rotterdam-herroept-door-de-AFM-aan-PwC-en-EY-opgelegde-boetes.aspx?pk_campaign=rssfeed&pk_medium=rssfeed&pk_key_word=Nieuws-van-de-rechtbank-Rotterdam.

andere lidstaten. Dat lijkt me, gelet op het beoogde *level playing field*, zeker binnen de bankenunie, niet de bedoeling te kunnen zijn. Met steeds weer nieuwe nationale regelgeving¹⁰ en nieuwe toezichtmethoden¹¹ neemt de geconstateerde complexiteit en diversiteit bovendien toe in plaats van af.

3. Lacunes in controlebevoegdheden

Een tweede zorgpunt betreft de zowel door de Algemene Rekenkamer (ARK) als de Europese Rekenkamer (ERK) geconstateerde lacunes in controlemogelijkheden bij onafhankelijk onderzoek naar toezicht op zowel significante als minder significante banken. Zo hebben de nationale rekenkamers van de landen van de eurozone geen bevoegdheden bij de ECB, waardoor zij geen onderzoek kunnen doen naar het functioneren van het prudentieel toezicht door de ECB op de significante banken in hun land. Dit geldt ook voor de ERK, omdat die alleen bevoegd is om de 'operationele efficiëntie van het management van de ECB' te onderzoeken en derhalve géén toegang heeft tot toezichtvertrouwelijke informatie. Voor middelgrote en kleine banken doet zich het probleem voor dat DNB sinds 2016 geleidelijk overschakelt op een informatiesysteem van de ECB. Aangezien dat systeem eigendom is van de ECB, is DNB van mening dat zij aan de ECB toestemming moet vragen om de ARK toegang tot de daarin opgeslagen informatie te geven. Omdat die toestemming niet wordt verwacht, ontstaat door de technische overzetting van gegevens van DNB- naar ECB-systemen een lacune in de reikwijdte van de wettelijke bevoegdheden van de ARK. Ook in dit geval staan daar onvoldoende controlemogelijkheden door de ERK tegenover, waardoor er geen sprake is van een sluitend controlesysteem. De ARK concludeert dan ook dat de mogelijkheden om door onafhankelijke externe controle eventuele tekortkomingen in het banktoezicht – en in het uiterste geval falend toezicht – op zowel grootbanken als middelgrote en kleine banken vast te stellen, sterk afnemen.¹² De

ARK wijst er daarbij op dat dit ook consequenties kan hebben voor de informatiepositie van, en beoordeling door, het parlement. Bovendien: de ARK concludeert óók dat de minister van Financiën weliswaar 'in opzet voldoende bevoegdheden heeft om toezicht op DNB uit te oefenen', maar dat hij dat toezicht in de praktijk maar 'beperkt' invult. Daardoor is het volgens de ARK niet zeker dat de minister in crisissituaties bij banken die kunnen leiden tot destabilisatie van het financiële stelsel beschikt over de volledige informatie die hij nodig heeft om zijn verantwoordelijkheid waar te maken. Eerlijk gezegd lijkt me dat van een geheel andere, veel belangrijker orde dan de recente perikelen rond de governance van ABN AMRO, waar de minister zich actief mee zegt te gaan bemoeien.¹³

4. Doelmatigheid en doeltreffendheid

In mijn artikel in nr. 7/8 van 2017 van dit tijdschrift heb ik aangegeven dat er niets bekend is over de doelmatigheid en doeltreffendheid van het financiële toezicht.¹⁴ Ook de hiervoor (in de inleiding) genoemde beleidsdoorlichting met betrekking tot de financiële markten biedt daarin geen enkel inzicht. Sowieso brengt die beleidsdoorlichting weinig nieuws, omdat die 'ten aanzien van de beoordeling van de doeltreffendheid en doelmatigheid gebaseerd (is) op reeds bestaand evaluatieonderzoek, daaronder niet begrepen werk van academische aard'. In de woorden van de minister: *Dat betekent onder andere dat een beleidsdoorlichting het karakter heeft van een syntheseonderzoek: het vat samen wat bekend is over de doeltreffendheid en doelmatigheid*. Probleem is juist dat over die doelmatigheid en doeltreffendheid van het financiële toezicht helemaal niets bekend is. Wederom in de woorden van de minister: *Of een instrument ook een wezenlijke bijdrage heeft geleverd aan het bereiken van een hogere doelstelling is niet altijd aan te tonen ... Een deel van de maatregelen sorteert bovendien pas na enige (en soms geruime) tijd effect ... Daarnaast is het niet mogelijk om steeds met kwantitatieve effectanalyse tot verifieerbare uitspraken te komen over de doeltreffendheid en doelmatigheid van het beleid ... Een werkelijke 'stresstest' is bij veel instrumenten dus nog uitgebleven*. Een beleidsdoorlichting, kortom, waar we eigenlijk niets mee kunnen, met uitzondering wellicht van het voorstel 'om bij het maken van toekomstig beleid rekening te houden met de evalueerbaarheid daarvan, zodat aanknopingspunten bestaan om de doeltreffendheid en doelmatigheid van beleid op een later moment te kunnen beoordelen'. Ik ben benieuwd.

10. Zie bijvoorbeeld de recent door de Tweede Kamer aangenomen Wet transparant toezicht financiële markten.

11. Zie bijvoorbeeld 'toezicht per nieuwsbrief' (<https://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-banken/NieuwsbriefBankennovember2017/dnb366425.jsp>) en 'innoveren met gedragswetenschappelijke experimenten' (<https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2018/feb/ing-florius-experimenten>).

12. Mogelijk gelden deze tekortkomingen ook indien de voorstellen van de Europese Commissie ter versterking van de rollen van EBA, EIOPA en ESMA worden aanvaard (https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2017-536_en). In dit ESFS-review package wordt onder meer voorgesteld het aantal directe toezichtbevoegdheden van ESMA uit te breiden.

13. Zie <https://fd.nl/economie-politiek/1240980/hoekstra-gaat-zich-bemoeien-met-opvolging-zoutendijk>.

14. Zie voetnoten 1 en 2.

5. Toezichtmethodiek

Hoewel de zaken nog onder de rechter zijn,¹⁵ hebben de uitspraken van de rechtbank Rotterdam in de door PwC en EY aangespannen procedures tegen de door de AFM opgelegde bestuurlijke boetes wegens schending van de wettelijke zorgplicht (art. 4 Wta), de discussie over – wat de AFM noemt – ‘het handhavingskader’ nieuw leven ingeblazen. In die uitspraken besliste de rechtbank dat tekortkomingen in de controlewerkzaamheden van de externe accountants van een accountantsorganisatie in beginsel niet voldoende zijn voor de conclusie dat deze accountantsorganisatie niet aan haar zorgplicht voldoet. Die conclusie kan volgens de rechtbank in de regel alleen worden getrokken op basis van onderzoek naar de invulling van de zorgplicht door de accountantsorganisatie. Wat de AFM over de door haar geconstateerde tekortkomingen in de controlewerkzaamheden van de externe accountants van PwC en EY naar voren heeft gebracht, is volgens de rechtbank onvoldoende voor het oordeel dat de AFM buiten redelijke twijfel heeft aangetoond dat PwC en EY hun zorgplicht hebben overtreden.

Dat de AFM in hoger beroep is gegaan mag niet verbazen, omdat de AFM zich realiseert dat de consequentie van de uitspraken is dat zij de accountantsorganisatie niet meer rechtstreeks kan aanspreken op basis van tekortkomingen in de kwaliteit van de wettelijke controles van de jaarrekening. Niet uitgesloten is dat eenzelfde redenering geldt voor de wijze waarop de AFM (en DNB) uit hoofde van bijvoorbeeld de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) toezicht houdt. Ook in het kader van het Wwft-toezicht worden immers maatregelen getroffen op basis van de beoordeling van een (beperkt) aantal dossiers. De vraag is of en in hoeverre dit een houdbare methodiek is, ook internationaal gezien.

Hoewel de hiervoor genoemde *Peer Review* een ander, specifiek onderwerp betrof, geeft de conclusie van ESMA dat ‘*significant weaknesses were identified in the supervisory approaches of Cyprus, Iceland and the Netherlands*’ toch aanleiding tot zorg. De stelling van de AFM – volgens het FD – dat ‘uiteindelijk’ het resultaat telt en dat het daarom ‘niet slecht (is) als verschillende landen verschillende accenten kunnen leggen om dat doel te bereiken’ doet in het kader van het streven naar harmonisatie van regelgeving en convergentie van toezicht toch wat vreemd aan.¹⁶ Is het immers niet de bedoeling om naast een bankunie ook een kapitaalmarktunie te realiseren?

6. Conclusie

Toezicht houden is en blijft lastig. De maatschappelijke en politieke lat licht hoog en consumenten verwachten optimale bescherming. Dit heeft tot een ongekennde daadkracht geleid, met als gevolg een inmiddels onontwarbare kluwen van regelgeving en toezichthoudende instanties, waarop onvoldoende extern, onafhankelijk toezicht kan worden gehouden. Daarmee lijkt de wal het schip te keren en dreigt afkalving van het vertrouwen van zowel publiek, politiek als marktpartijen in regelgevers en toezichthouders. Dat baart pas echt zorg.

15. Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2018/jan/hoger-beroep-zorgplicht-accountants>.

16. Zie <https://fd.nl/beurs/1230578/afm-scoort-slecht-in-rapport-over-europese-toezichtsregels>.

Jurisprudentie

mr. E.M.T. Huijzer, mr. E.L. Rowel, mr. R.B. Akkerhuis, mr. J.P. van der Klein, mr. L.A. van Amsterdam en mr. A.E.E. Verspyck Mijnsen¹

Gerechtshoven

Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden
12 december 2017

ECLI:NL:GHARL:2017:10970

Appellanten / Defam B.V. - ER

Inzake: Schending zorgplicht aanbieder effectenleaseproduct

(De rechtsvoorganger van) Defam B.V. (hierna: Defam) heeft na bemiddeling door Afab Geldservice B.V. (hierna: Afab) met appellanten een effectenleasecontract gesloten, op grond waarvan aan appellanten een leasebedrag van EUR 23.720 is verstrekt, waarvoor aandelen zijn gekocht. Toen het contract afliep op 16 augustus 2004, zijn de aandelen verkocht en is de opbrengst daarvan aangewend voor aflossing van de schuld en resteerde een restschuld van EUR 6.826,91. Appellanten hebben in eerste aanleg, kort samengevat een verklaring voor recht gevorderd dat Afab en Defam jegens hen onrechtmatig hebben gehandeld en/of toerekenbaar zijn tekortgeschoten en dat zij hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de door hen geleden schade, alsmede hoofdelijke veroordeling van Afab en Defam om aan hem te voldoen al hetgeen zij aan Defam ingevolge het contract hebben voldaan, met rente en kosten. De kantonrechter heeft de vorderingen afgewezen, omdat appellanten niet tijdig hadden geklaagd. Appellanten hebben hoger beroep ingesteld bij het Gerechtshof Arnhem-Leeuwarden (hierna: het Hof). Na een tussenarrest van 15 november 2016, waarin het Hof reeds oordeelde dat het beroep op verjaring faalde, hebben partijen zich uitgelaten over de advisering van appellanten door Afab en de consequenties daarvan voor de vergoedingsplicht van Defam, zulks in het licht van de arresten van de Hoge Raad van 2 september 2016 (ECLI:NL:HR:2016:2012 en ECLI:NL:HR:2016:2015).

1. Esther Huijzer, Else Rowel en Rachelle Akkerhuis zijn allen advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek. Jos van der Klein, Lars van Amsterdam en Anouk Verspyck Mijnsen zijn allen advocaat bij NautaDutilh. Uitspraken met de vermelding EH zijn besproken door Esther Huijzer, uitspraken met de vermelding ER zijn besproken door Else Rowel, uitspraken met de vermelding RA zijn besproken door Rachelle Akkerhuis, uitspraken met de vermelding JvdK door Jos van der Klein, uitspraken met de vermelding LvA door Lars van Amsterdam en uitspraken met de vermelding AVM door Anouk Verspyck Mijnsen.

Allereerst heeft het Hof op basis van de eigen uitlatingen van Defam geoordeeld dat Defam, anders dan door haar werd betoogd, niet alleen krediet aanbod, maar te gelden had als aanbieder van de effectenleaseproducten. Daaraan deed volgens het Hof niet af dat de (toenmalige) toezichthouder STE volgens Defam had ingestemd met de constructie waarbij KBW Wesselius Effectenbank N.V. (hierna: KBW) de effecteninstelling was die de effectendienstverlening verrichtte en daarvoor een vergunning had, omdat dat niet strookte met de wijze waarop Defam zich aan het publiek presenteerde. Dat bracht met zich dat Defam, wanneer zij zich bediende van tussenpersonen zoals cliëntenremisiers, erop diende toe te zien dat dezen ofwel beschikten over een vergunning voor het verlenen van beleggingsdiensten, ofwel zich onthielden van het geven van beleggingsadviezen. Indien Defam wist of moest weten dat een cliëntenremisier die was vrijgesteld van een vergunningsplicht toch beleggingsadvies gaf, diende zij de aangebrachte klant te weigeren. Dit geldt te meer nu is gebleken dat Defam zelf evenmin over een vergunning beschikte. Voor zover Defam heeft bedoeld te stellen dat Afab, voor zover zij al adviseerde, uitsluitend adviseerde over de kredietverlening en niet over de belegging, volgde het Hof die stelling niet. De effectenleaseovereenkomst werd immers afgesloten als één geheel, in één overeenkomst, waarin is vastgelegd dat met het verleende krediet aandelen worden gekocht.

Vervolgens oordeelde het Hof dat uit de bewoordingen van de brief van Afab aan appellanten duidelijk volgt dat zij adviseerde om deze overeenkomst te sluiten. Mede gelet op de tekst op de website van Defam, het feit dat Afab staat voor Amsterdams Financieel Advies Bureau en dat Defam naar eigen zeggen de deskundige advisering over haar kredieten toevertrouwde aan haar intermediairs, is de conclusie onontkoombaar dat Defam wist, althans in ieder geval moest vermoeden (en dus moest verifiëren) dat Afab appellanten had geadviseerd om (ook) de effectenleaseovereenkomst met Defam aan te gaan.

Het Hof oordeelde vervolgens dat op Defam als professionele dienstverlener een bijzondere zorgplicht rust tegenover particuliere beleggers. Dientengevolge rust op de aanbieder van een effectenleaseproduct de verplichting (i) de particuliere belegger te waarschuwen voor het restschuldrisico (ii) onderzoek te doen naar de inkomens- en vermogenspositie van de particuliere belegger en (iii) indien daartoe aanleiding bestaat,

te ontraden de leaseovereenkomst aan te gaan. Deze zorgplicht gaat - behoudens bijzondere omstandigheden - niet zo ver dat de aanbieder dient te weigeren de leaseovereenkomst te sluiten. In de rechtspraak is al meermalen beslist dat de bepalingen die zijn opgenomen in de brochure van Defam, de overeenkomst zelf en de algemene bepalingen daarbij, slechts waarschuwingen in algemene bewoordingen betreffen. In die stukken is geen uitdrukkelijke waarschuwing in niet mis te verstane bewoordingen opgenomen voor het restschuldrisico (vgl. ECLI:GHAMS:2011:BQ2973, BQ3067 en BQ7700). Datzelfde geldt in dit geval. Het Hof heeft derhalve nog slechts onderzocht of in dit specifieke geval sprake was van omstandigheden die het voorgaande anders maakten.

Hoewel Defam meerdere omstandigheden aanvoerde, kwam het Hof tot de conclusie dat de enige relevante omstandigheid is dat appellanten eerder een effectenleaseovereenkomst hebben gesloten met Bank Labouchere. Evenwel bleek uit niets - en werd ook niet door Defam onderbouwd - dat appellanten toen wél voldoende indringend zijn gewaarschuwd voor het restschuldrisico. Derhalve geldt ook in dit geval dat Defam is tekortgeschoten in haar bijzondere zorgplicht en is gehouden de daarmee verband houdende schade te vergoeden, aldus het Hof.

Vasterechtspraak is dat één derde deel van de schade voor rekening van de belegger blijft, in verband met de aan hem toe te rekenen omstandigheid dat uit de leaseovereenkomst voldoende duidelijk kenbaar was dat werd belegd met geleend geld, dat de leaseovereenkomst voorzag in een geldlening, dat over die lening rente moest worden betaald en dat het geleende bedrag moest worden terugbetaald. In dit geval heeft Defam echter niet alleen bij de totstandkoming van de leaseovereenkomst haar zorgplichten geschonden, maar bovendien heeft zij deze overeenkomst gesloten terwijl zij wist of behoorde te weten dat de tussenpersoon Afab, zonder te beschikken over de daarvoor benodigde vergunning, Appellanten heeft geadviseerd een effectenleaseproduct te kopen. Deze laatste bijzonderheid moet Defam zwaar worden aangerekend, aldus het hof. Het gaat hier immers om een geval waarin een professionele financiële instelling een complex financieel product aan het belegend publiek aanbiedt zonder eigen specifieke voorlichting aan de potentiële particuliere belegger. Juist in een zodanige verhouding moet de particuliere belegger kunnen vertrouwen op de (deskundigheid en) onpartijdigheid van de door hem ingeschakelde beleggingsadviseur. Defam had behoren te weigeren met de particuliere belegger te contracteren. Het Hof heeft derhalve geoordeeld dat de vergoedingsplicht van Defam geheel in stand blijft, zowel wat betreft een eventuele restschuld als wat de door de particuliere belegger reeds betaalde rente, aflossing en kosten aangaat.

Gerechtshof Amsterdam 19 december 2017

ECLI:NL:GHAMS:2017:5279

appellant / geïntimeerden (de Bank, KBL European Private Bankers S.A. (KBL), KBC Groep N.V. (KBC Groep)) - RA

Inzake: beleggingsadvies, (bijzondere) zorgplicht, marginverplichting

De Bank is een dochtervennootschap van KBL, die een dochtervennootschap van KBC Groep is. Appellant en de Bank waren een schriftelijke effectenbemiddelingsovereenkomst met elkaar aangegaan. Zij hanteerden een warehouseconstructie. Een medewerker van de Bank had aan appellant geadviseerd om aandelen Artium te kopen buiten de beurs om.

Op 13 augustus 2008 had de Bank aan appellant in het kader van een *margin call* verzocht om EUR 3.700.000 te storten vanwege een tekort. Appellant had onmiddellijk geprotesteerd. Vervolgens kwam de Bank terug op de *margin call* en bood zij haar verontschuldiging aan voor het feit dat en de wijze waarop het verzoek aan appellant was gedaan. Appellant hield de Bank desondanks aansprakelijk en aanvaardde geen aansprakelijkheid voor het tekort, omdat het tekort niet zou zijn ontstaan als de Bank haar verplichtingen niet had geschonden. De Bank zou ten minste sinds 1 november 2007 onrechtmatig hebben gehandeld jegens appellant. De Bank ontkende alle aansprakelijkheid, liquideerde de effectenposities van appellant en vorderde het resterende saldo van appellant.

De rechtbank wees de vorderingen jegens geïntimeerden af wegens het ontbreken van causaal verband tussen de gestelde schade en de schending van saldi- en marginverplichtingen door de bank. In hoger beroep stelde appellant zich op het standpunt dat de Bank saldi- en marginverplichtingen had geschonden, dat tussen partijen geen krediet was overeengekomen, dat hij niet was geïnformeerd over marginverplichtingen en tekorten en dat de Bank haar zorgplicht had geschonden. Hij stelde niet te kunnen worden aangemerkt als deskundige en professionele belegger.

Vanwege de risico's van de warehouseconstructie rustte op de bank een saldibewakings- en marginverplichting, aldus het Gerechtshof Amsterdam (hierna: het Hof). Ook vanwege de grote risico's van derivatentransacties rustte op de Bank een bijzondere zorgplicht. De omvang van de bijzondere zorgplicht was afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waaronder (i) de deskundigheid van de cliënt, (ii) diens inkomens- en vermogenspositie, (iii) de vraag of de Bank had toegezien op de naleving van de margeverplichtingen en de cliënt daarover regelmatig had ingelicht, en (iv) de vraag of de Bank terstond na het ontstaan van margetekorten aanvullende dekking had gevraagd. Appellant was geen professionele belegger. Bovendien was de Bank ook de adviseur van appellant en had zij ook uit dien hoofde een zorgplicht. Deze zorgplichten brachten mee dat de Bank beleggers moest waarschuwen

als er onvoldoende saldi of margin was en dat de Bank hun posities moest sluiten als niet binnen vijf werkdagen voldoende (aanvullende) zekerheden werden gesteld, op straffe van aansprakelijkheid.

Aan de op haar rustende marginverplichting had de Bank volgens het Hof niet voldaan. Zij had appellants niet gewaarschuwd voor de oplopende tekorten tot aan de margin call. Partijen waren geen krediet overeengekomen ter afdekking van de margin, noch had de Bank zich verdiept in de kredietwaardigheid van appellants. De Bank had onvoldoende inzicht in de risico's die appellants liep en had appellants onvoldoende gewaarschuwd voor de grote risico's van de gehanteerde constructie. De Bank heeft daarom gehandeld in strijd met haar zorgplicht. Bovendien hadden de risico's, die de zorgplicht beoogt te voorkomen, zich geopenbaard. De Bank had de posities van appellants moeten sluiten binnen vijf dagen nadat de onderdekking zich voordeed, daar appellants niet bereid was aanvullende zekerheden te stellen. Het Hof oordeelt dat causaal verband tussen de schade en de schending van de zorgplicht daarmee was gegeven. Bovendien oordeelt het Hof dat de Bank ten onrechte commissie had gerekend voor het intern overboeken van posities in overeenstemming met de warehouseconstructie.

De Bank heeft niet gemotiveerd betwist dat zij tegenstrijdige belangen had ten tijde van het advies aan appellants om aandelen Artium te kopen. Volgens het hof staat daarmee vast dat er sprake is van een belangenconflict. De Bank had dit belangenconflict niet kenbaar gemaakt aan appellants en had niet primair in het belang van appellants gehandeld. Het advies had niet mogen worden gegeven door een redelijk handelend en redelijk bekwaam adviseur en daarom was de Bank toerekenbaar tekortgekomen ten aanzien van het verstrekte beleggingsadvies. Het causale verband was gegeven, daar appellants het advies niet zou hebben opgevolgd als hij met het belangenconflict en de achtergrond ervan bekend was geweest.

Appellants had voldaan aan de klachtplicht van art. 6:89 BW. De Bank kon zich niet beroepen op een exoneratiebeding in verband met de aard van de zorgplicht en de ernst van de verweten gedragingen. Het hof verklaart voor recht dat de Bank tekort is geschoten in haar verplichtingen. Alleen de tekorten, die veroorzaakt waren door de schending van de bijzondere zorgplicht, kwamen voor rekening en risico van de Bank. Appellants werd niet zonder meer geheel vrijgesteld van voldoening van het tekort op de rekeningen. KBC Groep en KBL waren niet bij de verweten gedragingen betrokken geweest. KBL werd echter wel aansprakelijk geacht op grond van een door haar aan de Bank afgegeven 403-verklaring.

Gerechtshof 's Hertogenbosch 19 december 2017

ECLI:NL:GHSHE:2017:5802

appellants / geïntimeerde - RA

Inzake: renteswap, zorgplicht en informatieplicht, dwaling, schadeberekening

Appellants sloten een aanvullende kredietovereenkomst met geïntimeerde. Geïntimeerde stelde de voorwaarde dat het renterisico zou worden afgedekt en daarom een renteswap afgesloten. Appellants stelden later dat zij nooit akkoord zijn gegaan met de renteswap en vorderden een verklaring voor recht dat de renteswap niet geldig was wegens het ontbreken van de vereiste wil of een toereikende volmacht, dan wel wegens dwaling; zij beriepen zich subsidiair op toerekenbare tekortkoming of onrechtmatige daad. De rechtbank wees alle vorderingen af.

Het Gerechtshof 's-Hertogenbosch (het 'Hof') verwierp het beroep op ontbreken van de vereiste wil. Geïntimeerde mocht er gerechtvaardigd op vertrouwen dat appellants een renteswapovereenkomst wilden afsluiten, omdat zij jarenlang een vaste rente betaalden. Bovendien was afdekking van het renterisico een expliciete voorwaarde in de leningsovereenkomst en hebben partijen een Overeenkomst Financiële Derivaten gesloten. Ook is geen sprake van Selbsteintritt: geïntimeerde had niet te gelden als lasthebber van appellants, die tevens als wederpartij was opgetreden bij het sluiten van de renteswapovereenkomst. Het beroep op dwaling was reeds verjaard voor zover het de vaste rente, de renteswapovereenkomst of de variabele opslag betrof. Voor zover appellants stelden dat zij hadden gedwaald omtrent de wijze waarop de Euriborrente tot stand was gekomen, omdat geïntimeerde die rente manipuleerde, was niet voldaan aan de vereisten van dwaling. Geïntimeerde heeft geen (aangetoonde) invloed gehad op de hoogte van de Euriborrente. Appellants hadden niet onderbouwd dat de overeenkomst niet zou zijn gesloten als er niet zou zijn gedwaald.

Het beroep op wanprestatie werd door appellants in de eerste plaats gebaseerd op een mismatch. Het Hof oordeelde echter dat dit geen grondslag vormt voor een schadevergoeding uit wanprestatie, omdat geïntimeerde voldoende heeft onderbouwd dat appellants door deze mismatch geen schade hebben geleden en appellants dat niet, althans onvoldoende onderbouwd hebben bestreden.

Appellants stelden voorts dat geïntimeerde in het kader van art. 7:401 BW niet heeft gehandeld zoals van een redelijk bekwaame en redelijk handelende bank mag worden verwacht. Bovendien stelden appellants dat geïntimeerde een bijzondere zorgplicht had jegens appellants. Deze zorgplicht zou volgens appellants zijn geschonden. Hiertoe stelden appellants dat geïntimeerde onvoldoende informatie heeft verstrekt over het feit dat als de marktrente lager wordt dan de overeengekomen vaste rente, er voor de lener een negatieve waarde ontstaat. De lening zou daarmee niet flexibel zijn,

zoals appellanten hadden gewild. Appellanten stelden daarnaast dat geïntimeerde in het algemeen meer informatie had moeten verstrekken over het complexe financiële product, waaronder de inhoud en de werking van het afgesproken bedrag en de marginverplichting. Appellanten stelden tot slot dat geïntimeerde geen cliëntprofiel heeft opgesteld of een geschiktheidstoets heeft uitgevoerd. Ook zou het overgelegde TIF-formulier niet door appellanten zijn ingevuld of ondertekend.² Tegen deze stellingen heeft geïntimeerde in zijn algemeenheid aangevoerd dat appellanten te laat hebben geklaagd in de zin van art. 6:89 BW en/of art. 20 van de Algemene Bankvoorwaarden. Geïntimeerde stelde voorts dat zij aan haar (algemene) zorgplicht jegens appellanten heeft voldaan.

Het Hof verwierp een beroep op de klachtplicht en zette de zorgplicht in algemene zin als volgt uiteen. Een financiële dienstverlener, die een particuliere persoon een (beleggings-)product aanbiedt, heeft een (bijzondere) zorgplicht om de cliënt te beschermen tegen eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Vanwege deze zorgplicht moet de bank (i) onderzoek doen naar de financiële mogelijkheden, de deskundigheid en de doelstellingen van de cliënt en (ii) waarschuwen voor eventuele risico's van een constructie of voor het feit dat een voorgenomen strategie niet past bij zijn financiële mogelijkheden of doelstellingen, zijn risicobereidheid of zijn deskundigheid. De zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waaronder de mate van deskundigheid en relevante ervaring van de desbetreffende wederpartij, de complexiteit van het product en de daaraan verbonden risico's. Van een middelgrote onderneming mag niet worden verwacht dat deze beschikt over bijzondere kennis over en/of ervaring met renterisico's en afdekking daarvan. Rekening moet worden gehouden met de concrete positie en specifieke kennis en ervaring van appellanten en de overige omstandigheden van het geval. Naarmate de concrete renteswapovereenkomst naar de aard en strekking in feite neerkomt op een langlopende lening met een vaste rente, zal aansluiting moeten worden gezocht bij de regels die gelden in de context van de bewuste zakelijke geldleningen.

Appellanten hebben voldoende gesteld dat geïntimeerde hen niet voldoende zou hebben voorgelicht over de inhoud en strekking van de renteswapovereenkomst, hetgeen tot het oordeel zou kunnen leiden dat sprake is van wanprestatie. Geïntimeerde heeft deze stellingen echter

voldoende gemotiveerd betwist. Het Hof oordeelde echter niet over de vraag of geïntimeerde heeft voldaan aan de verzwaarde motiveringsplicht die zij naar vaste jurisprudentie heeft in dit soort financieringsgevallen. Het Hof stelde het oordeel over de zorgplichtschending uit en zal zich in een nader stadium uitlaten over de bewijslevering op dit punt. Het kwam het Hof geraden voor om eerst de hoogte van de mogelijke schade te bezien.

De schadevordering was enkel gebaseerd op wanprestatie en daarom moest de schade worden berekend aan de hand van een vergelijk van de feitelijke situatie met de hypothetische situatie, waarin geen wanprestatie was gepleegd. Appellanten zouden in dat geval de renteswapovereenkomst niet hebben gesloten, maar zij zouden desondanks hebben geleend tegen de voorwaarden uit de leningsovereenkomst. Daarom moest de schade worden berekend op het verschil tussen hun kosten onder de renteswap en de kosten die zij zouden hebben gemaakt onder een alternatief product ter afdekking van renterisico's. De negatieve waarde kon eventueel in aanmerking komen als te vergoeden schadepost, maar slechts voor zover de negatieve waarde afweek van een eventueel te betalen bedrag dat aan boete zou moeten worden betaald indien vervroegd zou zijn afgelost op een langlopende vastrentende zakelijke geldlening. De vraag die zich daarmee dus aandient is in hoeverre het berekende bedrag aan negatieve marktwaarde afwijkt van het eventueel te betalen bedrag aan boete bij vervroegde aflossing. Ook wenste het Hof inzicht te krijgen in de berekeningswijze en totstandkoming van het aanbod onder het Uniform Herstellkader, dat geïntimeerde zou gaan aanbieden aan appellanten. Daarbij stelde het Hof dat de berekeningen die zijn gemaakt vanuit het Uniform Herstellkader kennelijk zijn gemaakt met als uitgangspunt onvoldoende advisering. Dat uitgangspunt kan min of meer vergelijkbaar zijn met de door appellanten aan hun vordering ten grondslag gelegde zorgplichtschending.

Tot slot oordeelde het Hof dat voor zover appellanten aan hun wanprestatievordering ook ten grondslag willen leggen dat geïntimeerde provisie heeft ontvangen, deze grondslag niet kan leiden tot enige schadevergoeding, alleen al niet omdat niet is gesteld noch gebleken welke schade hierdoor bij appellanten zou kunnen zijn veroorzaakt.

Gerechtshof Amsterdam 19 december 2017

ECLI:NL:GHAMS:2017:5273

Dexia Nederland B.V. ('Dexia') / Geïntimeerde - EH Inzake: effectenlease, 'zware financiële last' als bedoeld in hofformule.

Geïntimeerde is met een rechtsvoorgangster van Dexia in 1998 een drietal leaseovereenkomsten aangegaan, namelijk tweemaal een overeenkomst genaamd 'WinstVerDrieDubelaar' en eenmaal een overeenkomst genaamd 'Koersleasen'. De leaseovereenkomsten zijn (tussentijds) beëindigd.

- Het hof constateert dat het TIF-formulier, blijkens het daarin vermelde, een belangrijk bewijsmiddel is bij de vaststelling of de geïntimeerde haar zorgplicht wat onder meer het verschaffen van informatie betreft, is nagekomen. Appellanten ontkennen dat de handtekening op het TIF-formulier (in de zin van art. 159 lid 2 Rv) van appellanten afkomstig is. Het TIF-formulier levert zodoende onvoldoende bewijs op van het hebben verschaft van informatie. Het bewijs dat de handtekening van appellanten is, dient door geïntimeerde te worden geleverd.

De eindafrekeningen van de leaseovereenkomsten 'WinstVerDrieDubbelaar' vermeldden een positief resultaat van EUR 471,12 en EUR 257,15. De eindafrekening van de leaseovereenkomst 'Koersleasen' vermeldde een negatief resultaat van EUR 6.728,46. Geïntimeerde had dat bedrag niet aan Dexia voldaan.

In eerste aanleg vorderde geïntimeerde in conventie, kort gezegd, een verklaring voor recht dat de leaseovereenkomsten zijn vernietigd, ontbonden, althans dat Dexia onrechtmatig handelde en dat Dexia hetgeen geïntimeerde op grond van de leaseovereenkomsten aan Dexia betaalde, diende terug te betalen, vermeerderd met rente.

In reconventie vorderde Dexia in eerste aanleg geïntimeerde te veroordelen tot betaling van EUR 6.630,18, zijnde de restschuld van de leaseovereenkomst 'Koersleasen' verminderd met een aan geïntimeerde toekomend bedrag, vermeerderd met rente.

De kantonrechter veroordeelde Dexia in eerste aanleg, kort gezegd, tot betaling van EUR 7.406,52, met rente, aan geïntimeerde. De reconventionele vordering van Dexia wees de kantonrechter af.

Dexia vorderde, kort gezegd, in appel dat het Gerechtshof Amsterdam (hierna: het Hof) het vonnis van de kantonrechter zou vernietigen en de vordering van Dexia van EUR 6.630,18 alsnog zou toewijzen, vermeerderd met rente en vorderde subsidiair geïntimeerde te veroordelen tot betaling van EUR 2.144,32, vermeerderd met rente. In incidenteel appel vorderde geïntimeerde vernietiging van het bestreden vonnis (behoudens de daarbij uitgesproken proceskostenveroordeling) en vroeg het Hof voor recht te verklaren, primair dat het beroep op dwaling c.q. bedrog gegrond was, subsidiair dat Dexia jegens geïntimeerde toerekenbaar onrechtmatig had gehandeld door hem de leaseovereenkomsten te doen aangaan zonder voldoende informatie te verstrekken over de aan die overeenkomsten inherente beleggingstechnische tekortkomingen en door de waarschuwings- en informatieplicht met betrekking tot de inleg en de restschuld en de financiële positie niet te respecteren, en meer subsidiair dat geïntimeerde de overeenkomsten terecht wegens wanprestatie had ontbonden, steeds met veroordeling van Dexia om aan geïntimeerde te voldoen al hetgeen geïntimeerde onder de leaseovereenkomsten aan Dexia had betaald, met de wettelijke rente daarover telkens vanaf de dag van elk van de betalingen.

Het Hof overwoog allereerst dat de WCAM-overeenkomst die Dexia is aangegaan en die bij beschikking van 25 januari 2007 algemeen verbindend is verklaard, geïntimeerde niet bindt, aangezien hij tijdig een opt out-verklaring heeft uitgebracht. Vervolgens overwoog het Hof dat voor de behandeling en beslissing van effectenlesezaken waarop de WCAM-overeenkomst niet van toepassing is, de kaders zoals uiteengezet door de Hoge Raad in zijn arresten van 5 juni 2009 (De Treek/Dexia (ECLI:

NL:HR:2009:BH2815), Levob/Bolle c.s., (ECLI:NL:HR:2009:BH2811) en Stichting GeSp/Aegon (ECLI:NL:HR:2009:BH2822)) en zoals uiteengezet door het Gerechtshof Amsterdam in de arresten van 1 december 2009 (Dexia/Van der Heijden (ECLI:NL:GHAMS:2009:BK4978), Dexia/Bouwhuis (ECLI:NL:GHAMS:2009:BK4981), Dexia/Madarie (ECLI:NL:GHAMS:2009:BK4982) en Dexia/Wijbenga (ECLI:NL:GHAMS:2009:BK4983)) en 1 april 2014 (ECLI:NL:GHAMS:2014:1135 en 1136) richtinggevend zijn. Het Hof beoordeelde daarom de zaak tegen de achtergrond van deze arresten.

Het Hof oordeelde dat grief 1 van geïntimeerde in incidenteel appel waarmee geïntimeerde opkomt tegen het oordeel van de kantonrechter over het beroep op dwaling en bedrog, voor afwijzing gereed lag. Het hof overwoog dat het vaste rechtspraak is dat het beroep op dwaling en bedrog van een afnemer van de producten van Dexia moet worden afgewezen. Uit de door geïntimeerde aangevoerde stellingen, blijkt niet dat de onderhavige zaak verschilt met de zaken die ten grondslag lagen aan de arresten van het Gerechtshof Amsterdam van 1 april 2014 en de geïntimeerde heeft geen argumenten aangedragen waaruit zou volgen dat er een andersluidend oordeel van het Hof zou moeten komen. De primaire vordering van geïntimeerde in incidenteel appel werd daarom afgewezen.

Verder kwam geïntimeerde met grief 1 in incidenteel appel nog op tegen het oordeel in het bestreden vonnis dat er onvoldoende reden was om te twijfelen aan de feitelijke verwerving van de effecten door Dexia. Geïntimeerde stelde dat Dexia de aan hem in huurkoop verkochte aandelen niet heeft aangekocht en behouden en dat Dexia die dus ook niet op zijn naam heeft geadmistreerd, wat zij op grond van de geldende regels en de contractuele bepalingen wel had moeten doen. Na verweer van Dexia overwoog het Hof dat in de WCAM-beschikking is geoordeeld dat er onvoldoende reden is om de feitelijke verwerving en het daarop volgende behoud door Dexia van de effecten, die onderwerp zijn van de door Dexia gesloten leaseovereenkomsten, in twijfel te trekken. Het Gerechtshof Amsterdam is in onder andere de arresten van 29 april 2014 (ECLI:NL:GHAMS:2014:1523 en ECLI:NL:GHAMS:2014:1533) die zien op opt out gevallen tot eenzelfde oordeel gekomen. Het in de laatstgenoemde zaak tegen dat oordeel aangevoerde cassatiemiddel is door de Hoge Raad met toepassing van art. 81 RO afgewezen (HR 9 december 2016, ECLI:NL:HR:2016:2822). Aangezien de geïntimeerde geen feiten of omstandigheden had aangevoerd die tot een ander oordeel zouden kunnen leiden, oordeelde het Hof dat ook grief 1 op dit punt faalt. Ook de meer subsidiaire vordering van geïntimeerde wees het Hof daarom af.

Ten aanzien van de door Dexia in acht te nemen zorgplicht overwoog het Hof als volgt. Dexia heeft onderkend dat zij tekort is geschoten in de nakoming van de zorgplicht jegens geïntimeerde. Daarmee is vast komen te staan dat Dexia onrechtmatig heeft gehandeld jegens geïntimeerde. Wegens de schending van de zorgplicht dient Dexia op grond

van vaste jurisprudentie twee derde deel van de restschuld als schade aan de afnemer te vergoeden. Een derde deel van de restschuld blijft op grond van eigen schuld voor rekening van de afnemer. Als de overeenkomst van effectenlease bij het aangaan daarvan naar redelijke verwachting leidde tot een onaanvaardbaar zware financiële last, worden rente, aflossing en kosten volgens dezelfde maatstaf tussen de afnemer en Dexia verdeeld.

Met grief 2 in incidenteel appel stelde geïntimeerde zich kort gezegd op het standpunt

dat aan zijn kant geen of in mindere mate medeschuld moest worden aangenomen, althans dat de billijkheidscorrectie moest worden gehanteerd. Het Hof oordeelde dat ook deze grief faalt. Daarbij verwees het Hof naar zijn arrest van 1 april 2014 (ECLI:NL:GHAMS:2014:1135) waarin het Hof nogmaals heeft bevestigd dat uit de leaseovereenkomst voldoende duidelijk kenbaar was dat een geldlening werd verstrekt, dat het geleende geld werd belegd in effecten, dat over het geleende bedrag rente moest worden betaald en dat het geleend bedrag moest worden terugbetaald ongeacht de verkoopopbrengst van de effecten. Er zijn geen omstandigheden (gesteld) aan de zijde van geïntimeerde die tot een andersluidend oordeel kunnen leiden.

Voor wat betreft de vraag of overeenkomsten van effectenlease op afnemers mogelijk een onaanvaardbaar zware financiële last legden heeft het Gerechtshof Amsterdam de zogeheten hofformule ontwikkeld. Het door kantonrechters ontwikkelde categoriemodel is daarbij niet gevolgd. Grief 1 in het principaal appel strekte ten betoge dat het bestreden vonnis, dat gebaseerd is op het categoriemodel, niet in stand kan blijven. Het Hof oordeelde dat deze grief slaagt. Het Hof paste de hofformule toe op de onderhavige zaak en stelt de factoren (i) netto maandinkomen (factor X), (ii) woonlasten (factor W), (iii) andere kredieten (factor C), (iv) vermogen (factor V), (v) Nibud basisnorm (factor Y) en (vi) bijzondere last (factor D) vast. Ten aanzien van de factor 'bijzondere last' voerde geïntimeerde nog aan dat daarbij voor hem rekening moest worden gehouden met de door hem te besteedden kosten voor kinderopvang. Het Hof overwoog te dien aanzien dat als uitgangspunt geldt dat kosten voor kinderopvang niet als bijzondere last in de hofformule worden meegenomen (zie Gerechtshof Amsterdam 3 december 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:4475). Niettemin dienen bij de beoordeling of sprake is van een onaanvaardbare financiële last alle omstandigheden die van invloed kunnen zijn op de financiële ruimte van de afnemer in aanmerking te worden genomen. Het Hof oordeelde echter in de onderhavige zaak dat vanwege het ontbreken van een deugdelijke toelichting en specificatie van de door geïntimeerde gestelde besteedde kosten aan kinderopvang, deze kosten niet in aanmerking kunnen worden genomen. Aan de hand van de hofformule concludeerde het Hof dat de verplichtingen uit de leaseovereenkomst naar redelijke verwachting geen onaanvaardbaar zware financiële last op

geïntimeerde legden. Dexia was daarom alleen ter zake van de ontstane restschuld jegens geïntimeerde tot schadevergoeding gehouden.

Het Hof oordeelde, kortom, dat Dexia gehouden was twee derde deel van de restschuld van geïntimeerde op zich te nemen. Een derde deel bleef voor rekening van geïntimeerde. Aangezien geïntimeerde het negatieve resultaat van EUR 6.728,46 niet aan Dexia had voldaan, is geïntimeerde gehouden EUR 2.242,82 aan Dexia te voldoen. Op dit bedrag kan een bedrag van EUR 98,28 aan dividend in mindering worden gebracht. Dat hield in dat geïntimeerde een bedrag van EUR 2.144,54 aan Dexia moest betalen vermeerderd met de wettelijke rente vanaf 9 juni 2005 (zoals door Dexia gevorderd en door geïntimeerde niet bestreden).

Het Hof vernietigde gelet op het voorgaande dan ook het bestreden vonnis en wees de uit de hofformule voortvloeiende (subsidiare) vordering van Dexia (gedeeltelijk) toe. Het Hof oordeelde dat de kosten van de procedure in eerste aanleg tussen partijen dienden te worden gecompenseerd, waarbij geïntimeerde werd veroordeeld tot restitutie van hetgeen hij meer van Dexia had ontvangen dan hem op grond van het arrest van het Hof toekwam. Geïntimeerde werd als de overwegend in het ongelijk gestelde partij in de kosten van het principaal en incidenteel hoger beroep veroordeeld.

College van Beroep voor het bedrijfsleven

College van Beroep voor het bedrijfsleven 10 januari 2018

ECLI:NL:CBB:2018:3

Appellanten / De Nederlandsche Bank ('DNB') - AVM

Inzake: DNB had dwangsombesluiten dienen te beperken

Op 26 november 2013 voerden toezichthouders van DNB een onderzoek uit bij een vestiging van appellante 2. Tijdens dit onderzoek werd aan de aanwezige (mede)bestuurder van X B.V., enig aandeelhouder en bestuurder van appellante 1, de cautie gegeven. Op grond van de aangetroffen informatie ontstond bij DNB het vermoeden dat vanuit de vestiging van appellante 2 en een viertal nevenvestigingen van appellante 1 bedragen waren uitbetaald aan begunstigden in Nederland voor opdrachtgevers in Suriname en vice versa. Dit was voor de toezichthouders van DNB aanleiding om een vervolgonderzoek te verrichten naar de vermoedelijke overtreding door appellanten van art. 2:3a lid 1 Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft), het uitoefenen van het bedrijf van betaaldienstverlener zonder vergunning. In het kader van dit onderzoek werden twee (mede) bestuurders van X B.V. uitgenodigd voor een gesprek bij DNB, waarbij door DNB te kennen werd gegeven dat eveneens de cautie zou worden gegeven omdat DNB niet kon uitsluiten dat de verklaringen in het kader van een mogelijk punitief vervolgotraject gebruikt zouden worden. De bestuurders lieten

weten af te zien van een dergelijk gesprek en beriepen zich op hun zwijgrecht.

DNB vorderde vervolgens met toepassing van art. 1:74 lid 1 Wft en art. 5:16 en 5:17 Algemene wet bestuursrecht (hierna: Awb), en onder verwijzing naar art. 5:20 Awb inlichtingen van appellanten. Nadat appellanten zich op hun zwijgrecht beriepen, concludeerde DNB dat zij art. 5:20 Awb hadden overtreden. Bij besluiten van augustus 2014 (de lasten onder dwangsom) verplichtte DNB appellanten ter zake deze overtreding met toepassing van art. 1:79 lid 1 Wft op straffe van een dwangsom van EUR 15.000 om alsnog binnen twee weken de gevorderde inlichtingen dan wel inzage daarin te verstrekken. De verzochte informatie betrof ondermeer (i) een overzicht van alle personen die werkzaam zijn geweest bij de vestigingen van appellanten en de persoonsgegevens van deze personen, (ii) de loonstaten en loonstroken per werknemer en (iii) de dienstroosters/registratie van de arbeids- en rusttijden van de werknemers. Tegen de lasten onder dwangsom maakten appellanten bezwaar en verzochten zij tevens de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam een voorlopige voorziening te treffen. Na afwijzing van het verzoek om voorlopige voorziening bij uitspraken van 1 oktober 2014 (ECLI:NL:RBROT:2014:8018 en ECLI:NL:RBROT:2014:8023) besloot DNB bij besluiten van 15 oktober 2014 (invorderingsbesluiten) tot invordering van de als gevolg van het niet voldoen aan voornoemde lasten verbeurde dwangsommen van EUR 15.000 over te gaan.

Bij besluiten van 3 februari 2015 (bestreden besluiten) verklaarde DNB de bezwaren van appellanten tegen de lasten onder dwangsom en de invorderingsbesluiten ongegrond en handhaafde deze besluiten. De Rechtbank Rotterdam verklaarde de beroepen van appellanten op 5 januari 2016 ongegrond (zie ECLI:NL:RBROT:2016:112 en ECLI:NL:RBROT:2016:117).

Het College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: het CbB) stelde in hoger beroep voorop dat niet (meer) in geschil is dat appellanten niet tijdig aan de hun opgelegde inlichtingenvorderingen hebben voldaan en dat in zoverre niet ter discussie stond dat appellanten art. 5:20 Awb hebben overtreden ten gevolge waarvan DNB de bevoegdheid had de lasten onder dwangsom op te leggen op grond van art. 1:79 lid 1, aanhef en onder d, Wft. Naar het oordeel van het CbB kon aan die bevoegdheid niet in de weg staan de door appellanten aangevoerde omstandigheid dat hun weigering om aan de inlichtingenvorderingen te voldoen een pleitbaar standpunt inhield. Onder verwijzing naar een uitspraak van de Afdeling bestuursrechtspraak van de Raad van State van 21 september 2016 (ECLI:NL:RVS:2016:2500) overwoog het CbB dat die leer, die in de belastingrechtspraak tot ontwikkeling is gekomen, samengevat inhoudt dat een belastingplichtige geen opzet of grove schuld verweten kan worden ter zake van een onjuist juridisch standpunt dat door hem is ingenomen in een belastingaangifte, wanneer

voor dat standpunt zodanige argumenten zijn aan te voeren dat niet kan worden gezegd dat die belastingplichtige door dit standpunt in te nemen dermate lichtvaardig heeft gehandeld dat het aan zijn opzet of grove schuld is te wijten dat van hem te weinig belasting is geheven. Daarbij verwees het CbB tevens naar het arrest van de Hoge Raad van 23 september 1992, ECLI:NL:HR:1992:ZC5105. Het CbB overwoog dat voor het opleggen van lasten onder dwangsom niet vereist is dat appellanten opzettelijk dan wel verwijtbaar (in de zin van (grove) schuld) art. 5:20 Awb hebben overtreden. Het leerstuk van het pleitbare standpunt kon appellanten daarom niet baten.

Appellanten konden evenmin gevolgd worden in hun betoog dat DNB niet in redelijkheid gebruik had kunnen maken van haar bevoegdheden om aan appellanten de lasten onder dwangsom en de daaraan voorafgaande inlichtingenvorderingen op te leggen. De bij het onderzoek ter plaatse bij appellante 2 aangetroffen informatie vormde een voldoende rechtvaardiging voor het bij DNB ontstane vermoeden dat appellanten de Wft hadden overtreden en een voldoende basis om nader onderzoek te doen naar de door appellanten verrichte activiteiten om te kunnen vaststellen of appellanten al dan niet een overtreding van de Wft hadden begaan. Het CbB zag niet in waarom de door DNB gevorderde inlichtingen - om een volledig beeld te krijgen van de activiteiten die appellanten hadden verricht, alsmede van de personen die daarbij betrokken waren om op basis daarvan te bepalen op welke wijze zij eventueel nader zou kunnen optreden - daartoe niet een geschikt middel vormden.

Appellanten betoogden verder in hoger beroep dat er sprake was van schending van art. 13 van het Europees Verdrag van de rechten van de mens en de fundamentele vrijheden (hierna: EVRM) en art. 1 van het Eerste Protocol (hierna: EP) van het EVRM nu (i) de inlichtingenvorderingen niet voor bezwaar en beroep vatbaar zouden zijn en (ii) bij het ontbreken van een effectief rechtsmiddel de financiële drempels - opgeworpen door de lasten onder dwangsom - niet als 'lawful' konden worden aangemerkt. Het CbB volgde appellanten ook op dit punt niet. Alhoewel de inlichtingenvorderingen geen appellabele besluiten zijn, wordt de rechtmatigheid van de inlichtingenvorderingen betrokken bij de beoordeling van de in deze procedure ter discussie staande lasten onder dwangsom en bestond er bovendien de mogelijkheid voor appellanten om een voorlopige voorziening te verzoeken, waarvan appellanten ook gebruik hebben gemaakt. Het opleggen van inlichtingenvorderingen en/of de lasten onder dwangsom was derhalve niet in strijd met het in art. 13 EVRM neergelegde recht op een effectief rechtsmiddel en art. 1 EP van het EVRM.

In hoger beroep betoogden appellanten tevens dat de rechtbank ten onrechte heeft miskend dat DNB in strijd heeft gehandeld met art. 6 EVRM nu DNB op basis van de tijdens het onderzoek aangetroffen informatie reeds een overtreding van art. 2:3a,

eerstelid, van de Wft had vastgesteld en appellanten derhalve niet gehouden konden worden nadere inlichtingen te verstrekken omdat zij niet verplicht zijn mee te werken aan hun eigen veroordeling. Het CBb stelde voorop dat op grond van art. 1:74 Wft en art. 5:16 Awb in samenhang met art. 5:20 Awb een ieder verplicht is om op vordering van DNB, dan wel de door haar aangewezen personen die met het toezicht zijn belast, alle inlichtingen te verstrekken die van belang kunnen zijn voor de uitoefening van het toezicht op de naleving van de bij of krachtens de Wft gestelde regels. Daaraan staat art. 6 EVRM niet in de weg. Aansluitend wees het CBb er daarbij op dat het verbod op gedwongen zelfincriminatie samenhangt met het zwijgrecht, hetgeen meebrengt dat dit verbod zich niet uitstrekt tot het gebruik in strafzaken van bewijsmateriaal dat weliswaar onder dwang is verkregen, maar bestaat onafhankelijk van de wil van verdachte (wilsonafhankelijk materiaal). Dit betekent dat de verkrijging van wilsonafhankelijk materiaal langs de weg van een ingevolge art. 5:16 Awb of art. 1:74 Wft gedane inlichtingenvordering geen schending oplevert van art. 6 EVRM. Ook niet als medewerking aan deze inlichtingenvordering wordt afgedwongen via een last onder dwangsom. Voor zover sprake is van bewijsmateriaal waarvan het bestaan afhankelijk is van de wil van de verstrekker (wilsonafhankelijk materiaal) mag de verkrijging daarvan afgedwongen worden voor toezichtdoeleinden. Indien niet kan worden uitgesloten dat het materiaal tevens wordt gebruikt in verband met een 'criminal charge' tegen de verstrekker dienen de nationale autoriteiten te waarborgen dat de verstrekker van dit materiaal zijn recht om niet mee te werken aan zelfincriminatie effectief kan uitoefenen. Naar het oordeel van het CBb dient - nu hierop gerichte regelgeving in Nederland ontbreekt - de nationale autoriteit die over de bevoegdheid beschikt om de verkrijging van wilsonafhankelijk materiaal af te dwingen in de vereiste waarborgen te voorzien. De nationale autoriteit dient dan ook een op het vorenstaande gerichte clausulering te verbinden aan een vordering om inlichtingen waarvan dwang uitgaat. De aan de orde zijnde inlichtingenvorderingen noch de lasten onder dwangsom bevatten een restrictie als hiervoor omschreven. Dit was volgens de rechtbank ook niet nodig nu de door DNB gevraagde informatie wilsonafhankelijk materiaal betrof en dat het om die reden dan ook niet nodig was om een restrictie in het dwangsombesluit op te nemen. De rechtbank oordeelde dan ook dat de besluiten rechtmatig waren en het beroep ongegrond was. Het CBb volgde appellanten in hun betoog dat de rechtbank ten onrechte had geoordeeld dat de door DNB gevorderde dienstroosters gekwalificeerd dienden te worden als wilsonafhankelijk materiaal. Het werd door het CBb niet uitgesloten dat de dienstroosters op het moment dat DNB deze vorderde niet (meer) in fysieke vorm bestonden, omdat deze volgens appellanten op een whiteboard werden weergegeven. Dit betekende dat deze niet

waren vastgelegd op een gegevensdrager. In zoverre stond volgens het CBb niet vast dat de gevorderde inlichtingen, voor zover het de dienstroosters van appellanten betrof, wilsonafhankelijk materiaal vormden. Daaraan kon niet afdoen dat, zoals DNB betoogde, appellanten op grond van art. 4:3 lid 1 Arbeidstijdenwet verplicht waren een deugdelijke administratie ter zake van de arbeids- en rusttijden te voeren, welke het toezicht op de naleving van die wet en de daarop berustende bepalingen mogelijk maakt. Het CBb schoof ook het oordeel van de rechtbank terzijde dat de omstandigheid dat het (alsnog) opstellen van een registratie van deze tijden afhankelijk was van de wil van appellanten onverlet laat dat het daarbij niet om 'eigen' gegevens ging, maar om objectieve gegevens die onafhankelijk van de wil van appellanten bestonden en die appellanten op grond van voornoemd artikel uit de Arbeidstijdenwet ten behoeve van de toezichthoudende overheid dienden te verzamelen en op kennisneming waarvan die overheid zonder meer recht had. Het CBb ziet niet in hoe die omstandigheden dwingen tot de conclusie dat de dienstroosters thans in fysieke zin bestaan. Gelet op het voorgaande was het CBb van oordeel dat DNB aan appellanten duidelijk had moeten maken dat het gebruik door DNB van de door appellanten te verstrekken dienstroosters op basis van de eisen van art. 6 EVRM, voor zover het wilsonafhankelijk materiaal betrof, gold met de restrictie dat het verstrekte materiaal uitsluitend gebruikt mocht worden ten behoeve van de uitoefening van het toezicht op de naleving van de Wft en niet (mede) voor punitieve doeleinden. Nu deze clausulering ontbrak in de opgelegde lasten onder dwangsom waren deze besluiten in zoverre gebrekkig, welke gebreken niet bij de bestreden besluiten waren weggenomen. Deze gebreken konden niet met toepassing van art. 6:22 Awb gepasseerd worden, zoals de rechtbank in haar beslissing voorstond. Daarbij was met name van belang dat het niet aannemelijk was dat appellanten daardoor niet zijn benadeeld. De bestreden besluiten konden derhalve niet in stand blijven.

Het CBb verklaarde de beroepen van appellanten gegrond en vernietigde de bestreden besluiten. Het CBb droeg DNB opnieuw op te beslissen op de bezwaren van appellanten, met inachtneming van de gegeven uitspraak. Het gaat daarbij volgens het CBb vooral om de vraag of DNB haar last onder bestuursdwang ter verkrijging van de dienstroosters wenst te handhaven onder de restrictie dat, voor zover dit materiaal afhankelijk is van de wil van appellanten, dit alleen gebruikt zal kunnen worden ten behoeve van het uitoefenen van bestuurlijk toezicht en niet (mede) voor doeleinden van bestuurlijke beboeting of strafvervolgung van appellanten. In dat geval zal aan appellanten, voor zover het om deze inlichtingen gaat, een nieuwe termijn moeten worden geboden om aan de aldus onder genoemde restrictie gehandhaafde last te voldoen. Dit brengt met zich dat de lasten onder dwangsom bij de nieuwe beslissingen op bezwaar in elk geval niet

ongewijzigd in stand kunnen blijven en dat ook de beslissingen ten aanzien van de invordering van de dwangsommen niet in stand blijven. De vernietiging van de bestreden besluiten strekt zich dan ook mede uit tot de beslissingen op bezwaar ten aanzien van invorderingsbesluiten en er bestaat dan ook aanleiding de invorderingsbesluiten te herroepen.

Tot slot oordeelde het CBb dat met toepassing van art. 8:113 lid 2 Awb tegen nieuwe beslissingen op bezwaar slechts beroep zal kunnen worden ingesteld bij het CBb.

College van Beroep voor het bedrijfsleven 25 januari 2018

ECLI:NL:CBB:2018:7

Verzoeker / Stichting Autoriteit Financiële Markten ('AFM') - AVM

Inzake: verzoek tot schorsing publicatie last onder dwangsom, voorlopige voorziening.

Bij besluit van 21 december 2016 (het primaire besluit) legde de AFM aan verzoeker een last onder dwangsom op wegens overtreding van art. 5:20 lid 1 Algemene wet bestuursrecht (hierna: Awb). Deze last hield in dat verzoeker de door de AFM gevorderde informatie binnen tien werkdagen moest verstrekken, op straffe van een dwangsom van EUR 5.000,- per dag tot een maximum van EUR 50.000,-. De AFM had verder besloten dat het primaire besluit openbaar gemaakt zou worden als een dwangsom zou worden verbeurd.

Bij uitspraak van 20 februari 2017 (ECLI:NL:RBROT:2017:1724, niet gepubliceerd) schorste de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam de publicatie van het primaire besluit. Bij besluit van 31 mei 2017 had de AFM dwangsommen ter hoogte van € 50.000 ingevorderd. Het hiertegen gerichte bezwaar van verzoeker verklaarde de AFM bij besluit van 19 juli 2017 (het bestreden besluit) ongegrond. Bij uitspraak van 12 december 2017 (ECLI:NL:RBROT:2017:9689, niet gepubliceerd) verklaarde de Rechtbank Rotterdam het beroep van verzoeker tegen het bestreden besluit ook ongegrond. Tegen deze uitspraak stelde verzoeker hoger beroep in bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven. Tevens verzocht verzoeker de voorzieningenrechter van dit College om een voorlopige voorziening.

Verzoeker verzocht de voorzieningenrechter tot schorsing van zowel het invorderingsbesluit als de publicatie van de oplegging van de last onder dwangsom, totdat in het door verzoeker ingestelde hoger beroep uitspraak was gedaan. Hiertoe voerde verzoeker aan dat de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam van 12 december 2017 geen stand kon houden, en het primaire besluit en invorderingsbesluit daarom herroepen dienden te worden. Verder voerde verzoeker aan dat publicatie van het primaire besluit en invordering van de dwangsom voor verzoeker tot onomkeerbare gevolgen zouden leiden.

Allereerst beoordeelde de voorzieningenrechter het verzoek tot schorsing van het invorderingsbesluit. Ondanks dat het risico van verbeurde van dwangsommen een financieel belang vertegenwoordigt, vormt een dergelijk belang op zichzelf geen reden voor het treffen van een voorlopige voorziening. De voorzieningenrechter oordeelde dat het treffen van een voorlopige voorziening niettemin aangewezen kan zijn naarmate de financiële gevolgen voor verzoeker, gelet op zijn financiële positie, ernstiger zijn en hij daarnaast aannemelijk maakt dat hij in een financiële noodsituatie zal komen te verkeren. Dit laatste heeft verzoeker niet aannemelijk gemaakt nu hij zijn financiële situatie niet met actuele financiële gegevens had onderbouwd. De voorzieningenrechter kwam dan ook tot de conclusie dat niet was gebleken van een spoedeisend belang en het verzoek tot schorsing van het invorderingsbesluit werd afgewezen.

In het kader van het verzoek tot schorsing van de publicatie van het primaire besluit voerde verzoeker grotendeels dezelfde argumenten aan als bij de rechtbank. Na beoordeling van de overwegingen van de rechtbank oordeelde de voorzieningenrechter dat hij niet verwacht dat de rechtmatigheid van de last onder dwangsom in hoger beroep geen stand zou houden. Wat dit betreft zag de voorzieningenrechter geen aanleiding om de voorgenomen publicatie van het primaire besluit te schorsen.

De voorzieningenrechter ging ook voorbij aan het betoog van verzoeker dat de verbeurde van de dwangsom ten onrechte zou zijn geweest, nu hij slechts één van de 26 door de AFM gestelde vragen niet had beantwoord. Deze vraag zag op het overleggen van bankafschriften door verzoeker, die objectieve gegevens betreffen en de AFM juist in staat zouden hebben gesteld onder meer de juistheid van de verklaringen van onder meer verzoeker in het kader van de beantwoording van de overige aan hem gestelde vragen te controleren. Verder was de voorzieningenrechter van oordeel dat de omstandigheid - naar verzoeker stelde - dat hij ten tijde van het verzoek van de AFM niet meer werkzaam was voor X B.V. en daardoor feitelijk niet meer over de gevraagde bankafschriften kon beschikken voor eigen rekening en risico van verzoeker kwam. De beëindiging van dat dienstverband laat onverlet dat verzoeker ten tijde van het nemen van het primaire besluit nog bestuurder was van een andere vennootschap Y UK Ltd, in welke hoedanigheid hij geacht mocht worden tijdig alle door AFM gevraagde informatie, waaronder de bankafschriften, te kunnen verstrekken. De gevolgen van de voorgenomen publicatie van het primaire besluit leidden evenmin tot een ander oordeel dan dat van de rechtbank.

Tot slot overwoog de voorzieningenrechter dat uit art. 1:97 lid 1 en 4 Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) onder meer voortvloeit dat de AFM een opgelegde en verbeurde dwangsom zo spoedig mogelijk openbaar dient te maken, tenzij bekendmaking van persoonsgegevens

onevenredig zou zijn of dit de betrokken partijen in onevenredige mate schade zou berokkenen in de zin van art. 1:98 Wft. Onder verwijzing naar onder meer een uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven van 12 oktober 2017 (ECLI:NL:CBB:2017:326) besloot de voorzieningenrechter dat het belang van de toezichthouder bij publicatie slechts wijkt voor het belang van verzoeker in het geval van onevenredigheid of onevenredige schade, het in een zodanig geval dient te gaan om een individuele, bijzondere situatie, waarbij de door verzoeker als gevolg van de publicatie te verwachten schade en/of gevolgen zodanig uitzonderlijk zijn dat het belang van de bescherming van de markt moet wijken. In het onderhavige geval was hier geen sprake van. De voorzieningenrechter wees het verzoek af.

Overige instanties

Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening ('Commissie van Beroep'), nr. 2018-002, 4 januari 2018 (Belanghebbende/ABN AMRO Bank N.V. ('ABN AMRO')) - EH

Inzake: overkreditering, zorgplicht, eigen schuld. Belanghebbende was in 2009 directeur-grootaandeelhouder van een b.v. (de 'Vennootschap').

Op 16 maart 2009 sloot Belanghebbende een intentieovereenkomst voor de verkoop van de aandelen in de Vennootschap voor een bedrag van EUR 14 miljoen (de 'Intentieovereenkomst'). De Intentieovereenkomst bevatte enkele voorbehouden. De verkoop van de aandelen vond uiteindelijk geen doorgang, omdat de beoogd koper in juli 2010 failliet werd verklaard.

Op 17 maart 2009 ondertekende Belanghebbende een geldleningofferte van ABN AMRO voor akkoord. ABN AMRO verstreekte op basis van de offerte aan Belanghebbende een geldlening van EUR 1.500.000 voor de aankoop en verbouwing van een woning en de aankoop van twee omliggende percelen, alsmede voor aflossing van een restschuld. Volgens een taxatierapport van 28 januari 2009 bedroeg de vrije verkoopwaarde van de woning EUR 1.500.000 en de executiewaarde EUR 1.200.000. Ter zekerheid voor terugbetaling verstreekte de Belanghebbende aan ABN AMRO een hypotheekrecht op de woning en de omliggende percelen. Begin 2010 wees ABN AMRO een verzoek van Belanghebbende af om wegens liquiditeitsproblemen bij de Vennootschap een aanvullende lening aan de Vennootschap te verstrekken. Op 1 mei 2010 verstreekte ABN AMRO wel een aanvullende lening van EUR 300.000 aan Belanghebbende in privé onder de voorwaarde dat het krediet door de Vennootschap zou worden benut. Het bedrag werd naar een rekening van de Vennootschap overgemaakt. Tot zekerheid van de aanvullende lening verstreekte Belanghebbende wederom een hypotheekrecht aan ABN AMRO.

Naderhand kwam Belanghebbende zijn verplichtingen uit de geldleningen niet na, waarna ABN AMRO executiemaatregelen aankondigde. Daarop stelde Belanghebbende bij brief van 19 mei 2015 ABN AMRO aansprakelijk voor de schade die

hij wegens overkreditering leed. Nadat ABN AMRO aansprakelijkheid afwees, diende Belanghebbende een klacht in tegen ABN AMRO bij de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (de 'Geschillencommissie'). De Belanghebbende vorderde onder meer te verklaren dat ABN AMRO haar algemene en/of bijzondere zorgplichten jegens Belanghebbende heeft geschonden, althans in de naleving daarvan tekort is geschoten, ABN AMRO te veroordelen tot vergoeding van de door Belanghebbende als gevolg van de geldleningen geleden en nog te lijden schade en ABN AMRO te veroordelen tot fixatie van de schuld tot het bedrag van de verkoopwaarde van de onderpanden en/of kwijtschelding van restschulden na verkoop van de (on)roerende zaken.

De Geschillencommissie achtte de klacht van Belanghebbende voor wat betreft de in 2010 verstreekte lening van EUR 300.000 niet ontvankelijk. Het krediet beschouwde de Geschillencommissie als een zakelijk krediet, waardoor de Belanghebbende niet als 'consument' kon worden beschouwd. Er was daarom geen sprake van een geschil waarover de Geschillencommissie kon oordelen. Ten aanzien van de in 2009 verstreekte geldlening oordeelde de Geschillencommissie dat ABN AMRO niet tekort is geschoten in de jegens de Belanghebbende te betrachten zorg. ABN AMRO had volgens de Geschillencommissie bij de beoordeling van de kredietaanvraag rekening mogen houden met de toekomstverwachtingen van Belanghebbende en de reële verwachting ten aanzien van de opbrengst van de verkoop van de aandelen voortvloeiende uit de Intentieovereenkomst. De Geschillencommissie wees daarom de vorderingen van Belanghebbende, voor zover zij op de in 2009 verstreekte lening betrekking hadden, af.

Belanghebbende stelde op 13 oktober 2016 beroep in tegen het bindend advies van de Geschillencommissie. Belanghebbende formuleerde twee bezwaren tegen het oordeel van de Geschillencommissie en verzocht de Commissie van Beroep het advies te vernietigen en de vorderingen zoals ingesteld bij de Geschillencommissie alsnog toe te wijzen en ABN AMRO te veroordelen in de kosten die voortvloeiden uit de procedures bij de Geschillencommissie en de Commissie van Beroep. Het eerste bezwaar van Belanghebbende zag op de omstandigheid dat de Geschillencommissie ten onrechte zou hebben besloten dat de vordering ten aanzien van de lening van EUR 300.000 niet ontvankelijk was. Volgens Belanghebbende moest ook deze lening worden beschouwd als te zijn verstrekt aan een consument. De Commissie van Beroep oordeelde dat de Belanghebbende bij deze klacht geen belang heeft en laat in het midden of de lening zou zijn verstrekt aan een consument. De Commissie van Beroep overwoog dat de klacht hoe dan ook niet tot toewijzing van de vorderingen van Belanghebbende zou leiden, aangezien deze vorderingen om dezelfde reden als de vorderingen van Belanghebbende met betrekking tot de kredietverlening uit 2009 niet toewijsbaar zijn.

De Commissie van Beroep verwees daarbij naar de overwegingen die ten grondslag lagen aan de verwerping van het tweede bezwaar van de Belanghebbende.

Het tweede bezwaar van Belanghebbende zag op de omstandigheid dat de Geschillencommissie ten onrechte aan de Intentieovereenkomst doorslaggevende betekenis heeft toegekend. Daarnaast voerde Belanghebbende aan dat de verstrekte kredieten niet waren gerechtvaardigd gelet op het relatief geringe inkomen van Belanghebbende, de afwezigheid van dividenduitkeringen, de afwezigheid van vermogen, de overigeschulden van Belanghebbende en de resultaten van de Vennootschap. Belanghebbende stelde dat zijn salaris tussen de EUR 70.000 en EUR 100.000 bedroeg. ABN AMRO stelde daartegenover dat uit een memo uit 2009 bleek dat Belanghebbende een verdien capaciteit van EUR 530.000 zou hebben, hetgeen vervolgens weer is bestreden door Belanghebbende.

De Commissie van Beroep liet in het midden of de door ABN AMRO gestelde verdien capaciteit van Belanghebbende voor juist was te houden. De Commissie van Beroep oordeelde dat, indien tot uitgangspunt werd genomen wat Belanghebbende heeft aangevoerd omtrent inkomen, afwezigheid van dividenduitkeringen, vermogen, schulden en resultaten van de Vennootschap en het ontbreken van iedere betekenis van de Intentieovereenkomst bij de beoordeling voor de verstrekking van de geldleningen, het duidelijk moet zijn geweest voor Belanghebbende dat hij in financiële nood zou kunnen geraken indien hij de geldleningen zou aangaan. De Commissie van Beroep overwoog dat het ervoor mag worden gehouden dat bij Belanghebbende in 2009 een zodanig financieel inzicht aanwezig was dat hij zou hebben kunnen begrijpen dat bij een jaarinkomen van, naar wat de Belanghebbende stelt, EUR 70.000 tot EUR 100.000, er geen ruimte was voor het aangaan van leningen ter grootte van uiteindelijk EUR 1.8 miljoen. Indien onder andere het niet doorgaan van de verkoop van de aandelen een rol had gespeeld bij het feit dat Belanghebbende in financiële nood is geraakt, dan zijn dit omstandigheden die voor risico van de Belanghebbende komen, aldus de Commissie van Beroep. Daarbij overwoog de Commissie van Beroep nog dat de Belanghebbende in het klachtschrift aan de Geschillencommissie ook zelf erkende eigen schuld te hebben aan de financiële situatie waarin hij is terecht gekomen.

Gelet op bovengenoemde omstandigheden overwoog de Commissie van Beroep dat de financiële nood die bij Belanghebbende is ontstaan in die mate aan Belanghebbende is toe te rekenen dat de daaruit voor hem voortvloeiende schade geheel voor zijn rekening diende te blijven. De Commissie van Beroep handhaafde dan ook het advies van de Geschillencommissie en wees de vordering van Belanghebbende voor vergoeding van kosten af.

2-daagse cursus

Clearing en Settlement

Clearing en Settlement in ogeschouw genomen



- ▶ Na deze 2-daagse cursus bent u volledige op hoogte van alles aspecten rondom clearing en settlement
- ▶ Overzicht van de huidige en toekomstige wet- en regelgeving op het gebied van het giraal effectenverkeer
- ▶ De cursus heeft een praktische insteek

Aanleiding

Clearing staat sinds de crisis in 2008 op de prioriteitenlijst van alle toezichthouders en er hebben zich behoorlijke veranderingen voorgedaan. Clearing vindt plaats bij de afwikkeling van een transactie in financiële instrumenten. Het is een proces waarbij leverings- en betalingsverplichtingen voor de betrokken partijen tot stand komen, en waarin veelal verrekening of saldering plaatsvindt.

Zowel settlement als de Wet giraal effectenverkeer ondergaan de laatste jaren behoorlijke veranderingen. Alhoewel de Wge zelf niet direct settlement regelt, is het wel de basis voor giraal effectenverkeer in Nederland. Mede door Europese initiatieven zoals Target2Securities en de CSD Verordening, wordt settlement nu echter meer en meer Europees georiënteerd.

Inhoud en resultaat

In de module Clearing wordt aan de hand van een transactie in financiële instrumenten besproken hoe die transactie in de praktijk wordt gecleared en op welke wijze het clearingproces in juridische zin, vorm wordt gegeven. Daarbij wordt bekeken wat de functie is van de clearinginstellingen en van de centrale tegenpartijen.

De module Settlement beoogt te bereiken dat de cursisten inzicht krijgen in hoe het giraal effectenverkeer zowel praktisch als juridisch in Nederland is vormgegeven en wat er allemaal bij settlement komt kijken.

De cursus is géén verdiepingscursus. Dat betekent dat de verschillende onderdelen goed, maar relatief kort worden behandeld. Een praktische benadering staat voorop. Er wordt gewerkt met hulpmiddelen zoals stroomschema's en casussen.

Doelgroep

De cursus is met name geschikt voor:

- juristen werkzaam bij financiële ondernemingen, beurzen en toezichthouders
- advocaten die zich bezighouden met het effectenrecht
- advocaten die zich bezighouden met het effectenrecht

Docenten

Module Clearing

- Mr. Gijs van Leeuwen (Norton Rose Fulbright LLP)
- Mr. Floortje Nagelkerke (Norton Rose Fulbright LLP)

Module Settlement

- Mr. Charlotte Kranendonk (Euroclear)
- Mr. Floortje Nagelkerke (Norton Rose Fulbright LLP)

Datum, locatie en prijs

Zie voor de actuele data:

www.berghauserpontacademy.nl

Amsterdam

€ 999 (losse module €595)

Voor meer informatie, ga naar de website: www.berghauserpontacademy.nl