



Kroniek van het financiële recht

Reinout Wibier , Rosemarijn Labeur , actueel tot 16-04-2010

Actueel tot	16-04-2010
Auteur	Reinout Wibier  , Rosemarijn Labeur 
Vakgebied(en)	Financieel recht (V) Financieel recht / Financieel toezicht (juridisch) Financieel recht / Bank- en effectenrecht

Kroniek van het financiële recht

De vorige aflevering van deze kroniek, die werd verzorgd door prof. mr. Sjoerd Eisma en mw. mr. Francine Schlingmann, verscheen in april 2008 (toen nog onder de naam 'Kroniek van het effectenrecht'). Hoewel de auteurs al wezen op woelige tijden op de financiële markten, moest de kredietcrisis toentertijd nog goed en wel losbarsten.

Op de www.njb.nl is als link bij dit artikel een versie van deze kroniek te vinden die op sommige onderwerpen dieper ingaat dan in de gedrukte versie mogelijk was. Zo is daarin een uitgebreide aanvulling op de in dit artikel aangehaalde literatuur opgenomen. Daar waar de webversie meer informatie bevat dan de gedrukte versie, is zulks aangegeven door middel van een voetnoot.

In de relatief korte tijd die sindsdien is verstreken, is het landschap tegen de achtergrond waarvan het financiële recht opereert onherkenbaar veranderd. De *investment banks*, eens de trots van Wall Street, zijn failliet (Lehmann Brothers), overgenomen (Bear Stearns door JP Morgan en Merrill Lynch door Bank of America) of hebben zich met het oog op eenvoudiger toegang tot fondsen van de *Federal Reserve* omgevormd tot 'gewone' banken (Morgan Stanley en Goldman Sachs). Het voornaamste verschil tussen *investment banks* en (gewone) *retail banks* is dat de eersten zichzelf financierden op de interprofessionele markt, terwijl laatstgenoemden daarnaast konden rekenen op grote hoeveelheden spaargeld van consumenten. De interprofessionele financiering bleek na de val van Lehman Brothers onvoldoende beschikbaar om het business model van veel *investment banks* nog langer te ondersteunen.^[1] De zelfstandige *investment bank* als business model staat verder onder druk nu de Obama-regering maatregelen heeft aangekondigd.^[2] Op basis hiervan zal het voor banken die geld aantrekken van gewone spaarders mogelijk verboden worden voor eigen rekening risicovolle investeringen aan te gaan in bijvoorbeeld *hedge funds* en *private equity funds*.^[3]

De kredietcrisis is overgewaaid uit de Verenigde Staten waar een daling van de huizenprijzen er uiteindelijk toe heeft geleid dat het financiële systeem langs de rand van de afgrond heeft gebalanceerd en slechts door middel van ongekend overheidsingrijpen kon worden gered. Een belangrijke en in het kader van deze kroniek uitermate relevante oorzaak van de kredietcrisis is de zogenaamde securitisatie van hypothecaire vorderingen. Bij een *securitisation* worden de vorderingen die de *originator* (de partij die de lening heeft verstrekt aan de huizenbezitter (doorgaans de bank)) heeft op de huizenbezitter tot terugbetaling van de verstrekte lening overgedragen aan een speciaal daartoe opgerichte

vennootschap, een zogenaamd *special purpose vehicle* (SPV). De koopprijs voor de leningen trekt het SPV aan via de (internationale) kapitaalmarkten. Dit doet het SPV door obligaties uit te geven, meestal in denominaties van ten minste € 50 000, gericht op professionele beleggers. De obligatiehouders zijn voor de betaling van rente en aflossingen afhankelijk van de rente en aflossingen die op de oorspronkelijke leningen door die huizenbezitters worden betaald. De leningportefeuille van de *originator* (en daarmee ook het risico van niet-betaling van rente en aflossingen door de huizenbezitter) is op deze wijze verhandelbaar geworden.^[4]

Deze obligaties en daarvan afgeleide financiële producten waren in alle hoeken en gaten van het financiële systeem terechtgekomen zodat de daling van de huizenprijzen in de Verenigde Staten het gehele systeem kon infecteren.^[5] De schade bleef niet beperkt tot Amerikaanse *investment banks*. Ook Nederlandse ondernemingen zoals ING, Aegon, SNS REAAL, ABN AMRO en Fortis konden niet op eigen kracht verder en werden afhankelijk van staatssteun. Voor ING, ABN AMRO en Fortis geldt bovendien dat zij waarschijnlijk nooit meer in dezelfde vorm als voor de kredietcrisis zullen terugkeren. Een tweede belangrijke oorzaak die in dit verband genoemd moet worden is dat de perceptie van de risico's in het financiële systeem bij banken, overheden en andere partijen kennelijk verkeerd was. Het gaat te ver om dit punt verder uit te diepen op deze plaats, maar de komende periode mag worden aangenomen dat veel overheidsmaatregelen gericht zullen zijn op het terugdringen van deze risico's.^[6] In deze kroniek zullen wij in de eerste plaats ingaan op de maatregelen die specifiek zijn genomen in het kader van de kredietcrisis (paragraaf 1). Vervolgens zullen wij ingaan op de overige ontwikkelingen in het toezichtrecht, uitgesplitst in de ontwikkelingen ingegeven door Europa (paragraaf 2.1) en ontwikkelingen in een zuiver Nederlandse context (paragraaf 2.2). In paragraaf 3 worden de belangrijkste ontwikkelingen op civielrechtelijk terrein besproken. Daarbij komt zowel een aantal arresten van de Hoge Raad aan de orde als recente ontwikkelingen op het terrein van wetgeving. Paragraaf 4 bevat een korte afsluiting en in paragraaf 5 geven wij ten slotte een kort overzicht van de meest relevante literatuur die sinds de vorige kroniek is verschenen.^[7]

1 Maatregelen naar aanleiding van de kredietcrisis

Analyses, voornemens en aanbevelingen

De reacties van wetgevers, toezichthouders, financiële instellingen en andere deskundigen op de kredietcrisis buitelen sinds het ontstaan daarvan in grote snelheid over elkaar heen. Binnen verbazend korte tijd werd in de afgelopen anderhalf jaar zowel in nationaal als in internationaal verband een aantal omvangrijke rapporten over de kredietcrisis gepubliceerd. Het Amerikaanse Ministerie van Financiën publiceerde de *White Paper*.^[8] In Europa nam de commissie onder voorzitterschap van Jacques de Larosière^[9] het voortouw (het rapport gaat in op de Europese maatregelen gericht op de bestrijding en voorkoming van (toekomstige) crises en gaat vooral uit van versterking van het Europese toezicht). In Engeland ging de voorzitter van de *Financial Services Authority* Lord Turner aan de slag (het rapport bespreekt de oorzaken van de crisis en geeft richting voor mogelijke oplossingen).^[10] In de rapporten die de naam van hun respectievelijke voorzitter dragen, worden analyses gegeven over de oorzaken van de crisis en worden aanbevelingen gedaan voor de hernieuwde inrichting van de Europese financiële sector. In Nederland publiceerde de Adviescommissie Toezicht Banken onder leiding van Cees Maas op haar beurt het rapport *Naar herstel van vertrouwen*, dat beschouwingen en aanbevelingen voor een versteviging van de bankensector bevat.^[11] Het inmiddels gevallen Nederlandse kabinet-Balkenende IV heeft vervolgens haar duit in het zakje gedaan door in het rapport *Kabinetsvisie toekomst financiële*

sector de hoofdlijnen van haar voorgenomen kabinetsbeleid ten aanzien van de financiële sector te publiceren.^[12] Aan Jan Kees de Jager en zijn (eventuele) opvolger na de komende verkiezingen is nu de taak om deze financiële hervormingen verder te brengen.

Short selling

Maar er werden niet alleen aanbevelingen gedaan en voornemens gepubliceerd. De crisis heeft ook concrete wijzigingen van wet- en regelgeving gebracht die de huidige crisis moeten bezweren en een nieuwe crisis beter moeten kunnen opvangen. In september en oktober 2008 vaardigde de AFM in navolging van andere Europese toezichhouders maatregelen uit waarmee *short selling* met betrekking tot de aandelen van bepaalde banken en verzekeraars tijdelijk werd verboden.^[13] *Short selling* is een beleggingstactiek waarbij beleggers speculeren op de waardedaling van een financieel instrument, vaak (certificaten van) aandelen. Om de wettelijke grondslag voor deze maatregelen te verzekeren, werd de Wet op het financieel toezicht (Wft) in tien dagen gewijzigd. Deze wetwijziging wordt in de literatuur stevig bekritiseerd vanwege de ongelimiteerde bevoegdheid die daarin voor de AFM is gecreëerd tot het opleggen van regels.^[14] Het verbod op *short selling* is inmiddels vervallen. Tot nadere orde is wel de verplichting tot melding aan de AFM van bepaalde short posities van kracht bij het bereiken, overschrijden of onderschrijden van bepaalde drempelwaarden.^[15]

Depositogarantiestelsel en wederzijds vertrouwen

Een andere door Europa ingegeven maatregel die in de herfst van 2008 werd afgekondigd in verband met de onrust op de financiële markten betreft de verhoging van de maximale uitkering onder het depositogarantiestelsel tot € 100 000 per rekeninghouder per bank.^[16] Deze uitkering wordt gedaan ter compensatie van depositohouders als een bank niet in staat is te voldoen aan haar verplichtingen die voortvloeien uit deposito's. Hoewel deze maatregel oorspronkelijk slechts werd aangekondigd voor de duur van een jaar, heeft voormalig minister Bos besloten de verhoogde dekking ook na de oorspronkelijke vervaldatum van 7 oktober 2009 in stand te laten.^[17] Nederland anticipeert hiermee op de implementatie van de gewijzigde Richtlijn inzake de depositogarantiestelsels, op grond waarvan alle lidstaten verplicht zijn om vanaf 31 december 2010 een dekking te bieden van € 100 000.^[18] Het is echter vooralsnog niet duidelijk of deze richtlijneisen binnenkort niet weer zullen worden herzien. De crisis heeft aanleiding gegeven tot een kritische blik op het depositogarantiestelsel, zowel op Europees als op nationaal niveau.^[19] De uitkomst daarvan is nog onzeker.^[20]

Het voormalige kabinet heeft overigens aangegeven op langere termijn het meeste heil te zien in een Europees depositogarantiestelsel.^[21] Dit kabinet realiseerde zich echter dat het nog wel even zal duren voordat lidstaten zich daaraan zouden willen committeren. Een voorwaarde voor een dergelijk stelsel is het vertrouwen in elkaars toezicht. In hoeverre dat vertrouwen na de crisis nog bestaat, is maar de vraag. In de *Turner Review* heeft de FSA vraagtekens gezet bij het huidige Europese bankensysteem als zodanig, dat banken de mogelijkheid biedt om op grond van hun bankvergunning in de lidstaat van vestiging door middel van een bijkantoor grensoverschrijdende diensten te verlenen in een andere lidstaat.^[22] Deze vraagtekens zetten niet alleen het op het beginsel van wederzijdse erkenning gebaseerde Europees-paspoortstelsel voor banken op losse schroeven, maar raken tevens aan het vrije verkeer van diensten als een van de fundamenten van de Europese interne markt.

Versterking kapitaaltoezicht

Wellicht zullen de plannen van het Bazels Comité (een comité dat bestaat uit banktoezichthouders en centrale banken van de landen van de G10) voor de aanscherping van het kapitaalraamwerk voor banken kunnen bijdragen aan het vertrouwen van de lidstaten in elkaars banken. De implementatie van het verscherpte kapitaalregime zal gefaseerd plaatsvinden via verschillende wijzigingen van de Europese kapitaaleisenrichtlijn.^[23] Voorbeelden van deze maatregelen zijn de retentie-eisen voor securitisatieposities^[24] en het prudentieel toezicht op het beloningsbeleid van instellingen,^[25] welke eisen naar verwachting rond de komende jaarwisseling in werking zullen treden. De bedoeling is dat deze maatregelen eind 2012 zullen worden gevolgd door meer fundamentele wijzigingen, zoals de herziening van de bestaande kapitaalstructuur (welke thans bestaat uit de categorieën *core Tier 1*, *Tier 1, upper* en *lower Tier 2* en *Tier 3*) en de introductie van een maximale *leverage ratio*, die de balansomvang in verhouding tot het aangehouden kapitaal weergeeft.^[26] Ook de verscherping van de kapitaalregels, kunnen worden gezien als een poging de risico's in de financiële markten terug te dringen nu de bestaande regels op dit vlak volstrekt onvoldoende zijn gebleken toen puntje bij paaltje kwam.

Code Banken

Ondertussen zitten de banken zelf ook niet stil. Bij wijze van zelfregulering heeft de Nederlandse Vereniging van Banken inmiddels door middel van de Code Banken opvolging gegeven aan de aanbevelingen van het eerdergenoemde rapport van de commissie Maas.^[27] De Code Banken introduceert een moreel-ethische verklaring die bestuursleden van banken dienen te ondertekenen. Door middel van deze bankierseed moeten bestuursleden kort gezegd beloven dat zij hun functie op een zorgvuldige, deskundige en integere manier zullen uitoefenen. Daarnaast is voor de leden van de raad van commissarissen in de Code Banken het zogenoemde bankiersexamen opgenomen. Dit betreft de verplichting voor banken om te voorzien in een programma van permanente educatie voor hun commissarissen om de deskundigheid van deze commissarissen op peil te houden en waar nodig te verbreden. Ten slotte bevat de Code Banken bepalingen die de *corporate governance* van banken moeten versterken en een uitgebreide beloningsparagraaf met principes voor een duurzaam en beheerst beloningsbeleid.

Regulering bonuscultuur

Deze poging om het beloningsbeleid van banken te controleren staat niet op zichzelf. De crisis heeft een wereldwijde verontwaardiging over de bonuscultuur bij met name banken aangewakkerd. Dat heeft ervoor gezorgd dat het variabele beloningsbeleid in de hele financiële sector inmiddels in de schijnwerpers staat.^[28] Terwijl de leden van de G20 tot overeenstemming proberen te komen over een mondiaal bonusbeleid, werkt de Nederlandse wetgever aan het expliciteren van de wettelijke basis voor de principes van beheerst beloningsbeleid die de AFM samen met DNB op 6 mei 2009 hebben uitgebracht en aan de mogelijkheden tot handhaving daarvan.^[29] Het is niet zo dat de AFM en DNB de bevoegdheid krijgen om op te treden tegen bonussen als zodanig. Die bevoegdheid is er uitsluitend als er sprake is van beloningsprikkelers die (kunnen) leiden tot onverantwoorde risico's of onzorgvuldige klantbehandeling. Het Ministerie van Financiën bereidt momenteel bovendien een wetsvoorstel voor dat het mogelijk moet maken om onterecht toegekende bonussen terug te vorderen (*claw back*).^[30] De streefdatum voor inwerkingtreding van deze *claw back* mogelijkheid is 1 januari 2011.

Toezicht op credit rating agencies (CRAs)

Tot slot vermelden wij dat vanaf 7 december 2009 de Europese CRA-Verordening^[31] directe werking in alle lidstaten heeft. Aan de CRAs wordt een belangrijke rol in de crisis toegeschreven, omdat investeerders bij het bepalen van het risicoprofiel van een investering sterk leunden op de kredietbeoordelingen van de meest dominante CRAs (Standard & Poor's, Moody's en Fitch). De invoering van toezicht op CRAs moet leiden tot meer transparantie van CRAs en tot de verbetering van de integriteit, *governance* en betrouwbaarheid van ratingactiviteiten.^[32]

2 Overige ontwikkelingen in het financieel toezichtrecht

Ook los van de crisis is het financieel toezichtrecht onophoudelijk in beweging. Hierna zullen wij een onderscheid aanbrengen tussen de belangrijkste aan Europese richtlijnen gerelateerde ontwikkelingen^[33] en ontwikkelingen die in de zuiver Nederlandse context moeten worden gezien.

2.1 Ontwikkelingen ingegeven door Europa

Integriteit financiële sector

De Wet ter voorkoming van witwassen en financiering van terrorisme (Wwft) ter implementatie van de Europese derde witwasrichtlijn^[34] in Nederland trad ruim zeven maanden te laat, op 1 augustus 2008, in werking. De Wwft is de opvolger van de Wet identificatie bij dienstverlening (WID) en de Wet melding ongebruikelijke transacties (Wet MOT) en beoogt een belangrijke bijdrage te leveren aan de integriteit van het financiële stelsel.^[35]

Ooneerlijke handelspraktijken

Kort na de komst van de Wwft trad de Wet oneerlijke handelspraktijken (Wet OHP) in werking.^[36] Door deze wet is sinds 15 oktober 2008 de Europese richtlijn oneerlijke handelspraktijken in Nederland geïmplementeerd.^[37] De Wet OHP is van toepassing op oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten voor, tijdens en na het aangaan van commerciële transacties. De Wet OHP vervangt art. 6:194 BW als grondslag voor een beroep door consumenten op prospectusaansprakelijkheid. Naast de mogelijkheid tot civielrechtelijke handhaving van de nieuwe regeling door consumenten zelf, is de AFM door de Wet handhaving consumentenbescherming voor de financiële sector met het toezicht op de Wet OHP belast. Op een aantal punten overlapt de nieuwe wetgeving met de bestaande sectorspecifieke toezicht wet- en regelgeving voor de financiële sector. Op andere punten vult de Wet OHP het voordien geldende toezichtrecht juist aan. De AFM heeft van dit gegeven inmiddels al een paar keer gebruikgemaakt door op te treden tegen instellingen die financiële diensten verlenen of activiteiten verrichten die vrijgesteld zijn onder de Wft, zoals beleggingsinstellingen die hun participaties slechts ter beschikking stellen tegen een tegenwaarde van ten minste € 50 000 per deelnemer.^[38]

Aanpassingen Wft en daarop gebaseerde lagere wetgeving

Verschiedende Europese richtlijnen hebben in de Wft en daarop gebaseerde lagere wetgeving door implementatie hun beslag gekregen in de afgelopen twee jaar. Twee van deze implementaties hebben geleid tot regulering van activiteiten of diensten die daarvoor niet aan specifiek toezicht onderworpen waren. Het betreft in de eerste plaats de implementatie van de EU-herverzekeringsrichtlijn^[39] op 1 september 2008 als gevolg waarvan alle herverzekeraars met zetel in

Nederland en in Nederland gevestigde bijkantoren met zetel buiten de Europese Unie per die datum onder toezicht staan van DNB en aan zekere rapportageverplichtingen moeten voldoen. Daarnaast wijzen wij op de implementatie van de Richtlijn betalingsdiensten, ook wel bekend als de *Payment Services Directive* (PSD) die op 1 november 2009 plaatsvond.^[40] De PSD bevat regels op twee gebieden. In de eerste plaats roept de PSD een vergunningplicht voor betaaldienstverleners in het leven. Onder het begrip betaaldienst vallen onder meer diensten met betrekking tot het uitvoeren van diverse typen betalingstransacties, zoals overboekingen en automatische debiteringen. Deze vergunningplicht is neergelegd in de Wft. De gedragsregels die betrekking hebben op de relatie tussen de betaaldienstverlener en de cliënt zijn geïmplementeerd in het Burgerlijk Wetboek.^[41] Verder traden op 1 januari 2009 de nieuwe Nederlandse regels in werking die strekken tot verdere implementatie van de Transparantierichtlijn.^[42] De Transparantierichtlijn beoogt de regels omtrent financiële verslaggeving en melding van substantiële deelnemingen te verbeteren. Naast de Wft is ook Boek 2 BW op enkele onderdelen aangepast.

Wat er verder op het programma staat^[43]

Op 18 maart jl. hebben de Ministers van Justitie en van Financiën het wetsvoorstel ter implementatie van de nieuwe Richtlijn consumentenkrediet^[44] ingediend. Op korte termijn zal de Europese richtlijn deelnemingen in de financiële sector, beter bekend als de Antonveneta-richtlijn,^[45] eindelijk in de Wft worden geïmplementeerd. Een ander omstreden lopend Europees project is de concept-richtlijn voor alternatieve beleggingsinstellingen,^[46] waarvan op 15 februari van dit jaar een nieuw compromisvoorstel werd gepubliceerd.^[47] Iets minder opzienbarend maar wel van belang zijn de ontwikkelingen ten aanzien van een aantal bestaande Europese richtlijnen, waaronder de wijziging van de Finaliteitsrichtlijn^[48] en de Richtlijn financiële zekerheidsvereenkomst,^[49] de wijziging van de Richtlijn voor elektronisch geldinstellingen,^[50] de aangepaste ICBE-richtlijn (ook wel bekend als UCITS-IV),^[51] het voorstel tot wijziging van de Prospectusrichtlijn^[52] en de onlangs definitief vastgestelde Richtlijn Solvency II.^[53]

2.2 Ontwikkelingen in zuiver Nederlandse context

Technische en inhoudelijke aanpassingen Wft en lagere regelgeving

Kort na de inwerkingtreding van de Wft maakte het Ministerie van Financiën op zijn website al melding van het feit dat door de omvang van de Wft en de veelheid van verwijzingen daarin, er fouten in de wet waren geslopen. Daarom werd op de website een meldpunt Wft ingericht, waar iedereen opmerkingen kon indienen. Dit heeft geleid tot twee wijzigingstrajecten van de Wft. Begin 2009 werden eerst de gespotte technische fouten hersteld door middel van de Reparatiewet Wft^[54] en het Reparatiebesluit Wft.^[55] De inhoudelijke wijzigingen komen aan bod in de wijziging van de Wft die de Wet financiële markten 2010 mee zal brengen.^[56] De opvallendste wijziging wordt in de paragraaf hierna aangestipt. De geplande inwerkingtreding van deze langverwachte wet was maart 2010, maar ook hier zal de val van het kabinet wellicht nog roet in het eten gooien. De vraag is ook welke vertraging de Wijzigingswet financiële markten 2011 zal oplopen, die volgens de planning van het Ministerie van Financiën in mei 2010 aan de ministerraad had moeten worden voorgelegd. Hetzelfde geldt voor de voorgenomen behandeling door de Tweede Kamer van het wetsvoorstel met betrekking tot het toezicht op afwikkelingsdiensten dat op 5 augustus 2009 werd ingediend en dat in januari 2011 in werking zou moeten treden.^[57] Het lijkt op dit moment niet erg waarschijnlijk dat blind op deze agenda kan

worden vertrouwd.

Wildwest-bordje

De wetgever is voornemens om instellingen die een beroep doen op een vrijstelling van toezicht door de AFM hiervan verplicht melding te laten maken aan beleggers. De Wet financiële markten 2010 voorziet in de basis voor deze nieuwe verplichting. Als het aan het Ministerie van Financiën en de AFM ligt, moet de vrijstellingsmelding vanaf 1 juli 2010 volgens een vast voorschrift en een vaste vorm toegepast worden. Het gebruik van de term 'wildwest-bordje' bedoelt te benadrukken dat het hier gaat over ongereguleerd terrein. De AFM heeft in dit kader een regeling met een aantal zinnen en symbolen ontwikkeld die naast de consultatie in een consumentenonderzoek zullen worden getest. De verplichte vrijstellingsmelding moet ook gaan gelden voor uitgevende instellingen die gebruikmaken van een uitzondering op de prospectusplicht. Dit puur Nederlandse initiatief staat daardoor op gespannen voet met de Prospectusrichtlijn, die geen wildwest-bordje voorschrijft wanneer er een beroep op een uitzondering wordt gemaakt.

Nieuw boetestelsel

Door de inwerkingtreding van de Boetewet,^[58] het Boetebesluit^[59] en de vierde tranche van de Algemene wet bestuursrecht in juli 2009^[60] is de systematiek van de bestuurlijke boete die op grond van financiële toezichtwetgeving kan worden opgelegd op een aantal vlakken ingrijpend gewijzigd. De boetebedragen zijn aanzienlijk verhoogd en er is gekozen voor een flexibele boetesystematiek. Dit wil zeggen dat de toezichthouder een grotere discretionaire bevoegdheid heeft bij het vaststellen van de hoogte van de op te leggen bestuurlijke boete. Verder heeft de voormalige Minister van Financiën in een brief aan de Tweede Kamer opgemerkt dat hij bij iedereen die werkzaam is in de financiële sector het besef wil bevorderen dat er ook persoonlijke consequenties aan een misstap verbonden kunnen zijn.^[61] Dit bewustzijn lijkt ons inderdaad van belang, nu sinds 1 juli 2009 een overtreding van een toezichtregel die wordt begaan door een rechtspersoon bestuursrechtelijk kan worden toegerekend aan individuele personen die opdracht hebben gegeven tot de overtreding of daaraan feitelijk leiding hebben gegeven. Bestuursleden, managers en commissarissen van onder toezicht staande financiële instellingen moeten er dus op bedacht zijn dat de bevoegde toezichthouder hen in privé een boete kan opleggen voor een overtreding die door de instelling is begaan.

Geharmoniseerde provisieregels

De provisieregels voor tussenpersonen zijn sinds het verschijnen van de vorige Kroniek flink uitgebreid. Provisies mogen in een groot deel van de financiële sector nog slechts betaald of ontvangen worden als zij een zware toets doorstaan. Deze toets wordt in toezichtjargon aangeduid als de *inducement norm*. Daarnaast is voor deze tussenpersonen een aantal zware transparantievoorschriften ten aanzien van provisos in werking getreden en geldt voor hen sinds 1 januari 2010 een totaalverbod op bonusprovisies. Concreet houdt dit volgens de wetgever in dat provisos die niet worden betaald ter gelegenheid van de totstandkoming van een overeenkomst - zoals provisie voor het behalen van een bepaalde omzet - niet langer zijn toegestaan. Het traditionele verdienmodel van veel tussenpersonen is door deze verscherpte provisieregels onder druk komen te staan.^[62] De AFM heeft op haar website verschillende leidraden gepubliceerd over haar uitleg van de nieuwe provisieregels.

Activiteiten AFM

Verder kunnen de plannen van de AFM ten aanzien van de verdere bestrijding van onverantwoorde kredietverlening hier niet onvermeld blijven. De regulering van kredietverstrekking staat al enige jaren in de bijzondere belangstelling van de gedragstoezichthouder. De AFM heeft in haar strijd tegen overkreditering in de afgelopen periode dan ook aan verschillende instellingen boetes opgelegd wegens het gevoerde kredietbeleid. In april 2009 trok de AFM vooral de aandacht door de mededeling van haar voorzitter Hans Hoogervorst dat de AFM een einde zou gaan maken aan de zogenaamde tophypotheek, waarbij huizenkopers meer dan de aankoopwaarde lenen. Deze aankondiging leidde tot publieke en politieke consternatie, mede vanwege de mogelijke negatieve effecten van een dergelijke maatregel op de woningmarkt die zich door de kredietcrisis al niet in een stevige positie bevindt.^[63] De AFM moest hierna weliswaar iets inbinden, maar heeft haar voornemen om tophypotheek te bestrijden niet laten varen. In september 2009 heeft de AFM het consultatiedocument 'Toetskader hypothecaire kredietverlening' gepresenteerd.^[64] Een algemeen verbod op tophypotheek is daarin niet opgenomen, maar de verwachting is dat de AFM binnenkort wel met aanpassingen op haar toetsingskader komt die de mogelijkheid tot het verlenen van tophypotheek zullen inperken.

Ook de invulling van de zorgplicht bij advisering en vermogensbeheer is voor de AFM een blijvend aandachtspunt. Zij publiceerde vorig jaar een rapport met aanbevelingen voor aanbieders van beleggingsverzekeringen^[65] en heeft daarnaast ook andere financiële instellingen voorzien van haar visie op zorgvuldige advisering over vermogensopbouwproducten.^[66] Bovendien onderzoekt de AFM in hoeverre standaardisatie van de verplicht op te stellen risicoprofielen zou kunnen bijdragen aan de invulling van de toezichtrechtelijke zorgplicht.^[67] Zoals hierna zal blijken, heeft de invulling van de zorgplicht zich ook vanuit civielrechtelijk perspectief in de afgelopen periode in de jurisprudentie weer verder ontwikkeld.

Speerpunten toezicht 2010

Zowel DNB als de AFM hebben begin dit jaar hun toezichtthema's voor 2010 bekend gemaakt.^[68] Het verbaast niet dat de thema's deels zijn ingegeven door de lessen die de toezichthouders uit de crisis hebben willen leren. Zo kondigen beide toezichthouders aan dit jaar in de toezichtuitoefening extra te letten op de integriteit van en binnen financiële ondernemingen.^[69]

Rechtspraak

Het is niet mogelijk om binnen het bestek van deze kroniek een compleet overzicht te verschaffen van alle toezichtrechtspraak sinds april 2008. Wij volstaan hier daarom met het signaleren van twee hoofdthema's in de jurisprudentie in deze periode.

In de eerste plaats is dat de jurisprudentie over marktmisbruik. Eind vorig jaar heeft het Europese Hof van Justitie beslist dat sprake is van een bewijsvermoeden ter zake van het bestanddeel 'gebruikmaken van' in de zin van art. 2 lid 1 Richtlijn marktmisbruik^[70] wanneer de betrokkene handelt in effecten waarop zijn voorwetenschap betrekking heeft.^[71] Het Hof Amsterdam boog zich in de *VPV*-zaak over de uitleg van een aantal andere bestanddelen van de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap, waaronder het bestanddeel 'koersgevoeligheid'.^[72] Het College van Beroep voor het Bedrijfsleven hield zich bezig met de reikwijdte van het verbod op marktmanipulatie^[73] in relatie tot de betekenis van de Richtlijn marktmisbruik^[74] en de daarbij behorende Uitvoeringsrichtlijn.^[75] Daarnaast verschenen er opvallend veel uitspraken over de vergunningplicht voor het aanbieden van beleggingsobjecten. Een voorbeeld van een beleggingsobject is een belegging waarbij een consument tegen betaling een perceel van een teakhoutplantage verkrijgt dan wel een recht op (een

deel) van het rendement of de opbrengsten, en aan de desbetreffende consument een rendement in geld in het vooruitzicht is gesteld (beleggingssoogmerk). Aanvullend dient het desbetreffende perceel te worden beheerd door een ander dan de verkrijger. In een aantal uitspraken stond de uitleg van het begrip beleggingsobject centraal.^[76] In andere uitspraken ging het vooral om de overtreding van de vergunningplicht voor het aanbieden van beleggingsobjecten.^[77]

3 Ontwikkelingen op het gebied van civiele rechtspraak en wetgeving

De Hoge Raad heeft in deze kroniekperiode een aantal belangrijke civielrechtelijke arresten op het terrein van het financiële recht gewezen. Een aantal daarvan verdient bijzondere aandacht en zullen hier onder worden besproken. Het gaat enerzijds om de uitspraken van de Hoge Raad in de effectenlease zaken en anderzijds om de belangrijke recente uitspraak in de *World Online*-zaak. Wij beginnen met deze laatste.

World Online

De Hoge Raad deed op 27 november 2009 uitspraak in de door de Vereniging van effectenbezitters (de VEB) en een door haar opgerichte stichting (de Stichting) aangespannen procedure tegen World Online International N.V. (de uitgevende instelling) en de bij de beursgang betrokken banken, te weten ABN AMRO Bank N.V. en Goldman Sachs International (de Banken).^[78] Beleggers die na inschrijving aandelen World Online toegewezen kregen in het kader van de beursgang, betaalden daarvoor een bedrag van € 43 per aandeel. De openingskoers van het aandeel op 17 maart 2000 was € 50,20.^[79] Daarna is de koers vrijwel alleen nog maar gedaald: uiteindelijk tot een bedrag onder de € 10 op het moment dat de beursnotering werd beëindigd. De Stichting vorderde dat World Online en de Banken zouden worden veroordeeld de schade te vergoeden van beleggers die hun vordering aan de Stichting hebben overgedragen. De VEB vorderde een verklaring voor recht dat World Online en de Banken onrechtmatig hebben gehandeld jegens beleggers in aandelen World Online die op de beursintroductie hebben ingeschreven of kort daarna aandelen hebben gekocht. Later is daar nog het verwijt aan toegevoegd dat de Banken zich rond de beursintroductie schuldig zouden hebben gemaakt aan koersmanipulatie.

Het arrest van de Hoge Raad is bijna dertig bladzijden lang en bevat een aantal interessante beslissingen aangaande de zorgplichten die banken in algemene zin in acht moeten nemen jegens (particuliere) beleggers. Zonder naar volledigheid te streven, kan op de volgende beslissingen worden gewezen.

In de eerste plaats geeft de Hoge Raad, onder verwijzing naar eerdere (Europese en nationale) rechtspraak,^[80] aan dat voor de vraag of een prospectus misleidend is, moet worden uitgegaan van de vermoedelijke verwachting van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt. Dit is de zogenaamde 'maatman-belegger'. Van deze belegger mag volgens de Hoge Raad worden verwacht dat hij zich in de aangeboden informatie verdiept, maar niet dat hij beschikt over specialistische of bijzondere kennis en ervaring (behoudens het geval dat de reclame zich uitsluitend op personen met dergelijke kennis en ervaring richt).^[81] Voor de vaststelling of een mededeling onrechtmatig is, is vereist dat sprake is van misleiding van de maatman-belegger. Dat wil zeggen dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van materieel belang is voor de beleggingsbeslissing van de maatman-belegger. Voor de kwalificatie 'misleiding' is niet vereist dat de belegger daadwerkelijk heeft kennisgenomen van de mededeling. Pas bij de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid

wordt relevant in hoeverre de belegger daadwerkelijk is beïnvloed door de misleidende mededeling.^[82] Als uitgangspunt geldt daarbij dat het *conditio sine qua non*-verband tussen de misleiding en beleggingsbeslissing aanwezig is, maar de rechter kan onder omstandigheden tot de conclusie komen dat van dit uitgangspunt moeten worden afgeweken, bijvoorbeeld wanneer aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing al was genomen voordat de misleidende mededeling werd gedaan.^[83] Vervolgens komen in het arrest onder meer nog de volgende vragen aan de orde:

- de vraag of het feit dat de verkoopprijs waartegen de medeoprichtster van World Online, Nina Brink, een deel van haar aandelen, kort voor de beursgang had verkocht in het prospectus had moeten worden vermeld;
- de vraag naar de aansprakelijkheid voor mededelingen die buiten het prospectus om zijn gedaan; en
- de vraag of ABN AMRO aansprakelijk is wegens koersmanipulatie door zelf op grote schaal aandelen World Online te kopen op de dag van de beursintroduktie tegen een gemiddelde koers van € 48,97.

Wat duidelijk naar voren komt in de uitspraak is dat de telkens toenemende zorgplichten die met name in de bancaire wereld op professionele partijen worden gelegd, zeer verstrekkende gevolgen kunnen hebben. De schade die de Banken naar aanleiding van de min of meer mislukte beursgang van World Online zullen leiden is nog niet vastgesteld in het zojuist besproken arrest, maar het is wel duidelijk dat het om potentieel gigantische bedragen gaat.^[84]

Ook in meer algemene zin valt op dat zorgplichten in het financiële recht steeds belangrijker worden. Er zijn in deze kroniekperiode honderden rechterlijke uitspraken gedaan waarin deze zorgplichten aan de orde komen. Zorgplichten spelen ook in de hierna te bespreken effectenleasearresten een prominente rol. Ook buiten het financiële recht is overigens een enorme vlucht in zorgplichten te constateren, onder meer van werkgevers,^[85] vervoerders,^[86] de beheerder van de openbare weg,^[87] en van moedervenootschappen jegens crediteuren van dochtervenootschappen.^[88] Zorgplichten zijn daarmee niet meer weg te denken uit het aansprakelijkheidsrecht.^[89]

Effectenlease producten^[90]

De Hoge Raad heeft een aantal belangrijke beslissingen genomen in de effectenleaseaffaire: de producten waarbij mensen met geleend geld investeerden in aandelen. Wanneer die aandelen in waarde daalden, verloren beleggers hun inleg al dan niet gedeeltelijk. In sommige gevallen bleven beleggers zelfs met een restschuld zitten, omdat de effecten bij verkoop ten gevolge van koersdalingen minder opbrachten dan het oorspronkelijk van de aanbieder geleende bedrag.

In maart 2009 oordeelde de Hoge Raad in een door een belegger tegen Dexia Bank Nederland N.V. (Dexia) aangespannen zaak dat bij het specifieke product sprake was van huurkoop, met als gevolg dat de belegger op grond van art. 1:88 lid 1 sub d BW toestemming nodig had van de echtgenoot voor het aangaan van het effectenleasecontract.^[91] Bij gebreke daarvan kan die echtgenoot het contract vernietigen op grond van art. 1:89 BW.

Op 5 juni 2009 heeft de Hoge Raad in een drietal zaken arrest gewezen.^[92] De arresten zijn lang en bevatten veel interessante overwegingen. Het belangrijkste wat uit de arresten kan worden afgeleid is dat de Hoge Raad ruimschoots aandacht besteed aan de zorgplicht die op de aanbieder van effectenlease producten rust.^[93]

Wetsvoorstel wijziging Wet giraal effectenverkeer

De Wge verschaft niet alleen de basis voor het girale effectenverkeer in Nederland, maar biedt beleggers daarnaast bescherming tegen insolventie van de financiële instelling waar zij hun effectenrekening aanhouden. Met het oog op een betere bescherming van beleggers staat een wijziging van de Wge op stapel.^[94] Bovendien wordt in het wetsvoorstel een volgende stap gezet naar een volledig stukkenloos effectenverkeer. De belangrijkste voorgestelde wijzigingen worden hierna aangestipt.

- (i) Niet alleen de cliënten van aangesloten instellingen (door Euroclear Netherlands als zodanig aangewezen *intermediaries*),^[95] maar ook cliënten van andere intermediairs zullen worden beschermd.
- (ii) Onder de 'oude Wge' bestaat uitsluitend bescherming wanneer sprake is van door Euroclear Netherlands aangewezen effecten. Onder de voorgestelde wijzigingen zullen alle instrumenten die voldoen aan de in onderdeel a., b. of c. opgenomen omschrijving in de definitie van 'financieel instrument' uit art. 1:1 Wft voor bescherming in aanmerking komen.
- (iii) Het terugdringen van individuele toonderstukken ten gunste van hetzij *global shares* of *notes* (dat zijn verzamelbewijzen waarbij één enkel stuk alle individuele toonderstukken bij een effectenuitgifte belichaamt), hetzij aandelen op naam.^[96]

4 Ter afsluiting

In deze kroniek hebben wij moeten volstaan met een selectie van de in onze ogen meest relevante of opvallende ontwikkelingen op het terrein van het financiële recht. Het gaat om een rechtsgebied dat nog steeds in opkomst is en dat betrekking heeft op een financiële werkelijkheid waarin de nationale als internationale ontwikkelingen elkaar in hoog tempo opvolgen. Dat zal voorlopig nog wel even zo blijven. Zo heeft de commissie De Wit inmiddels diverse Nederlandse hoofdrolspelers uit de kredietcrisis verhoord, lijkt de crisis te zijn overgeslagen van banken naar overheden (zoals blijkt uit de recente turbulentie rond de positie van Griekenland en het door dit euroland uitgegeven schuldpapier) en zal het nieuwe bankenplan onder de Amerikaanse president Obama zich in de komende maanden ongetwijfeld verder ontwikkelen. Kortom, de liefhebbers van dit rechtsgebied zullen zich voorlopig zeker niet hoeven te vervelen.

Voetnoten

[*]

Mr. dr. R.M. Wibier is universitair hoofddocent privaatrecht aan de Universiteit van Tilburg, fellow van het European Banking Center van die universiteit en advocaat te Amsterdam.

[**]

Mr. R. Labeur is advocaat te Amsterdam.

[1]

Zie voor een prachtig overzicht van hoe het mis ging en op welke wijze de zojuist beschreven ontwikkelingen zich onder grote tijdsdruk hebben voorgedaan: Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail*, Allen Lane 2009.

[2]

Het zogenaamde *Volcker plan*, genoemd naar de voormalige voorzitter van de *Federal Reserve*.

[3]

Zie daarover bijv. 'Garrots and stick'; 'Not what they meant'; en 'New plan, new people', *The Economist* 28 januari 2010. Zie voor de reactie van de Minister van Financiën op dit bankenplan van Obama zijn brief aan de Tweede Kamer van 17 februari 2010, te vinden

[4]

Een variant op securitisation transacties zijn zogenaamde *covered bond* transacties. Zie daarover R.M. Wibier, 'Covered bond programmes, de titel van overdracht, art. 3:84 lid 3 BW en het causa-vereiste bij overeenkomsten', *NJB* 2008, 116, afl. 3, p. 146-152; A.F. Salomons en mr. A.F. van 't Westeinde, 'Covered bonds en het fiduciaverbod', *WPNR* 2008/6758 met een reactie van R.M. Wibier en een naschrift van genoemde auteurs in *WPNR* 2008/6769; en R.J. Botter, 'Consultatie Besluit gedekte schuldinstrumenten (covered bonds)', *Ondernemingsrecht* 2008, 35.

[5]

Zie voor een uitgebreide beschrijving van dit proces R.D. Vriesendorp & R.M. Wibier, 'De kredietcrisis en privaatrecht', *NJB* 2009, 2, afl. 1, p. 2-8. Zie ook Casper van Ewijk & Coen Teulings, *De Grote Recessie - Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Uitgeverij Balans 2009.

[6]

Zie over dit punt bijv. recentelijk: 'The gods strike back a special report on financial risk', *The Economist* 13 februari 2010. Zie de webversie van deze kroniek voor meer informatie over de insolventie van AIG en de rol van *credit default swaps* daarbij.

[7]

Dit geldt uitsluitend voor de webversie.

[8]

'Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation', d.d. 17 juni 2009.

[9]

'Report of the High Level Group on Financial Supervision, d.d. 25 februari 2009', te vinden via http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

[10]

Te vinden via: www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf. Zie over het *Turner Review* ook R.M. Wibier, 'Lessen naar aanleiding van de kredietcrisis: maatregelen om een nieuwe crisis te voorkomen volgens de *Turner Review*', *NJB* 2009, 917, afl. 19, p. 1198-1207.

[11]

Het rapport is te vinden via www.nvb.nl/scrivo/asset.php?id=290352. Het gaat vooral in op de rol van de overheid in de bankensector, het depositogarantiestelsel en de wijze waarop het vertrouwen in banken kan worden hersteld.

[12]

Kamerstukken II 2008/09, 32 013, nr. 1.

[13]

Deze maatregelen werden op 21 september 2008 en 5 oktober 2008 op de website van de AFM gepubliceerd en zijn vervolgens opgenomen in *Stcrt.* 2008, 197. De oorspronkelijke vervaldatum van 4 november 2008 is verschillende keren uitgesteld, zie *Stcrt.* 2008, 407; *Stcrt.* 2009, 10; en *Stcrt.* 2009, 40.

[14]

Onder meer D. Doorenbos, 'Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichhouders', *NJB* 2008, 1856, afl. 37, p. 2360-2361; P.E.B. Corten & M.H.C. Sinninghe Damsté, 'Nood breekt wet: het verbod op short selling', *TOP* 2008, p. 286-290; en S. Hijink, 'Tijdelijke AFM-Regeling inzake Melding van Short Posities', *Ondernemingsrecht* 2009, 98, p. 412-415.

[15]

Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities in *Stcrt.* 2009, 97, uitgebreid door *Stcrt.* 2009, 16312 en tot nadere orde van kracht op grond van *Stcrt.* 2009, 20429.

[16]

Stcrt. 2008, 200 met rectificatie in *Stcrt.* 2008, 208.

[17]

Kamerstukken II 2008/09, 31 317, nr. 138.

[18]

Richtlijn 1994/19/EG, zoals gewijzigd bij Richtlijn 2009/14/EG.

[19]

Zie voor een omvangrijk overzicht van de lopende discussies met betrekking tot het depositogarantiestelsel J.M. van Poelgeest & M. Kuilman, 'Het depositogarantiestelsel in Europees perspectief', *Onderneming en Financiering* 2009 (17) 3, p. 44-62.

[20]

In de webversie van deze kroniek wordt op de oorzaken van die onzekerheid nader ingegaan, mede in het licht van de Icesave-problematiek.

[21]

Kabinetsvisie toekomst financiële sector, p. 44, beschikbaar via www.minfin.nl/Actueel/Kamerstukken/2009/07/Kabinetsvisie_toekomst_financi%C3%A8le_sector.

[22]

Zie het eerder aangehaalde *Turner Review*.

[23]

De *Capital Requirements Directive* (CRD) is een combinatie van Richtlijn 2006/48/EG en Richtlijn 2006/49/EG. Wijziging vindt plaats door middel van wijzigingstrajecten die in de praktijk worden aangeduid als CRD II, CRD III, enz. In *Kamerstukken II* 2009/10, 32 013, nr. 6, is een goed overzicht opgenomen van de (voorgenomen) maatregelen en hun beoogde inwerkingtreding. Zie verder www.bis.org.

[24]

Ingevolge CRD II, die bestaat uit een tweetal uitvoeringsrichtlijnen (2009/83/EG en 2009/27/EG) en een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van Ministers (2009/111 EG).

[25]

Ingevolge CRD III (momenteel nog in de vorm van een voorstel van de Europese Commissie tot een wijzigingsrichtlijn), zie COM(09)362.

[26]

CRD IV en CRD V bevinden zich nu nog in de consultatiefase (zie het consultatiedocument 'Strengthening the resilience of the banking sector', Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, te vinden via www.bis.org/publ/bcbs164.pdf). Zie over deze consultatie tevens <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/51&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

[27]

De Code Banken is te vinden via www.nvb.nl/scrivo/asset.php?id=291556. Voor de kabinetsreactie op de Code Banken zie *Kamerstukken II* 2009/10, 32 013, nr. 3.

[28]

Zie in dit kader onder meer de *Implementation Standards for the FSF Principles for Sound Compensation Practices* van de Financial Stability Board d.d. 25 september 2009, het *Final Report of the IFF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations, Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007-2008* van het Institute of International Finance d.d. juli 2008 en de aanbevelingen van de Europese Commissie (i) met betrekking tot de regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen (2009/385/EG) en (ii) betreffende het beloningsbeleid in de financiële dienstensector (2009/384/EG).

[29]

Principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB d.d. 6 mei 2009. De aankondiging van de nadere wettelijke verankering is opgenomen in *Kamerstukken II* 2009/10, 31 371, nr. 284. In dit verband is ook interessant het rapport *Naar een beheerst beloningsbeleid - Rapportage van het onderzoek naar de beloningssituatie bij Nederlandse Financiële ondernemingen* van DNB d.d. september 2009 dat eveneens door DNB geformuleerde *good practices* bevat.

[30]

Zie voor de aankondiging van dit wetsvoorstel en voor een overzicht van alle wetsvoorstellen over bonussen en de gerelateerde tijdspaden *Kamerstukken II* 2009/10, 32 036, nr. 14.

[31]

Verordening (EG) nr. 1060/2009.

[32]

Zie over CRAs tevens M.G. van 't Westeinde, 'De Kredietcrisis: gevolgen voor de credit rating agencies binnen de EU', *TFR* 2009, 2/3, p. 60-68.

[33]

Voor een overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen op het gebied van Europees recht in breder verband verwijzen wij naar M. van der Woude, J. Mulder & N. Neij, 'Kroniek van het Europees recht', *NJB* 2009, 690, afl. 14, p. 881-891.

[34]

Richtlijn 2005/60 EG.

[35]

Stb. 2008, 303.

[36]

Stb. 2008, 397.

[37]

Richtlijn 2005/29/EG.

[38]

Over de Wet OHP is inmiddels de nodige literatuur verschenen. Zie onder meer: T.M.C. Arons, J.B.S. Hijink & A.C.W. Pijls, 'Oneerlijke handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties: *een never ending story?*', *WPNR* 2009/6821, p. 953-957, en C.W.M. Lieverse, 'Oneerlijke handelspraktijken', *TFR* 2009, 5/6, p. 242-245.

[39]

Zie Richtlijn 2005/68/EG en implementatiewetgeving in *Stb.* 2008, 333; *Stb.* 2008, 334 (inwerkingtreding); en *Stb.* 2008/335.

[40]

Richtlijn 2007/64/EG en implementatiewetgeving in *Stb.* 2009/436 en *Stb.* 2009/437.

[41]

Zie voor meer daarover de webversie van deze kroniek.

[42]

Zie Richtlijn 2004/109/EG en implementatiewet- en regelgeving in *Stb.* 2008, 476; *Stb.* 2008, 579 (inwerkingtreding); *Stb.* 2008, 545 ; en *Stb.* 2008, 578.

[43]

Zie de webversie voor een uitgebreidere beschouwing van de hier slechts opgesomde Europese ontwikkelingen.

[44]

Richtlijn 2008/48/EG. KII 2009/10 32 339.

[45]

Richtlijn 2007/44/EG.

[46]

COM(09)207.

[47]

The council of the European Union, 6498/10, CODEC 116, te vinden via <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st06/st06498.en10.pdf>.

[48]

Richtlijn 98/26/EG.

[49]

Richtlijn 2002/47/EG.

[50]

Richtlijn 2009/110/EG.

[51]

Richtlijn 2009/65/EG. Zie voor een overzichtsartikel over UCITS-IV R. Slange en G.A.M. Verwilt, 'De aangepaste ICBE-richtlijn. Op naar een verbeterde Europese interne markt voor beleggingsinstellingen?', *TFR* 2008, 10/11, p. 332-343.

[52]

Prospectusrichtlijn 2003/71/EG. Wijzigingsvoorstel Brussel 23 september 2009, COM (2009) 491 definitief, 2009/0132 (COD). Zie voor een overzicht van de belangrijkste voorgestelde wijzigingen M.M. van den Broek, 'Voorstel van de Europese Commissie tot herziening van de Prospectusrichtlijn', *TFR* 2009, 11/12, p. 416-421.

[53]

Richtlijn 2009/138/EG.

[54]

Stb. 2008, 545.

[55]

Stb. 2008, 581.

[56]

Zie voor het wetsvoorstel *Kamerstukken II* 2008/09, 32 036, nr. 2. Zie tevens het Wijzigingsbesluit financiële markten in *Stb.* 2009, 524.

[57]

Zie voor het wetsvoorstel *Kamerstukken II* 2008/09, 32 025, nr. 2. Zie voor een samenvatting van het wetsvoorstel R.E. van Esch, 'Afwikkeldiensten en het toezicht daarop', *TFR* 2009, 11/12, p. 401-406.

[58]

Stb. 2009, 327.

[59]

Stb. 2009, 329.

[60]

Stb. 2009, 265.

[61]

Kamerstukken II 2008/09, 31 458, nr. 17, p. 2.

[62]

In de webversie van dit artikel wordt uitgebreider ingegaan op de verscherpte provisieregels.

[63]

Zie voor de beantwoording van Kamervragen over de uitspraak van de AFM: *Kamerstukken II* 2008/09, *Aanhangsel van de Handelingen*, p. 5663.

[64]

Te vinden via www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/consultaties/oude-consultaties/consultatie-toetskader-hypothecaire-kredietverstrekking.aspx.

[65]

Het feitenonderzoek, het rapport met constatering over de kwaliteit van advies bij beleggingsverzekeringen en de aanbevelingen voor aanbieders van beleggingsverzekeringen zijn te vinden op de website van de AFM: www.afm.nl.

[66]

Zie de 'Leidraad vermogensopbouw voor financieel dienstverleners' en de 'Leidraad vermogensopbouw voor beleggingsondernemingen' gepubliceerd op de website van de AFM.

[67]

Zie www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/consultaties/standaard-risicoprofielen.aspx.

[68]

Zie voor de toezichtthema's van DNB: www.dnb.nl/openboek/extern/file/dnb_tcm40-197137.pdf. Zie voor de toezichtthema's van de AFM: www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/afm/begroting/begroting-2010.ashx.

[69]

Zie de webversie voor een nadere bespreking van de toezichtthema's van de AFM en DNB.

[70]

Richtlijn 2003/6/EG.

[71]

HvJ EG 23 december 2009.

[72]

Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10.

[73]

CBB 6 november 2009, *JOR* 2010/18.

[74]

Richtlijn 2003/6/EG.

[75]

Richtlijn 2003/124 EG.

[76]

Rb. Rotterdam 24 februari 2009, *JOR* 2009/112 en Rb. Rotterdam (vzr.) 25 november 2008, *JOR* 2009/18.

[77]

Rb. Rotterdam 4 december 2009, *JOR* 2010/20; Rb. Rotterdam 15 januari 2009, *JOR* 2009/45; Rb. Rotterdam 25 mei 2009, *JOR* 2009/231; Rb. Rotterdam 4 december 2009, *JOR* 2010/20.

[78]

LJN BH2162, HR 27 november 2009, nr. 07/11104 en *JOR* 2010/43.

[79]

De beurswaarde van World Online was daarmee op dat moment meer dan € 3 miljard.

[80]

HR 30 mei 2008, *LJN* BD2820; HvJ EG 16 juli 1998, *NJ* 2000, 374(*Gut Springenheide*); en HvJ EG 19 september 2006, *NJ* 2007, 18.

[81]

R.o. 4.10.3.

[82]

R.o. 4.10.4.

[83]

R.o. 4.11.1 t/m 4.11.3.

[84]

De geïnteresseerde lezer wordt voor het overige naar de webversie van dit artikel verwezen, waar ook op bovengenoemde vragen wordt ingegaan.

[85]

Zie bijv. HR 20 februari 2009, *RvdW* 2009, 323; HR 1 februari 2008, *LJN* BB617; HR 11 april 2008, *LJN* BC9225; HR 12 december 2008, *LJN* BD3129.

[86]

HR 1 februari 2008, *LJN* BA5799.

[\[87\]](#)

HR 19 december 2008, *RvdW* 2009, 92.

[\[88\]](#)

HR 11 september 2009, *RvdW* 2009, 995.

[\[89\]](#)

Zie voor een overzicht van de zorgplicht in het effectenrecht, C.E. Du Perron & M. van Luyn, *Effecten van de zorgplicht*, Deventer: Kluwer 2008.

[\[90\]](#)

Zie voor een uitgebreide beschrijving W.H. van Boom, 'De beslissing van de Hoge Raad in de effectenleasezaken', *TvC* 2009, 6, p. 228-239.

[\[91\]](#)

HR 28 maart 2008, *JOR* 2008/131 (*Dexia/Van Tuijl*).

[\[92\]](#)

LJN BH2811, BH2815 en BH2822. Twee uitspraken zijn in de *JOR* gepubliceerd: HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/199 (*Treek/Dexia*) en HR 5 maart 2009, *JOR* 2009/200 (*GeSp/Aegon*).

[\[93\]](#)

Zie verder de webversie.

[\[94\]](#)

Kamerstukken II 2008/09, 31 830.

[\[95\]](#)

Met de term *intermediary* doelen wij op financiële instellingen die de mogelijkheid bieden om een rekening die luidt in effecten aan te houden.

[\[96\]](#)

In de webversie van de kroniek wordt op elk van deze wijzigingen nader ingegaan.