

Kroniek van het financiële recht

Rosemarijn Labeur en Reinout Wibier, actueel tot 13-04-2012

Actueel tot	13-04-2012
Auteur	Rosemarijn Labeur en Reinout Wibier ^[1]
Vakgebied(en)	Financieel recht / Financieel toezicht (juridisch) Financieel recht / Bijzondere onderwerpen Financieel recht / Bank- en effectenrecht

Kroniek van het financiële recht

In de afgelopen twee jaar is er nogal wat gebeurd op het terrein van het financiële recht en in de wereld waar dat rechtsgebied betrekking op heeft. De wetgevingsmachine is op volle toeren gaan draaien en veel beleidsvoornemens zijn inmiddels omgezet in concrete regelgeving. Het heeft geleid tot een lawine van regelgeving, die soms het absorptievermogen van diegenen die met het financiële recht moeten werken te boven dreigt te gaan. Het maatschappelijk verzet daartegen begint inmiddels serieuze vormen aan te nemen. ^[1]

1. Inleiding

1.1 Algemeen

In deze kroniek geven wij een algemeen overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen in de afgelopen twee jaar. Daarbij hebben wij keuzes moeten maken. Na een korte beschouwing over de financiële crisis duiken wij in de toezichtregels, zowel op Europees als nationaal niveau (respectievelijk paragraaf 2 en 3). Aan het slot van paragraaf 3 komen ook de belangrijkste ontwikkelingen in de nationale jurisprudentie aan de orde. In paragraaf 4 besluiten wij met een korte conclusie.

1.2 De stand van zaken vijf jaar na het uitbreken van de crisis

Over de echte oorzaken van de kredietcrisis wordt nog steeds gestreden in de literatuur. Een aardig startpunt voor wie zich in deze kwestie verder wil verdiepen is de elektronisch beschikbare publicatie 'Reading about the Financial crisis: a 21-book review', ^[2] waarin 21 boeken die over de crisis zijn verschenen worden besproken. In ieder geval is duidelijk dat de crisis inmiddels is overgeslagen van de bancaire sector naar de overheidsfinanciën. De overheden die de banken hebben moeten redden in 2008/2009 komen nu zelf in de problemen. Dit heeft geleid tot de Griekse schulden crisis, die inmiddels veel breder is dan Griekenland alleen.

Uiteindelijk gaat het in de schulden crisis om de fundamentele vraag of de financiers van overheden (de kapitaalmarkten) voldoende vertrouwen hebben in die overheden en de daarachter liggende economieën om tegen acceptabele tarieven geld uit te lenen. Hoe hoger de staatsschuld en hoe lager

de economische groei, hoe moeilijker het zal zijn dat vertrouwen te houden. Vandaar de problemen in Griekenland en sommige andere Eurolanden.

Op de belangrijkste hervormingen in de Verenigde Staten (bewerkstelligd door de zogenaamde Dodd-Frank act) bestaat ook de nodige kritiek. De regeling zou te ingewikkeld zijn en mede daardoor de belangrijkste oorzaken van de crisis onvoldoende aanpakken.^[4]

2. Ontwikkelingen op Europees niveau

2.1 Wet- en regelgeving met Europese oorsprong

2.1.1 Banken (en beleggingsondernemingen): Kapitaaleisenrichtlijn

De bancaire sector krijgt ongetwijfeld de meeste nieuwe regels voor de kiezen. De zwaardere kapitaaleisen voor banken vormen misschien wel de belangrijkste en zeker de omvangrijkste nieuwe regels. De nieuwe eisen worden bewerkstelligd door wijzigingen in de Europese Kapitaaleisenrichtlijn, ofwel de *Capital Requirements Directive (CRD)*.^[5] De wijzigingstrajecten worden aangeduid als CRD II^[6], CRD III^[7], CRD IV^[8] en CRD V^[9]. De twee eerstgenoemde wijzigingstrajecten zijn inmiddels in Nederland geïmplementeerd door wijzigingen van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**) en het Besluit prudentiële regels Wft (**BPR**).

Belangrijke aanpassingen als onderdeel van CRD II traden in werking per 31 december 2010 en omvatten de aanpassing van de regels voor grote posities en de opname van hybride vermogensbestanddelen in de definitie van kernkapitaal.^[10] CRD III is vooral bekend vanwege de introductie van beloningsprincipes voor banken en beleggingsondernemingen die in Nederland sinds 1 januari 2011 van kracht zijn.^[11] Het wachten is nu nog op de definitieve tekst van CRD IV, die snel zal moeten worden vastgesteld wil de beoogde ingangsdatum van 1 januari 2013 nog worden gehaald. CRD IV is vooral gericht op de schokbestendigheid van banken en het financiële systeem als geheel en zal in de periode 2013-2018 gefaseerd van kracht worden. De richtlijn zal een vergaande harmonisatie van het Europees toezichtraamwerk bewerkstelligen. Daarom wordt in de context van CRD IV vaak gesproken over het *Single Rule Book*. De inhoudelijke wijzigingen van CRD IV omvatten onder meer specifieke eisen voor de omvang en kwaliteit van het kapitaal en liquiditeitsbuffers. Tot slot ligt ook CRD V al in het verschiet. De wijzigingen die CRD V mogelijk zal omvatten zijn nog het onderwerp van discussie en gaan onder meer over de vaststelling van additionele solvabiliteitseisen voor systeemrelevante financiële ondernemingen.

2.1.2 Verzekeraars: Solvency II en Omnibus II Richtlijn

Niet alleen banken maar ook verzekeraars krijgen met nieuwe kapitaaleisen te maken. Het initiatief hiertoe stamt van vóór de kredietcrisis, maar de kredietcrisis heeft het regelgevend proces vervolgens wel beïnvloed. Het nieuwe geharmoniseerde en risicogebaseerde toezichtraamwerk voor verzekeraars staat bekend onder de naam Solvency II^[12] en wordt naar verwachting vanaf 1 januari 2014 van kracht.

Het doel van Solvency II is de risico's die verzekeraars lopen beter in de kapitaaleisen (solvabiliteit) tot uitdrukking te laten komen. Zo worden de kapitaaleisen meer toegesneden op de aard van de risico's die de verzekeraar loopt en op de omvang van de verzekeraar. In Europa is eerst een vijftal impactanalyses uitgevoerd en wordt op dit moment naar aanleiding van de resultaten daarvan over de definitieve technische uitvoeringsmaatregelen onderhandeld.^[13] Verzekeraars zijn intern al enige tijd

druk begonnen met de voorbereiding op Solvency II. Daarnaast wordt er op Europees niveau onderhandeld over de Omnibus II Richtlijn,^[14] die onder meer de gefaseerde invoering van Solvency II en de bevoegdheden van de Europese toezichthouders (zie paragraaf 2.2) regelt.

2.1.3 Beleggingsinstellingen: UCITS IV, V en de AIFM Richtlijn

Op het gebied van beleggingsinstellingen hebben zich belangrijke ontwikkelingen voorgedaan ten aanzien van beide categorieën beleggingsinstellingen die op Europees niveau kunnen worden onderscheiden.

Het betreft in de eerste plaats de zogenoemde instellingen voor collectieve belegging in effecten (**icbe**, ook wel bekend onder het Engelse acroniem **ucits**, dat staat voor *undertaking for collective investment in transferable securities*) die al sinds 1985 door de Icbe-Richtlijnen^[15] worden gereguleerd. Icbe's zijn (retail)beleggingsinstellingen die aan bepaalde risicospreidings-eisen moeten voldoen. Op 1 juli 2011 moest de implementatie van de laatst vastgestelde Icbe-Richtlijn (UCITS IV)^[16] in de lidstaten voltooid zijn.

UCITS IV heeft tot doel de interne markt voor icbe's efficiënter te maken. Zo is door UCITS IV een Europees paspoort geïntroduceerd voor beheerders, waardoor het beheer van een icbe in een andere lidstaat mogelijk is zonder aparte vergunning. De bescherming van beleggers is verbeterd doordat de beleggersinformatie door de richtlijn verder is geharmoniseerd. Hierdoor wordt het voor potentiële beleggers mogelijk icbe's met zetels in verschillende lidstaten met elkaar te vergelijken. Inmiddels heeft de Europese Commissie alweer een voorstel tot UCITS V ter consultatie voorgelegd, waarin onder andere voorstellen ter verduidelijking van de rol van bewaarders van beleggingsinstellingen zijn opgenomen.^[17]

De andere categorie beleggingsinstellingen betreft de niet-icbe's die pas sinds kort onder de werking van een Europese richtlijn vallen, te weten de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (**AIFM-Richtlijn**).^[18] Deze richtlijn is een voorbeeld van de regelgeving die als gevolg van de crisis is ontwikkeld om systeemrisico's tegen te gaan. Na een lang onderhandelingsproces is de AIFM-Richtlijn in juni 2011 definitief vastgesteld. De AIFM-Richtlijn harmoniseert het toezicht op het aanbieden aan professionele beleggers van deelnemingsrechten in alle soorten beleggingsinstellingen (zoals *hedge*-fondsen, *private equity*-fondsen en vastgoedfondsen) die geen icbe zijn. Voor het aanbieden van beleggingsfondsen aan retailbeleggers geldt de AIFM-Richtlijn als minimumharmonisatie, wat betekent dat de lidstaten aanvullende regels mogen stellen. Op uiterlijk 22 juli 2013 moet de richtlijn in nationale wetgeving zijn omgezet. Vanaf dat moment zullen veel (aanbieders) van beleggingsinstellingen die nu nog onder een uitzonderingen- of vrijstellingenregime opereren, een vergunning moeten aanvragen om hun werkzaamheden te (blijven) verrichten.

2.1.4 Richtlijn Consumentenkrediet en voorstel Hypothekenrichtlijn

De regulering op Europees niveau van kredietverstrekking aan consumenten is de afgelopen jaren weer een aantal stappen gevorderd. De Richtlijn Consumentenkrediet^[19] moest op 11 juni 2010 in de lidstaten zijn geïmplementeerd. (Nederland was hiermee overigens bijna een jaar te laat. De nieuwe regels werden hier pas op 25 mei 2011 van kracht.) De Richtlijn Consumentenkrediet bevat regels die betrekking hebben op de relatie tussen de aanbieder van krediet en consumenten, waaronder regels op het gebied van kredietreclames, informatieverstrekking, de beoordeling van de kredietwaardigheid en de inhoud van de kredietovereenkomst. Het uitgangspunt van de richtlijn is maximale harmonisatie. Ten aanzien van een aantal onderwerpen is echter aan lidstaten een zekere mate van vrijheid gelaten.^[20]

Verder heeft de Europese Commissie op 31 maart 2011 een voorstel gepubliceerd voor een richtlijn inzake woningkredietovereenkomsten (**Hypothekenrichtlijn**).^[21] De Hypothekenrichtlijn zal gelden voor kredietovereenkomsten die worden gedekt door een hypotheek of andere zekerheid, leningen voor de aankoop van vastgoed en bepaalde kredietovereenkomsten voor het renoveren van vastgoed. De Hypothekenrichtlijn ziet in beginsel op woningen en niet op zakelijk vastgoed. Het Europees Parlement buigt zich in 2012 over het voorstel voor de Hypothekenrichtlijn.^[22] Tot slot heeft de Europese Commissie een consultatie gehouden over de vraag of op Europees niveau maxima moeten worden vastgesteld aan de rente die voor consumentenkrediet in rekening gebracht mag worden. Deze consultatie is op 22 maart 2011 gesloten. De Europese Commissie heeft naar aanleiding van de consultatie tot nu toe geen verdere stappen genomen op het gebied van maximering van de rente voor consumentenkrediet op Europees niveau.

2.1.5 Prospectusrichtlijn en Transparantierichtlijn

Op 31 december 2010 is de richtlijn tot wijziging van de Prospectusrichtlijn in werking getreden.^[23] De wijzigingsrichtlijn heeft tot doel het beperken van administratieve lasten voor uitgevende instellingen, het vereenvoudigen en verbeteren van de toepassing van de Prospectusrichtlijn, het verhogen van de doeltreffendheid van de Prospectusrichtlijn en het bevorderen van het internationale concurrentievermogen van de Europese Unie. De wijzigingen betreffen onder meer de drempelwaarden, uitzonderingen en vrijstellingen (waaronder een uitbreiding van de toepassing van de uitzondering voor werknemersaandelenplannen) en de introductie van een nieuwe evenredige openbaarmakingsregeling met betrekking tot minimumeisen ten aanzien van het prospectus ten behoeve van beleggers in geval van, onder meer, claimemissies.^[24] De lidstaten hebben tot 1 juli 2012 de tijd om de wijzigingen te implementeren. De wijzigingsrichtlijn voorziet overigens ook in enige wijzigingen van de Transparantierichtlijn.^[25] Daarnaast heeft de Europese Commissie in oktober 2011 een op zichzelf staand voorstel tot wijziging van de Transparantierichtlijn gepubliceerd.^[26]

2.1.6 Derivat Handel

De handel in derivaten (zoals opties, termijncontracten en swaps) wordt ook gezien als een van de systeemrisico's in het financiële stelsel. De eerste initiatieven op het gebied van regulering van derivatenhandel stammen al van vóór de crisis. Op dit moment wordt gewerkt aan de definitieve versie van een Europese verordening voor de verplichte afhandeling van bepaalde derivaten via gereguleerde markten en centrale clearing, bekend onder de naam EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*)^[27] en betreft naast voornoemde regels ook rapportageverplichtingen met betrekking tot derivaten aan bepaalde transactieregisters en het toezicht dat op de centrale tegenpartijen zal worden uitgeoefend. De EMIR zal directe werking hebben in alle lidstaten, naar verwachting vanaf 1 januari 2013.^[28]

Naast de EMIR is er ook andere (grotendeels voorgenomen) Europese regelgeving die niet speciaal gericht is op de derivatenhandel, maar daar wel gevolgen voor heeft. We denken hierbij aan (i) de wijzigingen van de Transparantierichtlijn die vanaf 1 juli 2012 in de nationale wetgeving moeten worden geïmplementeerd; (ii) de Europese Verordening Transparantie en Integriteit op groothandelsmarkt voor energie (ook wel bekend onder het Engelse acroniem: **REMIT**)^[29] die sinds 28 december 2011 van kracht is; (iii) de verordening met betrekking tot *short selling* en *credit default swaps*^[30] en (iv) het hierna genoemde voorstel van de Europese Commissie tot herziening van de *Markets in Financial Instruments Directive* (**MiFID**).^[31]

2.1.7 Accountantsmarkt

Op 30 november 2011 heeft de Europese Commissie wetgevingsvoorstellen gepubliceerd voor een hervorming van de accountantsmarkt. Deze voorstellen voorzien in een wijziging van de bestaande richtlijn betreffende de wettelijke controles van jaarrekeningen en geconsolideerde jaarrekeningen (*Statutory Audit Directive*, ofwel **SAD**)^[32] en een voorstel voor een verordening betreffende specifieke eisen voor de wettelijke controles van financiële overzichten en organisaties van openbaar belang.^[33]

2.1.8 Credit Rating Agencies

Op 1 juni 2011 is een wijziging van de verordening inzake ratingbureaus^[34] in werking getreden, waarbij aan ESMA (zie paragraaf 2.2) exclusieve toezichtbevoegdheden op in de EU geregistreerde ratingbureaus zijn toevertrouwd, met als doel registratie en toezicht op Europees niveau te centraliseren en te vereenvoudigen. Maar hiermee is voor de Europese Commissie de kous nog niet af. In november 2011 is de Europese Commissie wederom met nieuwe voorstellen voor een richtlijn en een verordening gekomen om bestaande zwakke punten verder aan te pakken.^[35] Tegen de nieuwe voorstellen is door de markt een stevige lobby ingezet.

2.1.9 Beleggingsondernemingen: MiFID II

Op 20 oktober 2011 heeft de Europese Commissie concepten gepubliceerd voor een herziening van de Markets in Financial Instruments Directive (**MiFID II**). De voorstellen omvatten een aanpassing van de MiFID zelf,^[36] alsmede een voorstel voor een nieuwe verordening (**MiFIR**).^[37] MiFID II en MiFIR bevatten veel bepalingen op grond waarvan de Europese Commissie en ESMA (zie paragraaf 2.2) nadere regels kunnen stellen. Dit betekent dat de precieze impact van de voorgestelde regels nog niet in alle gevallen volledig bekend is. Of de inwerkingtreding van MiFID II en MiFIR in 2013 zal plaatsvinden zoals aanvankelijk werd beoogd, valt zeer te betwijfelen.

2.1.10 Richtlijn Marktmissbruik

Tegelijkertijd met de MiFID II-voorstellen publiceerde de Europese Commissie ook voorstellen voor de wijziging van de Richtlijn Marktmissbruik.^[38] De huidige richtlijn wordt omgevormd tot een Verordening Marktmissbruik^[39] en aangevuld met een Richtlijn betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik.^[40] Het doel hiervan is een verdere versterking van de marktintegratie en bescherming van de belegger tegen handel met voorwetenschap en marktmanipulatie.

2.1.11 PRIPs

Eind november 2010 is de Europese Commissie een openbare raadpleging gestart met betrekking tot producten die onder het acroniem **PRIPs** (*packaged retail investment products*) bekend staan.^[41] De consultatie is inmiddels afgesloten. De Europese Commissie zal naar verwachting in de loop van dit jaar met concrete voorstellen komen voor regels met betrekking tot PRIPs. Dat zal nog een uitdaging worden, want deze financiële producten nemen uiteenlopende juridische vormen aan en vallen vaak al onder een ander toezichtraamwerk, zoals dat voor beleggings- of verzekeringsproducten.

2.1.12 Wijzigingen Richtlijn depositogarantiestelsel/beleggerscompensatiestelsel

Op 12 juli 2010 heeft de Europese Commissie een nieuw richtlijnvoorstel inzake

depositogarantiestelsels^[42] en een richtlijnvoorstel tot wijziging van de bestaande richtlijn inzake beleggerscompensatiestelsels^[43] gepubliceerd. Met de voorstellen worden de verschillende Europese stelsels vereenvoudigd en meer geharmoniseerd.

2.1.13 Pensioenrichtlijn

De Europese Commissie heeft aangekondigd in de loop van 2012 een voorstel tot wijziging van de Pensioenrichtlijn te willen publiceren.^[44] Ter voorbereiding hierop heeft de Europese Commissie adviezen gevraagd aan de Europese pensioen- en verzekeringstoezichthouder EIOPA (zie paragraaf 2.2), in het bijzonder over de bruikbaarheid van het Solvency II raamwerk voor pensioenfondsen.^[45]

2.1.14 Derde anti-witwasrichtlijn

Op 16 februari 2012 maakte de Financial Action Task Force (**FATF**) bekend dat er strengere richtlijnen komen voor landen om witwassen en terrorismefinanciering te bestrijden.^[46] Een van de aanscherpingen zal gericht zijn op het voorkomen van massavernietigingswapens en het strenger aanpakken van belastingmisdrijven. De Europese Commissie heeft gezegd snel maatregelen te zullen nemen om de FATF-richtlijnen in het Europese regelgevend kader op te nemen.

2.1.15 Antonveneta-richtlijn

In december 2011 is de Europese Commissie een consultatie gestart over de manier waarop de Richtlijn deelnemingen in de financiële sector^[47] in de verschillende lidstaten wordt toegepast en over het effect van de richtlijn op grensoverschrijdende fusies en overnames in de financiële sector.^[48] In de consultatie is er onder meer aandacht voor de vraag of de notificatieprocedure zou kunnen worden verbeterd.

2.1.16 Wijziging finaliteitsrichtlijn, fzo-richtlijn en de herintroductie van de stille cessie tot zekerheid

Bij wet van 21 april 2011 ter implementatie van de gewijzigde finaliteits- en financiëlezekerheidsovereenkomstenrichtlijn is de stille cessie tot zekerheid geruisloos teruggekeerd in het Nederlandse recht. Sinds begin 2006 was het al mogelijk om door middel van een financiëlezekerheidsovereenkomst (art. 7:51-55 BW) bancaire saldi en effecten over te dragen tot zekerheid, een mogelijkheid die vooral wordt gebruikt door banken die tegen zekerheid krediet aantrekken bij de centrale bank. Nieuw is dat ook kredietvorderingen, dat wil zeggen vorderingen van banken op kredietnemers^[49], tot zekerheid kunnen worden overgedragen aan DNB.^[50] Buitengewoon wonderlijk ten slotte is het nieuwe art. 7:53 lid 3 BW. De ruimte laat het niet toe daar verder op in te gaan.

2.2 Europese toezichthouders

Sinds 1 januari 2011 is het nieuwe raamwerk voor het Europees financieel toezicht operationeel. Dit raamwerk is het rechtstreekse gevolg van de crisis en heeft tot doel de financiële stabiliteit binnen Europa te versterken, systeemrisico's in een vroeg stadium te herkennen en te zorgen voor een zo groot mogelijke harmonisatie van regels binnen de EU. Daarnaast zou het nieuwe systeem moeten leiden tot een betere samenwerking tussen nationale toezichthouders.

Het *European System of Financial Supervision* bestaat in de eerste plaats uit een comité voor systeemrisico's, de European Systemic Risk Board (**ESRB**). Daarnaast zijn er drie sectorale toezichthouders: de European Securities and Markets Authority (**ESMA**), de European Banking

Authority (**EBA**) en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (**EIOPA**). Deze drie autoriteiten hebben ruimere taken en bevoegdheden dan hun voorgangers.^[51] De Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) is vertegenwoordigd in ESMA en De Nederlandsche Bank (**DNB**) in EBA en EIOPA.^[52]

Om een effectieve werking van het bovengenoemde raamwerk te garanderen, is de Omnibus I Richtlijn^[53] opgesteld die een aantal bestaande richtlijnen inzake financiële diensten wijzigt, waaronder de Kapitaaleisenrichtlijn^[54] en de Prospectusrichtlijn.^[55] De Omnibus I Richtlijn werkt een aantal bevoegdheden van de Europese toezichthouders uit. Voor zover deze bevoegdheden de bevoegdheden van de nationale toezichthouders raken, moest de Omnibus I Richtlijn vóór 31 december 2011 in de lidstaten worden geïmplementeerd. In Nederland is dit gebeurd door middel van de op 1 januari 2012 in werking getreden Wet implementatie Omnibus I Richtlijn,^[56] welke wet bijvoorbeeld exact bepaalt welke informatie op welk moment door een nationale toezichthouder aan de Europese toezichthoudende autoriteiten moet worden verstrekt.

3. Nationaal niveau

3.1 Wet- en regelgeving met Nederlandse oorsprong

3.1.1 Wijzigingswet Financiële Markten 2010 (Wijzigingswet 2010)

Door middel van de Wijzigingswet 2010^[57] werden per 1 januari 2012 verschillende nieuwe regels van kracht, waaronder de invoering van het veel besproken 'wildwest-bordje'.^[58] Dit betreft een uniform waarschuwingssymbool dat aanbieders van bepaalde financiële producten en diensten in hun documentatie moeten opnemen als zij gebruik maken van een uitzondering of een vrijstelling van de verplichting om een vergunning aan te vragen of een prospectus openbaar te maken.

Daarnaast is de € 50 000 drempelwaarde verhoogd naar € 100 000 voor (i) de uitzondering van de prospectusplicht bij het aanbieden van effecten; (ii) voor de vrijstellingen bij het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling en het aanbieden van beleggingsobjecten; en (iii) voor de kwalificatie als professionele marktpartij in de zin van de Wft. Ook is als gevolg van de Wijzigingswet 2010 al eerder, namelijk per 1 juli 2011, het vrijwillige ondertoezichtstelselregime voor (beheerders van) beleggingsinstellingen ingevoerd. Overigens behelst de Wijzigingswet 2010 niet alleen wijzigingen van de Wft en lagere regelgeving, maar ook andere (kleinere) wijzigingen van wetten die de financiële markten raken, te weten in dit geval de Wet toezicht trustkantoren en de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (**Wwft**, zie ook paragraaf 3.1.10).

3.1.2 Wijzigingswet Financiële Markten 2013 (Wijzigingswet 2013)

In de Wijzigingswet 2013^[59] zal de grondslag worden opgenomen voor de maatregelen die minister De Jager de Tweede Kamer heeft beloofd, gericht op het verbeteren van de kwaliteit van advies. De plannen van de minister behelzen onder meer aanpassingen van de vakbekwaamheidseisen die worden gesteld aan tussenpersonen (financiële dienstverleners in Wft-terminologie) die klanten adviseren. Daarnaast moet het stokpaardje van de minister – het provisieverbod met betrekking tot bepaalde financiële producten – gaan leiden tot een hogere advieskwaliteit. Het doel van het provisieverbod is het uitbannen van het inherente belangenconflict dat bij de tussenpersoon bestaat tussen enerzijds het eigenbelang en anderzijds het klantbelang. Ook komen er nadere regels die de dienstverlenings- en kostentransparantie door zowel tussenpersonen als aanbieders moet verbeteren. Er wordt tevens een

kennis- en ervaringstoets geïntroduceerd die nagaat of *execution only* dienstverlening (dienstverlening zonder advies) passend is voor de betreffende klant. Als dit naar het oordeel van de dienstverlener niet zo is, moet de klant hiervoor gewaarschuwd worden. In de markt staat deze kennis- en ervaringstoets ook wel bekend als het 'financieel rijbewijs'.

3.1.3 Cash Settled Instrumenten – meldplicht

Sinds 1 januari van dit jaar zijn de regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen uitgebreid door de inwerkingtreding van de Wet cash settled instrumenten.^[60] Voor houders van financiële instrumenten waarvan de waarde mede afhankelijk is van de (onderliggende) aandelen of daaraan verbonden uitkeringen geldt nu een meldplicht. Hiermee wordt beoogd te ondervangen dat investeerders ongemerkt een meerderheidsbelang kunnen opbouwen in een beursvennootschap.

3.1.4 Premiepensioeninstelling

Sinds 1 januari 2011 is Nederland een nieuw soort financiële onderneming rijker; op die datum werd de premiepensioeninstelling (PPI) in de Nederlandse wetgeving geïntroduceerd.^[61] De PPI vormt de eerste fase op weg naar de op de Pensioenrichtlijn gebaseerde Algemene Pensioeninstelling (API)^[62]. Met de PPI en de API wil de wetgever de Nederlandse pensioenindustrie in staat stellen haar diensten grensoverschrijdend aan te bieden in de EU. De PPI is bedoeld voor de uitvoering van de zogenoemde beschikbare premiereregelingen, waarbij wel de premiebijdrage vaststaat maar niet de hoogte van het uiteindelijke pensioen.^[63]

3.1.5 Geschiktheidstoets bestuurders en commissarissen

De val van DSB Bank N.V. in 2009 gaf de wetgever aanleiding om het wettelijk systeem van de deskundigheidstoetsing van bestuurders te herzien. De nieuwe wettelijke regeling^[64] bevat verschillende wijzigingen, waaronder een (naams)wijziging van de deskundigheidstoets in de 'geschiktheidstoets'. De gedachte hierachter is dat in het kader van de nieuw te introduceren geschiktheidstoets een bredere beoordeling van een functievervulling kan plaatsvinden dan op basis van de huidige deskundigheidstoets het geval is. Daarnaast zal het toepassingsbereik van de geschiktheidstoetsing worden uitgebreid naar commissarissen. Ook zal na inwerkingtreding van het voorstel de verplichte samenwerking tussen onze nationale toezichthouders op het gebied van toetsingen worden versterkt.^[65] Inwerkingtreding zou op 1 juli 2012 moeten plaatsvinden.

3.1.6 Wetsvoorstel claw back

Het wetsvoorstel tot aanpassing en terugvordering van bonussen^[66] werd in juni 2010 ingediend, en moet ervoor zorgen dat uitkering of toekenning van bonussen in de toekomst in bepaalde gevallen ongedaan kan worden gemaakt of worden teruggevorderd.^[67] Onlangs is het voorstel echter weer sterk gewijzigd, waarmee het maar de vraag is of de nieuwe beoogde inwerkingtredingsdatum van 1 juli 2012 gehaald gaat worden.

3.1.7 Accountantsmarkt

De Tweede Kamer heeft in februari van dit jaar in een razend tempo een drietal amendementen met betrekking tot de in voorbereiding zijnde Wet op het accountantsberoep aangenomen.^[68] Eén betreft de verplichte scheiding tussen de wettelijke controlefunctie van accountantsorganisaties en andere

werkzaamheden. Een ander controversieel amendement ziet op de verplichte kantoorroulatie voor organisaties van openbaar belang die gedurende acht jaar van dezelfde accountant gebruikmaken.

3.1.8 Interventiewet

De mogelijkheden voor met name DNB om in te grijpen bij financiële instellingen, met name banken, is een *hot topic* geweest de afgelopen tijd. De belangrijkste ontwikkeling op dit terrein is zonder twijfel de indiening van de zogenaamde interventiewet geweest.^[69] Directe aanleiding voor de interventiewet was het (in elk geval in de beleving van DNB) ontoereikende instrumentarium dat de prudentiële toezichthouder ten dienste stond om in te grijpen bij banken. Recente voorbeelden waar het wellicht nuttig had kunnen zijn over een breder instrumentarium te beschikken waren DSB en Fortis. Een van de belangrijkste nieuwe bevoegdheden van DNB onder de voorstellen is dat zij een overdrachtsplan kan opstellen wanneer zij van oordeel is dat deconfiture van de instelling onafwendbaar is. Op basis van dat plan kunnen (i) deposito-overeenkomsten; (ii) activa of passiva anders dan deposito's; of (iii) door de instelling uitgegeven aandelen worden overgedragen aan een overnemer. Daarnaast krijgt DNB de mogelijkheid in te grijpen in de interne bevoegdheden van een financiële onderneming en om (uiteindelijk) zelfs tot onteigening van die onderneming over te gaan. Deze vergaande bevoegdheden kan DNB alleen uitoefenen wanneer er 'concreet en ernstig gevaar [bestaat] voor de stabiliteit van het financiële stelsel'.^[70]

Ook de minister van Financiën krijgt vergaande bevoegdheden op basis van de interventiewet. Hij kan ingrijpen in de besluitvorming bij financiële ondernemingen, zo nodig in afwijking van wettelijke voorschriften of statutaire bepalingen en hij kan een besluit nemen tot onteigening van vermogensbestanddelen van de betrokken onderneming of onteigening van de door de onderneming uitgegeven effecten, eveneens zo nodig in afwijking van wettelijke voorschriften of statutaire bepalingen. Telkens moet overleg met DNB plaatsvinden en het besluit moet worden genomen in samenwerking met de premier.^[71]

3.1.9 Aansprakelijkheidsbeperking van de toezichthouder en bonusverbod staatsgesteunde ondernemingen

Een ander onderwerp dat de gemoederen behoorlijk bezig heeft gehouden, is de vraag of de aansprakelijkheid van DNB en/of de AFM voor falend toezicht wettelijk zou moeten worden beperkt. De auteurs die deze vraag ontkennend beantwoorden zijn, zo vermoeden wij, in de meerderheid, maar de discussie is enigszins achterhaald doordat het door de regering te dier zake opgestelde wetsvoorstel inmiddels is aangenomen door de Tweede Kamer.^[72] In het wetsvoorstel is overigens ook vastgelegd dat wanneer een financiële onderneming ten laste van de publieke middelen steun geniet, het uitkeren van variabele beloningen (bonussen) aan de bestuurders van die onderneming niet is toegestaan, evenals dat de overige delen van de beloning worden bevroren.

Zie voor een concrete toepassing van de vraag naar aansprakelijkheid van DNB en de AFM HR 23 december 2011, *LJN* BT7193, waar het ging om de vraag of de toezichthouders civielrechtelijk aansprakelijk konden worden gehouden voor aanwijzingen die er toe hadden geleid dat twee bestuurders werden ontslagen. Die aanwijzingen zijn bij de bestuursrechter herroepen en de bestuurders stelden zich in deze civiele zaak op het standpunt dat de onrechtmatigheid daarmee vaststaat in de civiele procedure. Wanneer echter van bijzondere omstandigheden sprake is, lijdt dat uitgangspunt uitzondering.^[73] Daarvan zou hier sprake kunnen zijn omdat de aanwijzingen van AFM en DNB waren gebaseerd op de verdenking van handel met voorkennis door betrokken bestuurders, iets waartoe zij inmiddels door de strafrechter waren veroordeeld. De zaak wordt door de Hoge Raad opgelost via de band van de eigen schuld, op grond waarvan de bestuurders zelf voor 100%

verantwoordelijk worden gehouden voor hun schade.

3.1.10 Wet versterking governance DNB en AFM

De crisis heeft niet alleen een heel pakket aan nieuwe regels voor financiële instellingen meegebracht, maar ook de toezichthouders niet ongemoeid gelaten. Zo is DNB na de vele kritieken aan de slag gegaan met een cultuurverandering (zie ook paragraaf 3.3.2). Daarnaast heeft het ministerie van Financiën in mei 2011 een wetsvoorstel ingediend dat de governance-structuur bij zowel de AFM als DNB zou moeten verbeteren.^[74]

3.1.11 Wijziging Wwft

In het najaar 2011 zijn de voorgenomen wijzigingen van de Wwft ter consultatie voorgelegd. Deze wijzigingen zullen de tekortkomingen adresseren die uit de FATF-evaluatie van Nederland naar voren zijn gekomen. Deze hebben onder meer betrekking op elementen van het cliëntenonderzoek dat Wwft-instellingen moeten uitvoeren.^[75]

3.1.12 Wge

De Wet giraal effectenverkeer is op een aantal punten gewijzigd. De bescherming van beleggers tegen insolventie van de instelling waar zij hun effecten houden is uitgebreid en de tendens naar dematerialisering van effecten wordt verder doorgezet.^[76]

3.2 Zelfregulering

3.2.1 Code Banken

Op 1 januari 2010 is de Code Banken in werking getreden. Deze code is een initiatief van de Nederlandse bancaire wereld om het vertrouwen in de sector terug te winnen. In december 2011 heeft de Monitoring Commissie Code Banken in haar eerste integrale rapportage over de naleving van de Code Banken geconstateerd dat banken op de goede weg zijn, maar dat er aandachtspunten blijven, bijvoorbeeld op het gebied van de kwaliteit van management informatie.^[77]

3.2.2 Code Verzekeraars

Ook de verzekeringsbranche heeft sinds 1 januari 2011 een eigen gedragscode. In navolging van en overeenkomend met de Code Banken heeft het Verbond van Verzekeraars 'Governance Principes' voor verzekeraars opgesteld.^[78] In de Code Verzekeraars zijn gedragsregels opgenomen op het gebied van organisatie, risicomanagement en beloning.

3.2.3 Gedragscode Hypothecaire Financieringen

De gedragscode Hypothecaire Financieringen (**GHF**) is een privaatrechtelijke gedragscode die door (vrijwel) alle verstrekkers van hypothecair krediet in Nederland onderschreven wordt. De GHF ziet op woningen en niet op zakelijk vastgoed. Op 1 augustus 2011 werd de aangepaste GHF van kracht. Belangrijke wijzigingen zijn dat het maximale hypothecaire krediet in beginsel is gemaximeerd op 104% van de marktwaarde van de woning vermeerderd met de overdrachtsbelasting en dat het aflossingsvrije deel van de hypothecaire lening is ingeperkt tot maximaal 50% van de marktwaarde van de woning.

3.3 Nationale toezichthouders

3.3.1 AFM

Sinds het uitbreken van de crisis richt de AFM zich in het bijzonder op het herstel van het beschadigde vertrouwen van consumenten en ondernemingen in de financiële markten. De themagerichte speerpunten van het toezicht van de AFM in 2010 en 2011 kwamen grotendeels overeen. De AFM acht het noodzakelijk dat financiële ondernemingen het klantbelang centraal stellen in zowel de productontwikkeling als de marketing en advisering van een product. Onder de vlag van dit thema heeft de AFM een aantal aansprekende initiatieven ontplooid. Zo heeft de AFM verschillende adviezen en leidraden uitgebracht over de kwaliteit van advisering over onder meer hypotheekproducten^[79] en pensioenproducten.^[80]

De AFM lijkt tevreden over de vooruitgang die inmiddels op het gebied van 'klantbelang centraal' is geboekt. Waar AFM-bestuurder Theodor Kockelkoren in november 2010 nog de bezorgdheid uitte dat banken te vaak knollen voor citroenen verkopen,^[81] constateerde hij in januari van dit jaar dat banken steeds meer aandacht hebben voor de kwaliteit van hun producten en diensten en de klant daadwerkelijk steeds meer centraal stellen.^[82] Maar het klantbelang zal ook in 2012 een accent op het toezicht door de AFM blijven. Zo heeft de AFM de wens geuit om toezicht te kunnen houden op het proces van productontwikkeling binnen financiële instellingen. Financiële instellingen refereren veelal aan dit interne proces met de term Product Goedkeuringsproces (ook wel *Product Approval Process*, kortweg PAP). Eventueel toezicht van de AFM hierop betekent niet dat de AFM producten vooraf zou goedkeuren dan wel afkeuren, maar wel dat de AFM toezicht houdt op het goedkeuringsproces van een product van een financiële instelling en eisen stelt aan dit proces. Minister De Jager heeft aangegeven op dit moment te werken aan een wettelijk geregeld productontwikkelingsproces.^[83] Verder hebben ook de accountantskantoren (en vooral de 'Big-4-kantoren' gelet op onder meer de relatief grote marktconcentratie) de bijzondere belangstelling van de AFM. De AFM heeft in 2009 en 2010 onderzoek gedaan bij deze kantoren en daarbij geconstateerd dat de accountantscontroles bij een aantal van deze kantoren in de visie van de AFM structurele tekortkomingen bevatten, waardoor de kwaliteit tekort schiet. Volgens de AFM is een fundamentele gedragsverandering nodig om deze tekortkomingen het hoofd te bieden. In dat kader heeft de AFM op 6 oktober 2010 haar rapport 'Prikkel voor kwaliteit accountantscontrole' aangeboden aan de Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA).^[84] Daarnaast heeft de AFM accountantskantoren en actuariële adviesbureaus die pensioenadvies leveren er in november 2011 door middel van een bericht op haar website op gewezen dat voor het bemiddelen en adviseren ter zake van pensioenverzekeringen in beginsel een vergunning nodig is op grond van de Wft.^[85] De AFM heeft het betreffende bericht gepubliceerd omdat zij heeft vastgesteld dat pensioenadviseurs in sommige gevallen de Wft overtreden.

Tot slot heeft in de lijst van beleidsregels die de AFM hanteert een aantal veranderingen plaatsgevonden. Er is een aantal beleidsregels bijgekomen maar ook een vijftal beleidsregels ingetrokken, omdat deze ofwel niet meer actueel ofwel niet (meer) goed toepasbaar bleken.^[86] De nieuwe Beleidsregel Deskundigheid^[87] willen we hier specifiek noemen. Deze beleidsregel betreft een gezamenlijk project van de AFM en DNB en werd op 1 januari 2011 van kracht. De toezichthouders verduidelijken in deze beleidsregel naar eigen zeggen welke eisen zij stellen aan de deskundigheid van beleidsbepalers van onder toezicht staande ondernemingen en welke aspecten zij bij toetsing in aanmerking nemen. Na de inwerkingtreding van de in paragraaf 3.1.5 besproken Wet geschiktheidstoets zal de Beleidsregel Deskundigheid ook voor commissarissen en leden van de raad van toezicht gelden.

3.3.2 DNB

DNB heeft zich de afgelopen jaren vooral gericht op het weerbaarder maken van de financiële sector tegen toekomstige crises. Daarbij speelt toezicht op individuele ondernemingen een rol, maar DNB besteedt ook steeds meer aandacht aan de macro-prudentiële invalshoek. De toezichtthema's zijn de afgelopen jaren voor een groot deel dezelfde geweest en zullen dit ook in 2012 blijven.^[88] Kort gezegd zijn deze thema's het herstel van financiële buffers, de duurzaamheid van bedrijfsmodellen, beter risicobeheer, toezicht op governance, integriteit van de financiële sector (met bijzondere aandacht voor vastgoed) en betere kwaliteit van gegevens die ondernemingen bij DNB aanleveren.

De kapitaalbuffers van banken en verzekeraars moeten door de nieuwe kapitaaleisen van Basel III respectievelijk Solvency II zowel in omvang als in kwaliteit verbeteren. DNB werkt hard aan de voorbereiding van de invoering van de nieuwe regels. De feitelijke uitvoering van Basel III ligt voor een deel al besloten in een aantal nieuwe toezichthouderregelingen van DNB. Een in het oog springende is de Regeling beheerst beloningsbeleid Wft^[89] die DNB heeft opgesteld ter implementatie van de beloningsregels uit CRD III. De regeling is op 1 januari 2011 in werking getreden. Met de regeling geeft DNB uitvoering aan de bevoegdheid die het gewijzigde [BPR] haar geeft om nadere regels op te stellen voor het beloningsbeleid van financiële ondernemingen. Overigens bevat het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (**Bgfo**) eenzelfde bevoegdheid voor de AFM. De AFM heeft van deze bevoegdheid nog geen gebruik gemaakt. De pensioenfondsen houden DNB ook al enige tijd flink bezig. Tijdens de kredietcrisis is gebleken dat veel pensioenfondsen onvoldoende voorbereid zijn op een verslechtering van de dekkinggraad. In dit licht heeft DNB de Beleidsregel financieel crisisplan pensioenfondsen^[90] opgesteld die op 10 december 2011 van kracht is geworden. Op grond van deze beleidsregel moeten pensioenfondsen als onderdeel van hun actuariële en bedrijfstechnische nota een financieel crisisplan opstellen. Veel pensioenfondsen hebben op dit moment een dekkingstekort. Een dekkingstekort houdt in dat de dekkinggraad van een pensioenfonds lager is dan 105%. Pensioenfondsen in dekkingstekort moeten een herstelplan indienen bij DNB. DNB evalueert de herstelplannen begin dit jaar. DNB heeft onlangs twee besluiten genomen die relevant zijn voor deze evaluatie, te weten een besluit tot aanpassing van de methodiek voor de vaststelling van de rentetermijnstructuur en een besluit waardoor pensioenfondsen in beginsel de mogelijkheid hebben de per 1 april 2013 door te voeren korting te maximeren op 7%.^[91]

Mede naar aanleiding van de vele kritieken vanuit politiek en publiek op de rol van de toezichthouder rondom de financiële crisis, presenteerde DNB in augustus 2010 een plan van aanpak voor een cultuurverandering binnen DNB met de naam 'Van analyse naar actie'.^[92] Een van de onderdelen van dit plan is de oprichting van een nieuwe organisatorische eenheid die de verschillende toezicht interventies- en acties binnen DNB coördineert.

3.4 Jurisprudentie^[93]

3.4.1 Civielrechtelijke jurisprudentie

In de civielrechtelijke jurisprudentie blijft de zorgplicht een steeds terugkerend thema. Financiële instellingen komen er steeds minder mee weg te stellen dat er sprake was van een rechtsverhouding waarvoor geen zorgplicht gold (vaak wordt de term 'execution only' gebruikt). Recente voorbeelden zijn HR 24 december 2010, *NJ 2011/251 (Fortis/Bougonje c.s.)* over de zorgplicht van een vermogensbeheerder met een instructieve noot van T.F.E. Tjong Tjin Tai^[94] en HR 3 februari 2012, *LJN*

BU4914 (aansprakelijkheid bij vermogensbeheer/advies).

Wat uit die laatste uitspraak nog maar eens blijkt, is de beperkte waarde van het werken met checklists die zijn gebaseerd op de in de Wft opgenomen zorgplichten (art. 4:19 e.v. Wft). Althans, voor zover het om de civielrechtelijke zorgplicht gaat. Risicovolle beleggingen hadden ertoe geleid dat een particuliere belegger bijna zijn gehele vermogen had zien verdampen. In cassatie werd geklaagd dat het Hof niet tot het oordeel had kunnen komen dat de bank een waarschuwingsplicht jegens de belegger had geschonden, onder meer omdat de belegger (i) een aantal formulieren had ondertekend waarin hij zich bewust had verklaard van de risico's van de beleggingen; (ii) reeds eerder in opties en *futures* had gehandeld; en (iii) door de bank was geadviseerd om niet in opties en *futures* te handelen. De Hoge Raad bepaalt dat het Hof terecht heeft geoordeeld dat de waarschuwingsplicht was geschonden door de bank:

'Genoemde waarschuwingsplicht strekt immers ertoe dat de bank zich in voldoende mate ervan dient te vergewissen dat de cliënt zich de bijzondere risico's, en de gevolgen die de verwerkelijking daarvan voor hem kunnen hebben, daadwerkelijk bewust is. (...).'

De hierboven omschreven handelwijze van de bank was daarvoor onvoldoende, mede in het licht van het feit dat de relevante belegger, naar was gebleken bij het aan gaan van de relatie met de bank, onder meer emotioneel was over eerdere verliezen en risico's moeilijk kon inschat ten.

'De zorgplicht van de bank strekt immers mede ertoe de cliënt te beschermen tegen de gevaren van gebrek aan inzicht en kunde en van overwegend op emotionele gronden genomen beslissingen.'

Het afwerken van de checklist is dus weliswaar nood zakelijk, maar volstaat niet als het om de civielrechtelijke zorgplicht gaat.

Ten slotte noemen wij nog twee arresten over effectenlease die op de valreep konden worden meegenomen: HR 17 februari 2012, *LJN BU6508* en HR 17 februari 2012, *LJN BU6506*. Beide arresten gaan over de verjaring van de vordering tot vernietiging uit hoofde van art. 1:89 BW (vernietiging wegens ontbrekende toestemming echtgeno(o)t(e)).^[95]

3.4.2 Bestuursrechtelijke jurisprudentie

Voor wat betreft de bestuursrechter wijzen wij hier op CBB 7 april 2011, *JOR 2011/187* m.nt. C.M. Grundmann van de Krol over de uitleg van het begrip 'beleggingsobject' uit art. 1:1 Wft, alsmede de reikwijdte van art. 3:75 lid 3 Wft (dat bepaalt dat aanwijzingen van de toezichthouder tot het volgen van een bepaalde gedragslijn niet strekken tot aantasting van overeenkomsten) als sprake is van een overeenkomst die leidt tot voortdurende overtreding van de Wft (meestal het aanbieden van beleggingsdiensten zonder de juiste vergunning). Het CBB oordeelt in deze zaak dat art. 1:75 lid 3 Wft er niet aan in de weg staat dat een aanwijzing kan worden gegeven die gericht is op reparatie naar de toekomst.

Ook aardig is CBB 4 maart 2010^[96] omdat daarin werd geoordeeld dat art. 15 Bgfo (oud) onverbindend was omdat het in strijd kwam met art. 4:10 lid 2 Wft. Via wijziging van de relevante regelgeving is dit probleem inmiddels hersteld.

4. Ter afsluiting

Het financiële recht blijft een buitengewoon dynamisch rechtsgebied. Wij hebben lang niet alles kunnen bespreken. Zo waren er oraties van V.P.G. de Serière (overheidsingrijpen in de financiële sector),^[97] D. Busch (over aansprakelijkheid van de toezichthouder) en F.E.J. Beekhoven van den Boezem (over credit claims onder de *collateral directive*) (allen aan de Radboud Universiteit Nijmegen)^[98] en diverse

promoties op het terrein van het financiële recht.^[99]

De ontwikkelingen gedurende de afgelopen twee jaar laten een beeld zien van overheden die uit alle macht proberen greep op de financiële markten te krijgen. Veelal gebeurt dat, zoals uit het bovenstaande genoegzaam zal zijn gebleken, door gedetailleerde voorschriften uit te vaardigen. De hamvraag is natuurlijk of die gedetailleerde voorschriften zullen leiden tot een crisisbestendige financiële sector.^[100]

Het is wat ons betreft de vraag of dat het geval is. Redenen om gematigd pessimistisch te zijn te over. Bancaire crises zijn van alle tijden en regelgeving als zodanig zal geen cultuuromslag bewerkstelligen bij de spelers in de financiële markten.^[101] Bovendien moet het oplossend vermogen van regelgeving niet worden overschat. Een wet die slecht weer verbiedt, brengt nog geen permanente zomer. Maar op de terechte vraag van al die toezichthouders en wetgevingsjuristen hoe het dan wel moet, hebben wij ook niet zo één, twee, drie een antwoord.

Voetnoten

[1]

Zie bijvoorbeeld: 'Shell ziet heksenjacht Brussel op bedrijfsleven', voorpagina *FD* 21 februari 2012.

[2]

Mr. R.E. Labeur is advocaat te Amsterdam. Prof. mr. R.M. Wibier is hoogleraar Privaatrecht aan de Universiteit van Tilburg, advocaat te Amsterdam en medewerker van dit blad.

[3]

Andrew W. Lo, beschikbaar via *ssrn*: .

[4]

Zie 'The Dodd-Frank act Too big not to fail', *The Economist*, 18 februari 2012.

[5]

De CRD is een combinatie van Richtlijn 2006/48 EG en Richtlijn 2006/49/EG.

[6]

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

[7]

Richtlijn 2010/76/EG.

[8]

Het Commissievoorstel voor CRD IV bestaat uit een richtlijnvoorstel (2011/0203 (COD)/COM(2011) 453 final) en een verordeningvoorstel (2011/0202 (COD)/COM 2011/0452). Het grootste deel van CRD IV is gebaseerd op het Basel III-akkoord: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Basel Committee of Banking Supervision, december 2010, herzien in juni 2011 en te vinden via: .

[9]

De bepalingen uit CRD IV kunnen nog onderdeel vormen van de definitieve vaststelling van de CRD IV, maar zouden ook met een wijziging op de CRD IV kunnen worden doorgevoerd. Op dit moment betreft CRD V nog niet officieel uitgewerkte concepten. Zie ook: <http://www.toezicht.dnb.nl/4/1/50-224616.jsp>.

[10]

Stb. 2011/669 en *Stb.* 2011/672.

[11]

Nederlandse implementatie CRD III d.m.v. de Regeling beheerst beloningsbeleid 2011 (*Stcrt.* 2010/ 20931) en de Wijzigingsregeling CRD III tranche 1 Wft 2011 (*Stcrt.* 2010/20938).

[12]

Richtlijn 2009/138/EG.

[13]

Een overzicht biedt: A.J.A.D. van den Hurk, 'Solvency II, een tussenstand', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2011, nr. 11, p. 354-356.

[14]

Commissievoorstel 2011/0006 COD/ COM (2011) 8 definitief.

[15]

Richtlijn 85/611/EEG. Deze Richtlijn werd grondig aangepast door de zogenaamde UCITS III-richtlijnen: 2001/107/EG en 2001/108/EG en recentelijk door UCITS IV.

[16]

Richtlijn 2009/65/EG.

[17]

Het consultatiedocument is te vinden via: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/consultation_paper_en.pdf. Op 11 februari 2011 heeft de Europese Commissie een 'feedback statement' gepubliceerd waarin zij de resultaten en bevindingen van de consultatie uiteenzet. Dit document is te raadplegen via: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/ucits/summary_of_responses_en.pdf.

[18]

Richtlijn 2011/61/EG.

[19]

Richtlijn 2008/48/EG.

[20]

Zie voor een overzicht van de nieuwe regels: P. Kerckhaert, 'Richtlijn Consumentenkrediet; een overzicht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2010, nr. 5, p. 114-122.

[21]

Commissievoorstel 2011/0062 (COD)/ COM(2011) 142 final.

[22]

Zie over de Hypothekenrichtlijn: M. de Muynck, 'Ontwerp van richtlijn hypothecair krediet', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2011, nr. 5, p. 136-140.

[23]

Prospectusrichtlijn: 2003/71/EG. Wijzigingsrichtlijn: 2010/73/EG.

[24]

Zie C.M. Grundmann-van de Krol, 'Wetsvoorstel Implementatie Herzene Prospectusrichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2011, nr. 109.

[25]

Richtlijn 2004/109/EG.

[26]

Commissievoorstel 2011/0307 (COD)/ COM(2011) 683 final.

[27]

Op 15 september 2010 publiceerde de Europese Commissie de concept-verordening onder: COM (2010) 484 definitief. Op 16 maart 2012 is de versie gepubliceerd die volgens het secretariaat van de Raad het in de onderhandelingen bereikte compromis weergeeft. De first (& final) reading door het Europees Parlement staat gepland op 29 maart 2012.

[28]

Parlementaire Enquête Financieel Stelsel, *Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 55, en 32 545, Wet- en regelgeving financiële markten, Brief van de Minister van Financiën.

[29]

Verordening 1227/2011.

[30]

Verordening 236/2012 EG.

[31]

Richtlijn 2004/39/EG.

[32]

Richtlijn 2006/43/EG.

[33]

Commissievoorstel 2011/0359 (COD)/2011/779 (COM). Zie A.J.P. Tillema, 'Een overzicht van de ontwikkelingen met betrekking tot toezicht op accountancy: an appetite for change?', *Ondernemingsrecht* 2012, nr. 11.

[34]

Verordening 513/2011.

[35]

Richtlijnvoorstel: 2011/0360 (COD)/ COM (2011) 746 final. Verordeningvoorstel: 2011/0361 (COD)/COM (2011) 747 final.

[36]

Commissievoorstel 2011/0298 (COD)/ COM (2011) 656 final.

[37]

Commissievoorstel 2011/0296 (COD)/ COM(2011) 652 final.

[38]

Richtlijn 2003/6/EG. Zie voor de wijzigingsvoorstellen noot 38 en 39.

[39]

Commissievoorstel 2011/0295 (COD)/ COM(2011)651.

[40]

Commissievoorstel 2011/0297 (COD)/ COM(2011)654.

[41]

Het consultatiedocument is te vinden via: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/prips_en.htm.

[42]

Oorspronkelijke richtlijn: 94/19/EG. Commissievoorstel: 2010/0207 (COD)/ COM(2010)368 definitief.

[43]

Oorspronkelijke richtlijn: 97/9/EG. Commissievoorstel: 2010/0199 (COD)/ COM(2010)371 definitief.

[44]

Richtlijn 2003/41 EG.

[45]

Zie: http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/commission-docs_en.htm#hearing2.

[46]

Zie: http://www.fatf-gafi.org/document/t/18/0,3746,en_32250379_32236992_49694738_1_1_1_1,00.html.

[47]

Richtlijn 2007/44/EG.

[48]

European Commission. Public consultation on the application of Directive 2007/44/EC as regards acquisitions and increase of holdings in the financial sector. Te vinden via: .

[49]

Zie art. 7:51 onderdeel f in verbinding met art. 7:52 lid 1 onderdeel b BW voor de precieze definitie van de term 'kredietvorderingen'.

[50]

Zie: F.E.J. Beekhoven van den Boezem, 'Bancaire financiering en stille cessie', *TvI* 20011/31, F.E.J. Beekhoven van den Boezem en G.J. Bergervoet, 'Nieuwe vragen naar aanleiding van herinvoering stille cessie tot zekerheid', *TvI* 2011/10 en P. Heemskerk, 'De wet tot implementatie van de fzo-wijzigingsrichtlijn (2000/44/EG): zekerheid over zekerheid?', *MvV* 2011, nr. 5, p. 144 e.v.

[51]

Het Committee of European Securities Regulators (**CESR**), het Committee of European Banking Supervisors (**CEBS**) en het Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (**CEIOPS**).

[52]

Zie voor een beschrijving: J.A. Bikker e.a. 'De nieuwe Europese financiële toezichthouders', *Onderneming en Financiering* 2011, nr. 4, p.31-46.

[53]

Richtlijn 2010/78/EG.

[54]

Zie noot 3.

[55]

Zie noot 21.

[56]

Stb. 2011/671.

[57]

Stb. 2011/248.

[58]

Zie bijvoorbeeld C.M. Grundmann-van de Krol, 'Het wildwest-bordje', *Ondernemingsrecht* 2010, nr. 37.

[59]

Consultatiedocument te vinden via: .

[60]

Stb. 2011/611.

[61]

Stb. 2010/887 en *Stb.* 2010/888.

[62]

Richtlijn 2003/41/EG.

[63]

Zie voor een bespreking van de PPI: R.H. Maatman en A. Stekener, 'De premiepensioeninstelling', *Ondernemingsrecht* 2009.

[64]

Stb. 2012/7.

[65]

Zie: S.M.C. Nuyten en A.J.P. Tillema, 'Geschied en betrouwbaar?' *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2011, nr. 9, p. 248-258.

[66]

Wetsvoorstel aanpassing en terugvordering van bonussen, *Kamerstukken II* 2008/09, 32 036, nr. 2.

[67]

Zie voor een beschrijving: R.A.A. Duk, 'Wetsvoorstel 32 512: van excessieve bonussen en ander ongerief', *Ondernemingsrecht* 2011,

nr.1.

[68]

Kamerstukken II 2011/12, 33 025, nr. 12, 15, 18 en 19.

[69]

Kamerstukken I 2011/12, 33 059, A. De interventiewet is op 14 februari 2012 aangenomen door de Tweede Kamer.

[70]

Memorie van toelichting bij Interventiewet, p. 31.

[71]

Zie over de interventiewet verder o.m. V.P.G. de Seriere, 'Als de (stille?) noodklok luidt...Overheidsingrijpen in privaatrechtelijke verhoudingen ten behoeve van stabiliteit in de financiële sector', *Ondernemingsrecht* 2012, nr.1. Zie ook *NJB* 2011/1226, afl. 24, p. 1551-1557.

[72]

Zie *Handelingen II* 2011/12, nr. 53, pag. 31-31 (*Kamerstukken* 33 058). Zie voor een beknopt overzicht van de standpunten over en weer: R.M. Wibier & C.E. du Perron, 'Waarom de aansprakelijkheid van financiële toezichthouders wel/niet beperkt moet worden', *Tijdschrift voor Toezichtrecht* 2011/2, 75-78. Een uitgebreide analyse is te vinden in de oratie van D. Busch, *Naar een beperkte aansprakelijkheid van financiële toezichthouders?*, Serie Onderneming en Recht deel 61, Deventer: Kluwer 2011.

[73]

E.e.a. zie HR 31 mei 1991, *NJ* 1993/112 (*Van Gog/Nederweert*).

[74]

Kamerstukken II 2010/2011, 32 782, nr. 2.

[75]

De datum van consultatie liep van 19 juli 2011 t/m 11 september 2011. Daarna zijn er geen ontwikkelingen bekend.

[76]

Zie P. Heemskerk en B.F.L.M. Schim, 'Het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet giraal effectenkeer', *Ondernemingsrecht* 2009/8, p. 371-377 en R.M. Wibier, 'Better investor protection under proposed changes to Dutch securities transfer law?', <http://ssrn.com/abstract=1626112>.

[77]

Monitoring Commissie Code Banken, Rapportage Implementatie Code Banken, december 2011, <www.commissiecodebanken.nl>, Aanbiedingsbrief van de Minister van Financiën d.d. 15 december 2011 inzake Rapportage 2011 Monitoring Commissie Code Banken (*Kamerstukken II* 2011/12, 32 013, nr. 20), zie ook: E.C.H.J. Lokin, 'Tussenrapportage en integrale rapportage Code Banken', *Ondernemingsrecht* 2012, nr. 25.

[78]

Te vinden via: http://www.verzekeraars.nl/UserFiles/File/download/Governance_Principes.pdf.

[79]

Te vinden via: <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/adviseurs-bemiddelaars/hypotheekadvisering-2010.aspx>.

[80]

Te vinden via: <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/adviseurs-bemiddelaars/pensioenadvisering.aspx>

[81]

Pieter Lalkens en Martine Wolzak, 'Banken stellen klant nog niet centraal', *Het Financieele Dagblad*, 10 november 2009.

[82]

Saskia Jonker en Jeroen Bos, 'Cultuuromslag bij banken', *FD*, 10 januari 2012.

[83]

Ministerie van Financiën, Toezending rapportage 2011 Monitoring Commissie Code Banken, 15 december 2011 (zie tevens voetnoot 76).

[84]

Te vinden via: <http://www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/rapport/2011/rapport-prikkels-accountantscontrole.ashx>.

[85]

Te vinden via: <http://www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/interpretaties/pensioenadvisering.aspx>.

[86]

Stcr. 2011/22753.

[87]

Stcr. 2010/20810.

[88]

Te vinden via: http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/711311_Thema's%20DNB%20toezicht%202012_WEB_tcm50-225313.pdf.

[89]

Stcr. 2010/20931.

[90]

Stcr. 2011/22350.

[91]

Te vinden via: http://www.dnb.nl/binaries/06012012DNB%20brief%20inzake%20RTS%20en%20maximering%20korting_tcm46-266118.pdf.

[92]

Te vinden via: http://www.dnb.nl/binaries/Van%20analyse%20naar%20actie_tcm46-239499.pdf.

[93]

Wij beperken ons tot rechtspraak van de hoogste rechter.

[94]

Zie ook *JOR* 2011/54 (m.nt. A.C.W. Pijls) en F. van der Woude, 'Een nieuwe bijzondere zorgplicht bij vermogensbeheer?', *WPNR* 2011, 6886, p. 405 e.v.

[95]

Zie in verband met de effectenlease problematiek ook nog HR 23 december 2011, m.nt. C.W.M. Lieveise *JOR* 2012/48 (*Roozendaal-Van Kempen/Achmea en Levob*).

[96]

JOR 2010/156 m.nt. G.P. Roth.

[97]

Zie voor een verkorte versie *Ondernemingsrecht* januari 2012.

[98]

Mijn eigen oratie vond begin 2011 in Tilburg plaats met als onderwerp de kredietcrisis en privaatrecht.

[99]

Ik noem er slechts enkele: M.H.E. Rongen, Cessie, 22 februari 2012 over securitizations, G.T.J. Hoff, 30 maart 2011 over openbaarmaking van koersgevoelige informatie, B.J. de Jong, 'Schade door misleiding op de effectenmarkt', (allen Radboud Universiteit Nijmegen), Veerle Colaert, 'De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener-belegger: een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFIDgedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pre-transactie informatieverplichtingen', (KU Leuven 2010) en M.G.C.M. Peeters op 12 oktober 2011, titel oratie: 'Derivaten: recht&risico's' (UVA).

[100]

Zie over deze vraag ook het interessante essay van Steven L. Schwarcz van 6 maart 2012, beschikbaar via: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2016434.

[101]

Zie in dit verband de open brief van de hand van Greg Smith onder de veelzeggende titel 'Why I am leaving Goldman Sachs', die ook in de Nederlandse pers veel aandacht heeft gekregen, beschikbaar via: <http://www.nytimes.com/2012/03/14/opinion/why-i-am-leaving-goldman-sachs.html?pagewanted=all>.