

Beleggingsholdings: geconsolideerd toezicht op beleggingsondernemingen

B. Bierman en M. Kuilman¹

Deze bijdrage bespreekt het geconsolideerd prudentieel toezicht op beleggingsondernemingen onder de Investment Firm Directive (IFD) en de Investment Firm Regulation (IFR). Geconsolideerd toezicht geldt bij een beleggingsonderneming met een in de EU gevestigde 'beleggingsholding'. Beleggingsholdings en geconsolideerd toezicht, hebben de afgelopen jaren opvallend weinig aandacht gekregen in de literatuur, maar veel aandacht van de toezichthouder, DNB. Gelet op de complexiteit en de impact van deze geconsolideerd toezichtregels, is het de hoogste tijd voor een overzichtartikel.

1. Introductie

In 2021 is een nieuw Europees raamwerk met prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen in werking getreden. Het gaat om de Richtlijn betreffende het toezicht op beleggingsondernemingen, de Investment Firm Directive (IFD)² en de Verordening betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen, de Investment Firm Regulation (IFR).³ IFD en IFR gelden sinds 26 juni 2021. IFD is geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Besluit prudentiële regels Wft (Bpr).

Het nieuwe raamwerk is op *individueel* niveau van toepassing op beleggingsondernemingen met een specifieke beleggingsonderneming-vergunning op grond van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)⁴, zoals geïmplementeerd in artikel 2:96 Wft.⁵ Daarnaast gelden deze regels op grond van IFD en IFR mogelijk ook op *geconsolideerde basis* voor die beleggingsondernemingen. Dat is het geval als zij een zogenoemde 'beleggingsholding' (in het Engels: *investment holding company*) hebben die als 'EU-moederbeleggingsholding' onder IFR kwalificeert. Het toezicht hierop wordt in Nederland uitgeoefend door De Nederlandsche Bank (DNB).

Beleggingsholdings, en het daardoor getriggerde geconsolideerd IFR/IFD toezicht, hebben de afgelopen jaren opvallend weinig aandacht gekregen in de literatuur en jurisprudentie. Onzes inziens ten onrechte, gezien de complexiteit van de geconsolideerd toezichtregels en de impact die deze regels hebben op groepen waar een beleggingsonderneming deel van uitmaakt. Het geconsolideerd toezicht op beleggingsholdings heeft de laatste jaren namelijk wél de uitdrukkelijke focus van DNB.

Al weer een tijd geleden - in april 2021 - heeft DNB aan bepaalde instellingen gevraagd om na te gaan of ze aan de kwalificatie van beleggingsholding voldoen.⁶ In mei 2023 publiceerde DNB een stappenplan voor de kwalificatie als beleggingsholding en twee factsheets met aan te leveren stukken en informatie voor de vereiste toetsing op geschiktheid en betrouwbaarheid van de bestuurders en (eventueel) de commissarissen van de beleggingsholding.⁷ Ondernemingen met een direct of indirect belang in een beleggingsonderneming werd gevraagd om na te gaan of de onderneming kwalificeert als een beleggingsholding. DNB zal hier de komende tijd – na alle waarschuwingen – naar onze verwachting nauwgezet toezicht op houden en, waar nodig, handhaven.

Dit – hopelijk praktische – overzichtartikel is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 bespreken we de juridische kwalificatie van een beleggingsholding. In hoofdstuk 3 gaan wij uitgebreid in op de scope van de prudentiële consolidatie op de beleggingsholding. In hoofdstuk 4 bespreken we de geconsolideerde toezichtseisen. In hoofdstuk 5 sluiten we af met enkele conclusies en aanbevelingen voor beleggingsondernemingen.

Dit – hopelijk praktische – overzichtartikel is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 2 bespreken we de juridische kwalificatie van een beleggingsholding. In hoofdstuk 3 gaan wij uitgebreid in op de scope van de prudentiële consolidatie op de beleggingsholding. In hoofdstuk 4 bespreken we de geconsolideerde toezichtseisen. In hoofdstuk 5 sluiten we af met enkele conclusies en aanbevelingen voor beleggingsondernemingen.

2. Kwalificatie beleggingsholding

2.1. Algemeen

Het nieuwe prudentiële regime van IFR en IFD is geïntroduceerd om de specifieke risico's die zijn ver-

1. Bart Bierman is partner bij Finnius in Amsterdam. Marijke Kuilman is senior associate bij Finnius in Amsterdam.
2. Richtlijn (EU) 2019/2034.
3. Verordening (EU) 2019/2033.
4. Richtlijn 2014/65/EU.
5. Zie ook artikel 1(1) IFR en artikel 2(1) IFD.
6. Om inzicht te krijgen in het aantal beleggingsholdings, heeft DNB begin 2021 aan beleggingsondernemingen een brief gestuurd met de vraag of in de structuur van de

onderneming een beleggingsholding aanwezig is. Op deze uitvraag heeft – naar DNB's eigen zeggen - een beperkt aantal beleggingsondernemingen aangegeven een beleggingsholding te hebben. Dit beeld komt volgens DNB niet overeen met de bij DNB beschikbare informatie. Zie www.dnb.nl/nieuws-voor-de-sector/ontwikkelingen-rond-ifrid/.

7. Zie www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-secctoren/beleggingsondernemingen/prudentieel-toezicht/factsheet-beleggingsholding/.

bonden aan de dienstverlening en activiteiten van de diverse soorten beleggingsondernemingen beter te adresseren. Het gaat dan als gezegd om beleggingsondernemingen met een vergunning zoals bedoeld in artikel 2:96 Wft. Deze beleggingsondernemingen vielen voorheen onder het prudentiële raamwerk dat van toepassing is op banken: de Capital Requirements Regulation (CRR)⁸ en de Capital Requirements Directive (CRD).⁹ Daardoor golden prudentiële eisen voor hen die wel pasten bij de risico's waar banken mee te maken krijgen, maar niet bij de typische risico's waaraan beleggingsondernemingen zijn blootgesteld.¹⁰ IFR en IFD zijn in belangrijke mate gebaseerd op CRR en CRD. Nog steeds zijn er veel overeenkomsten tussen IFR en IFD en CRR en CRD en wordt in IFR en IFD regelmatig verwezen naar CRR en CRD, bijvoorbeeld in de definities en de eisen voor de samenstelling van het kapitaal.

2.2. Kwalificatie als beleggingsholding

In dit hoofdstuk bespreken we de kwalificatie als beleggingsholding. Uitgangspunt daarbij is de definitie van 'beleggingsholding' in IFR. Deze definitie luidt als volgt:

"[a] financiële instelling waarvan [b] de dochterondernemingen [c] uitsluitend of hoofdzakelijk beleggingsondernemingen of financiële instellingen zijn, die onder haar dochterondernemingen ten minste één beleggingsonderneming telt, en die geen financiële holding is in de zin van artikel 4(1)(20) CRR. [onderstreping en opsomming toegevoegd, BBMK]"¹¹

De definitie bestaat uit veel afzonderlijk gedefiniëerde termen en verwijzingen naar CRR en is daardoor niet eenvoudig te doorgronden. Aan alle afzonderlijke definities moet zijn voldaan voordat er sprake is van een beleggingsholding. Het hierboven genoemde kwalificatie-stappenplan dat door DNB is gepubliceerd, bevat niet alle afzonderlijke relevante definities en is ons inziens onvolledig.¹² Op basis van het stappenplan kan namelijk nog niet de definitieve conclusie worden getrokken of een holding kwalificeert als beleggingsholding of niet.

De kwalificatie van een holding als een beleggingsholding is echter cruciaal. Deze kwalificatie bepaalt namelijk of op de beleggingsonderneming, haar holding en bepaalde van haar groepsmaatschappijen geconsolideerd toezicht van toepassing is. Als dat zo is moet de holding op geconsolideerd niveau aan ka-

pitaaleisen voldoen en is zij onderhevig aan regels over interne bedrijfsvoering. Daaronder vallen bijvoorbeeld regels op het gebied van governance, risicomanagement en beloning, en bepaalde rapportageverplichtingen.

Hierna gaan we in op de drie afzonderlijk gedefiniëerde elementen in de definitie van beleggingsholding. Van belang is – logischerwijs – dat deze kwalificatie pas relevant is zodra er een beleggingsonderneming met een artikel 2:96 Wft vergunning in de groep zit. Er wordt dan ook altijd vanaf die beleggingsonderneming, bottom-up, naar diens moederondernemingen gekeken.

2.2.1. Financiële instelling

Een beleggingsholding is een 'financiële instelling'. Met financiële instelling in de zin van IFR wordt een onderneming bedoeld:

"die geen kredietinstelling of beleggingsonderneming en evenmin een zuiver industriële holding is en waarvan de hoofdwerkzaamheid bestaat in het verwerven van deelnemingen of in het uitoefenen van een of meer van de in de punten 2 tot en met 12 en punt 15 van bijlage I bij Richtlijn 2013/36/EU genoemde werkzaamheden, met inbegrip van een financiële holding, een gemengde financiële holding, een beleggingsholding, een betalingsinstelling [bedoeld wordt 'betaalinstelling', BBMK] in de zin van Richtlijn (EU) 2015/2366 van het Europees Parlement en de Raad en een vermogensbeheerder, maar met uitsluiting van verzekeringsholdings en gemengde verzekeringsholdings in de zin van artikel 212, lid 1, punten f) en g), van Richtlijn 2009/138/EG. [onderstreping toegevoegd, BBMK]"¹³

Met het begrip financiële instelling in IFR worden dus instellingen bedoeld die zelf geen vergunning hebben als bank of beleggingsonderneming, maar wel als hoofdwerkzaamheid het verwerven van deelnemingen hebben en/of bepaalde werkzaamheden verrichten in de financiële sector. Het gaat globaal om de volgende werkzaamheden: het verstrekken van leningen, het verlenen van betaaldiensten, het verlenen van garanties, bemiddelen op interbancaire markten, vermogensbeheer en – advisering en het uitgeven van elektronisch geld. Daarnaast vallen financiële holdings in de zin van CRR, betaalinstellingen in de zin van PSD 2¹⁴ en beheerders van

8. Verordening (EU) 575/2013.

9. Richtlijn 2013/36/EU.

10. Zie voor de totstandkoming van het nieuwe prudentiële regime van IFR en IFD: P. Kerckhaert & B. Bierman, 'Het nieuwe prudentiële raamwerk voor beleggingsondernemingen', *Ondernemingsrecht* 2018/86, p. 496 – 505. E.P.M. Joosen & M.L.Louisse, 'Een nieuw prudentieel regime voor beleggingsondernemingen (I)', *FR* 2018, nr. 3, p. 94-103. Zie verder uitgebreid: I.P. Palm-Steyerberg e.a. *Beleggingsondernemingen - Een nieuw regime na IFR/IFD*, Financieel Juridische Reeks, deel 21 (2022); en B.J. Nieu-

wenhuijzen, *Prudential regulation of investment firms in the European Union*, (2021).

11. Artikel 4(23) IFR.

12. Het stappenplan van DNB bevat bijvoorbeeld niet een definitie of omschrijving van 'dochteronderneming', terwijl de vaststelling welke ondernemingen als dochteronderneming van de holding gelden essentieel is voor de kwalificatie van beleggingsholding. Hetzelfde geldt voor de term 'hoofdzakelijk'.

13. Artikel 4(14) IFR.

14. Richtlijn (EU) 2015/2366.

beleggingsinstellingen standaard onder de definitie van 'financiële instelling' in IFR.

2.2.2. Dochteronderneming

Voor de invulling van de definitie van 'dochteronderneming' verwijst IFR naar de Richtlijn jaarrekeningen en de bepalingen daarin over de reikwijdte van de geconsolideerde jaarrekening van een moederonderneming.¹⁵ Voor een goed begrip van de definitie 'beleggingsholding' is een uitstapje naar het ondernemings-/jaarrekeningenrecht dan ook vereist. Wij bespreken deze complexe en gedetailleerde regels uit de Richtlijn jaarrekeningen, die zijn geïmplementeerd in Boek 2 Burgerlijk Wetboek (BW),¹⁶ alleen op hoofdlijnen.

Een 'dochteronderneming' in de zin van de Richtlijn jaarrekeningen is "een onderneming waarover een moederonderneming zeggenschap heeft"¹⁷ en een 'moederonderneming' in de zin van de Richtlijn jaarrekeningen is "een onderneming die zeggenschap heeft over een of meer dochterondernemingen".¹⁸ Vervolgens volgt uit artikel 22 Richtlijn jaarrekeningen dat een moederonderneming verplicht is tot het opstellen van een geconsolideerde jaarrekening als de moederonderneming de meerderheid van de stemrechten in een dochteronderneming bezit (dus meer dan 50%).¹⁹ Een moederonderneming met de meerderheid aan gewone aandelen in een dochteronderneming, zal doorgaans ook de meerderheid van de stemrechten bezitten.²⁰

Naast de hoofdregel van de meerderheid van de stemrechten, bevat artikel 22 Richtlijn jaarrekeningen ook een aantal bijzondere situaties voor consolidatie en daarmee voorbeelden van een moeder-dochterrelatie. Ook bij een minderheidsbelang, of als de moederonderneming in het geheel geen aandelen houdt in een onderneming, kan er sprake zijn van een dochteronderneming. Bijvoorbeeld als de moederonderneming het recht heeft om de meerderheid van de leden van het bestuur of de raad van toezicht van de onderneming te benoemen en te ontslaan. De moederonderneming hoeft dan niet ook de meerderheid van de stemrechten te bezitten.²¹

Van een dochteronderneming kan ook sprake zijn indien de moederonderneming het recht heeft om overheersende invloed op een onderneming uit te oefenen of deze overheersende invloed op enig moment kan uitoefenen.²² Overheersende invloed bestaat op grond van een bepaling in de statuten van de onderneming of kan ontstaan door het uitoefenen van bepaalde contractuele rechten, zoals opties en *warranties*.²³ Er kan sprake zijn van overheersende invloed, ongeacht of hier ook gebruik van wordt gemaakt. Bovendien is aandelenbezit niet vereist. Tot slot is er volgens artikel 22 van de Richtlijn jaarrekeningen sprake van een consolidatieplicht en een moeder-dochter relatie als een moederonderneming de centrale leiding heeft over een dochteronderneming.²⁴

Door de elementen van het (kunnen) uitoefenen van overheersende invloed op en het hebben van de centrale leiding over de onderneming zijn de consolidatiekring en de situaties waarin er sprake is van een moeder-dochterrelatie verruimd. De reden voor deze verruiming is om het ontlopen van de consolidatieplicht te voorkomen.²⁵

Terug naar de kwalificatie van een beleggingsholding. Voor invulling van het begrip dochteronderneming als onderdeel van de kwalificatie als een beleggingsholding moet dus worden gekeken naar alle dochterondernemingen waarin de moederonderneming of holding daadwerkelijk een meerderheid van de stemrechten uitoefent en/of aandelen houdt én alle ondernemingen waarover de moederonderneming overheersende invloed uitoefent of kan uitoefenen en/of de centrale leiding heeft.

Voor de kwalificatie van een moederonderneming of holding als een beleggingsholding is ook de Gedelegeerde Verordening over de reikwijdte van de prudentiële consolidatie van een beleggingsondernemingsgroep van belang (Gedelegeerde Verordening Consolidatie).²⁶ Hoewel deze verordening met name gaat over de kring van consolidatie als en voor zover er sprake is van een beleggingsholding, is de verordening ook relevant voor de vraag of er sprake is van een beleggingsholding.

Evenals de Richtlijn jaarrekeningen, bevat de Gede-

15. Richtlijn 2013/34/EU (Richtlijn Jaarrekeningen). Zie artikel 4(5) IFR.

16. Boek 2, titel 9 BW. In artikel 2:406 BW is opgenomen voor welke dochterondernemingen de holding een geconsolideerde jaarrekening moet opstellen. Zie ook *Kamerstukken II 2014/15, 34 176*, 3, p. 3 – 4. De definitie van 'dochtermaatschappij' is opgenomen in artikel 2:24a BW.

17. Artikel 2(10) Richtlijn jaarrekeningen.

18. Artikel 2(9) Richtlijn jaarrekeningen. Let daarbij op dat een Nederlandse rechtspersoon in principe alleen een 'onderneming' in de zin van Richtlijn jaarrekeningen is als het een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap is. Alleen onder bepaalde voorwaarden worden vennootschap onder firma of een commanditaire vennootschap als een dergelijke onderneming aangemerkt. Zie artikel 1(1) van de Richtlijn jaarrekeningen.

19. Artikel 22(1)(a) Richtlijn jaarrekeningen.

20. Ervan uitgaande dat aan de aandelen ook (normale) stemrechten zijn verbonden. Zie ook artikel 2:117 BW en Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/190 e.v.

21. Zie artikel 22(1)(b) Richtlijn jaarrekeningen en artikel 2:24a(1)a BW.

22. Zie artikel 22(1)(c) Richtlijn jaarrekeningen en artikel 2:24a(1)b BW.

23. *Kamerstukken II 2004/2005, 29737*, nr. 7, p. 11. Zie ook mr. S.M. Bartman, mr. A.F.M. Dorresteyn, dr. M. Olaerts, 'Van het Concern 2020', Deventer: Wolters Kluwer 2020, par 10.3.2.

24. Zie artikel 22(2) Richtlijn jaarrekeningen en artikel 2:406 BW.

25. *Kamerstukken II 2004/2005, 29737*, nr. 3, p. 27.

26. Gedelegeerde Verordening (EU) 2024/1771 tot nadere bepaling van de reikwijdte van en de methoden voor de prudentiële consolidatie van een beleggingsondernemingsgroep..

legerde Verordening Consolidatie criteria aan de hand waarvan voor groepen beleggingsondernemingen kan worden bepaald of er sprake is van een moeder-dochterverband. Deze criteria uit de Gedelegeerde Verordening Consolidatie zijn in belangrijke mate ontleend aan de Richtlijn jaarrekeningen. Naast zeggenschap op basis van stemrechten en het uitoefenen van overheersende invloed op basis van een overeenkomst of de statuten, noemt de Gedelegeerde Verordening Consolidatie het hebben van een centrale leiding een element op basis waarvan de reikwijdte van prudentiële consolidatie van een beleggingsholding kan worden bepaald.²⁷

Het element 'centrale leiding' is in de Gedelegeerde Verordening Consolidatie nader gedefinieerd. Van centrale leiding is sprake indien het financiële en het operationele beleid van de onderneming en de holding worden gecoördineerd.²⁸ Een voorbeeld hiervan is als de onderneming en de holding direct of indirect onder zeggenschap staan van dezelfde natuurlijke personen, of van dezelfde onderneming of als de meerderheid van de leden van het bestuur of de raad van toezicht van de onderneming en de holding door dezelfde personen wordt benoemd, zelfs indien die leden niet dezelfde personen zijn.²⁹ De bevoegde autoriteiten – voor in Nederland gevestigde beleggingsondernemingen, DNB – kunnen bepalen of er sprake is van een centrale leiding.³⁰

2.2.3. Hoofdzakelijk beleggingsondernemingen of financiële instellingen als dochteronderneming

Daarnaast is voor de kwalificatie van beleggingsholding relevant dat de dochterondernemingen van de onderneming *uitsluitend of hoofdzakelijk* (i) beleggingsondernemingen of (ii) financiële instellingen zijn. Als de moederonderneming meerdere (directe of indirecte) dochterondernemingen heeft, en er naast een beleggingsonderneming dochterondernemingen zijn met andere activiteiten dan die van een beleggingsonderneming en/of een financiële instelling, kwalificeert de moederonderneming mogelijk niet als beleggingsholding.

De definitie van beleggingsholding in IFR geeft (nog) niet aan wat er onder 'hoofdzakelijk' moet worden verstaan. In CRR is dit sinds 2021 voor financiële holdings wel bepaald (en sinds 2025 overigens ook in de

Solvency II Richtlijn voor verzekeraars).³¹ De definitie van 'financiële holding' in CRR luidt als volgt:

"een financiële instelling waarvan de dochterondernemingen uitsluitend of hoofdzakelijk instellingen of financiële instellingen zijn, en die geen gemengde financiële holding is; de dochterondernemingen van een financiële instelling zijn hoofdzakelijk instellingen of financiële instellingen indien ten minste één van de dochterondernemingen een instelling is en indien meer dan 50 % van het eigen vermogen, de geconsolideerde activa, de inkomsten, het personeel van de financiële instelling of een andere indicator die door de bevoegde autoriteit als relevant wordt beschouwd, verbonden is met dochterondernemingen die instellingen of financiële instellingen zijn. [onderstreping en opsomming toegevoegd, BBMK]"³²

De onderstreepte zinsnede is in CRR toegevoegd als gevolg van een interpretatie over het begrip 'hoofdzakelijk' in een Q&A van de European Banking Authority (EBA) uit 2014.³³ Aangezien IFR op dit punt volledig is gestoeld op CRR, moet voor een beter begrip van wat er in IFR wordt bedoeld met *hoofdzakelijk* dan ook worden gekeken naar de interpretatie van EBA zoals neergelegd in de Q&A en CRR.³⁴

Aan het onderdeel *uitsluitend* of *hoofdzakelijk* is dan ook voldaan als meer dan 50 % van één van de volgende indicatoren verbonden is met dochterondernemingen die beleggingsondernemingen of financiële instellingen zijn.³⁵

- i. het eigen vermogen,
- ii. de geconsolideerde activa,
- iii. de inkomsten,
- iv. het personeel van de holding, of
- v. of een andere indicator die door de bevoegde autoriteit als relevant wordt beschouwd.³⁶

Als al slechts één van deze indicatoren op meer dan 50% uitkomt, is sprake van 'hoofdzakelijk', en is de moederonderneming een beleggingsholding.

27. Zie artikel 2(2)(b) en artikel 2(3) Gedelegeerde Verordening Consolidatie.

28. Artikel 4(1)(a) Gedelegeerde Verordening Consolidatie.

29. Artikel 4(2) Gedelegeerde Verordening Consolidatie.

30. Artikel 2 Gedelegeerde Verordening Consolidatie.

31. De definitie van financiële holdings is aangepast in Verordening (EU) 2019/876 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2019 tot wijziging van CRR (beter bekend als CRR 2). Deze wijziging heeft ertoe geleid dat in artikel 1 Wft in de definitie van financiële holding een dynamische verwijzing naar CRR is opgenomen. Zie overigens ook, ten aanzien van verzekeraars, Wijzigingsrichtlijn Solvency II (EU) 2025/2, waarin een soortgelijke aanpassing wordt gedaan (d.w.z. de verduidelijking van

het 50%-criterium) als in de CRR: zie artikel 1(69), aanpassing van artikel 212(1) punt f Richtlijn Solvency II.

32. Zie artikel 4(20) CRR.

33. Zie EBA Q&A 2014_796 over de verwijzing naar 'mainly' in de definitie van financiële holding in CRR.

34. Zie ook EBA Q&A 2023_6779 waarin EBA in reactie op een vraag van DNB voor de interpretatie van hoofdzakelijk in artikel 4(23) IFR voor beleggingsholdings verwijst naar CRR en EBA Q&A 2014_796.

35. De door de moederonderneming zelf uitgevoerde activiteiten die geen verband houden met het verwerven of houden van deelnemingen, maar wel van dezelfde aard zijn als activiteiten van beleggingsondernemingen en/of financiële instellingen worden bij deze berekening meegenomen.

36. Zie artikel 4(20) jo 4(3) CRR.

2.2.4. Sub-conclusie

Kortom, er is dus sprake van een beleggingsholding als de moederonderneming (i) ten minste één dochteronderneming in de groep heeft die een beleggingsonderneming is en (ii) de activiteiten van de groep voor minstens 50% activiteiten zijn van een beleggingsonderneming en/of een financiële instelling.

2.3. CRR 3

Een belangrijke en noemenswaardige ontwikkeling voor het raamwerk van IFR en IFD is de recente wijziging van CRR. CRR 3 is met ingang van 1 januari 2025 van toepassing.³⁷ Als gevolg hiervan is een reeks definities in CRR gewijzigd. Het gaat onder meer om wijziging van de definities van ‘financiële instelling’ en ‘onderneming die nevendiensten verricht’.³⁸ Hieronder bespreken we deze definities in het kort. De achtergrond van deze wijzigingen is het gebrek aan duidelijkheid waardoor het voor de toezichthouders in de EU moeilijker was om de toepasselijke regels consistent toe te passen, om risico’s op geconsolideerd niveau op te sporen en om passende maatregelen tegen deze risico’s te nemen.³⁹

De wijzigingen in CRR zijn voor beleggingsholdings van belang omdat wij de kans groot achten dat deze wijzigingen ook worden meegenomen in de aanstaande aanpassing van IFR en IFD (waarover hieronder meer). Ook kan naar onze mening in de huidige situatie een nieuwere versie van hetzelfde begrip in een andere set EU-regelgeving al een nuttige bron zijn voor de interpretatie van dat begrip.

Als gevolg van CRR3 is de CRR-definitie van ‘financiële instelling’ behoorlijk gewijzigd, met als gevolg dat de reikwijdte daarvan aanzienlijk is vergroot. Deze definitie van financiële instelling in CRR luidt nu – voor zover relevant – als volgt (voor zover nieuw en relevant is de tekst onderstreept):

“een instelling die aan deze beide voorwaarden voldoet:

- a. *zij is geen (...) zuiver industriële holding, (...);*
- b. *zij voldoet aan een of meer van de volgende voorwaarden:*
 - i. *de hoofdactiviteit van de onderneming is het verwerven of houden van deelnemingen of het uitoefenen van een of meer van de in bijlage I, punten 2 tot en met 12 en punten 15, 16 en 17, bij Richtlijn 2013/36/EU genoemde activitei-*

ten, dan wel het verrichten van een of meer van de in bijlage I, afdeling A of B, bij Richtlijn 2014/65/EU genoemde diensten of activiteiten met betrekking tot in bijlage I, afdeling C, bij Richtlijn 2014/65/EU vermelde financiële instrumenten; de onderneming is een beleggingsonderneming, een gemengde financiële holding, een beleggingsholding, een betalingsdienstaanbieder zoals ingedeeld in artikel 1, lid 1, punten a) tot en met d), van Richtlijn (EU) 2015/2366 van het Europees Parlement en de Raad, een vermogensbeheerder of een onderneming die nevendiensten verricht, [onderstreping en opsomming toegevoegd, BBMK]”

ii.

Opmerkelijk is de toevoeging in onderdeel (b)(ii) waardoor ook ‘ondernemingen die nevendiensten verrichten’ (in het Engels *ancillary services undertakings* of ASUs) kwalificeren als financiële instelling. Dit betekent dat er meer soorten ondernemingen zijn die ertoe leiden dat een holding ‘hoofdzakelijk’ financiële instellingen heeft. Daardoor zullen holdings onder CRR eerder een financiële holding zijn.

Bovendien is ook de definitie van een ‘onderneming die nevendiensten verricht’ zelf in CRR aangepast en verruimd. Deze definitie luidt nu als volgt (voor zover nieuw en relevant is de tekst onderstreept):

“een onderneming waarvan de hoofdactiviteit, ongeacht of deze wordt verricht ten behoeve van ondernemingen binnen de groep of cliënten buiten de groep, uit een van de volgende activiteiten bestaat:

a) werkzaamheden die rechtstreeks in het verlengde van het bankbedrijf liggen;

b) operationele leasing, het eigendom of beheer van onroerend goed, het verrichten van diensten voor gegevensverwerking of iedere andere activiteit voor zover die activiteit een nevendienst van het bankbedrijf is;

c) andere activiteiten die door de EBA als vergelijkbaar met die in de punten a) en b) worden beschouwd; [onderstreping en opsomming toegevoegd, BBMK]”

Voorheen werden alleen ondernemingen die – kort gezegd – ondersteunende diensten verlenen aan een bank, bijvoorbeeld het beheren van onroerend goed of het technisch ondersteunen van de bank, gezien als ondernemingen die nevendiensten verrichten. Door de wijzigingen vallen meer ondernemingen die werkzaamheden verrichten in het verlengde van het bankbedrijf binnen de groep of aan cliënten buiten de groep, onder deze kwalificatie, mits de activitei-

37. Verordening 2024/1623. Bepaalde artikelen zijn van toepassing met ingang van 9 juli 2024. Zie artikel 2 CRR 3.

38. Respectievelijk, artikel 4(20), artikel 4(26), artikel 4(18) en artikel 2(26 bis) CRR.

39. Zie overweging 58 bij CRR 3.

ten van de onderneming een hoofdactiviteit betreffen. De reikwijdte van de definitie van een ‘onderneming die nevendiensten verricht’ is hierdoor flink uitgebreid en de kans op kwalificatie als onderneming als een ‘financiële instelling’ en daarmee een ‘financiële holding’ in de zin van CRR aanzienlijk vergroot.

Als gezegd, het recent aangepaste, en verruimde, begrippenkader onder CRR van de definities ‘financiële instelling’ en ‘onderneming die nevendiensten verricht’ kan nu al een reflexwerking hebben op de uitleg van dezelfde definities onder IFR. Nog belangrijker echter zijn deze nieuwe definities hoogstwaarschijnlijk een voorbode van de aanstaande herziening van IFR en IFD.

2.4. Herziening van IFR en IFD

IFR en IFD zullen op korte termijn worden herzien. IFR en IFD bepalen namelijk dat de Europese Commissie (EC) de regelgeving moet evalueren en hierover verslag moet uitbrengen aan het Europese Parlement en de Europese Raad.⁴⁰ De EC heeft daartoe begin 2023 aan EBA en ESMA verzocht om input te leveren over de werking en voor eventuele aanpassing van IFR en IFD (*Call for Advice*).⁴¹ In deze *Call for Advice* vraagt de EC aan EBA en ESMA onder meer in hoeverre de consolidatievereisten in IFR ertoe leiden dat de juiste entiteiten in de consolidatie worden meegenomen.⁴² In reactie hierop hebben EBA en ESMA in juni 2024 een *discussion paper* gepubliceerd en de markt om input verzocht.⁴³

Het discussion paper van EBA en ESMA bevat belangrijke aanwijzingen voor de herziening van de kwalificatie als beleggingsholding en voor de prudentiële consolidatie van beleggingsondernemingsgroepen. Zo menen EBA en ESMA dat de definitie van beleggingsholding in IFR moet worden aangepast. Deze definitie zou naast de verwijzing naar financiële instellingen ook nevendiensten verrichtende ondernemingen (of ASUs) (zoals in CRR al het geval is, zie hierboven), verbonden agenten of vrijgestelde beleggingsondernemingen moeten omvatten.⁴⁴ Nu is dat niet het geval. Ten eerste kunnen

deze entiteiten als topholding daardoor niet kwalificeren als een beleggingsholding. Ten tweede tellen deze ondernemingen daardoor nu niet mee in het hoofdzakelijkheids criterium, terwijl zij wel onder de reikwijdte van de prudentiële consolidatie vallen.⁴⁵ Dit werkt omzeiling in de hand.⁴⁶ Daarom menen EBA en ESMA dat in de definitie van financiële instelling in IFR een verwijzing moeten worden opgenomen naar nevendienst verrichtende ondernemingen, gelijk aan de huidige aanpassing van de definitie van financiële instelling in CRR.⁴⁷

We verwachten dat EBA en ESMA binnenkort advies uitbrengen aan de EC en dat de EC later in 2025 voorstellen voor herziening van IFR en IFD uitbrengt. Daarbij is het onze inschatting dat de genoemde recente wijzigingen in de CRR definities – zoals ‘financiële instelling’ en ‘onderneming die nevendiensten verricht’ – zullen worden overgenomen in dezelfde begrippen in IFR.

De verwachte wijziging van IFR en IFD en van de genoemde definities zullen impact hebben op de kwalificatie als beleggingsholding. Onze verwachting is dat ondernemingen na de wijzigingen eerder kwalificeren als een beleggingsholding, en dat de kring van te consolideren entiteiten in de beleggingsondernemingsgroep ook groter zal worden (waarover meer in hoofdstuk 3).

Tot slot, ook het Ministerie van Financiën, DNB en de AFM hebben eind vorig jaar een non-paper gepubliceerd met tamelijk uitgebreide aanbevelingen voor aanpassing en versterking van het prudentiële raamwerk in IFR en IFD.⁴⁸ DNB en de AFM menen dat de risicogebaseerde aard van het kader moet worden verbeterd en dat er een gelijk speelveld moet komen voor beleggingsondernemingen die binnen en buiten de EU actief zijn. De reikwijdte van de prudentiële consolidatie is daarbij ook een belangrijk thema. De minister, DNB en de AFM roepen de Europese Commissie op om IFR en IFD te herzien.

Ter illustratie van het verschil in kwalificatie van een topholding als een beleggingsholding onder het huidige regime en onder het mogelijk toekomstig regime, nemen wij onderstaande structuur op.

40. Zie artikel 60 IFR en artikel 66 IFD.

41. Zie www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/About%20Us/Missions%20and%20tasks/Call%20for%20Advice/2023/1052019/CfA_IFR%20and%20IFD%20review%20-%20final.pdf.

42. Zie onderdeel B2, op p. 4 van de *Call for Advice*.

43. www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-and-esma-invite-comments-review-investment-firms-prudential-framework. De consultatietermijn eindigde op 3 september 2024.

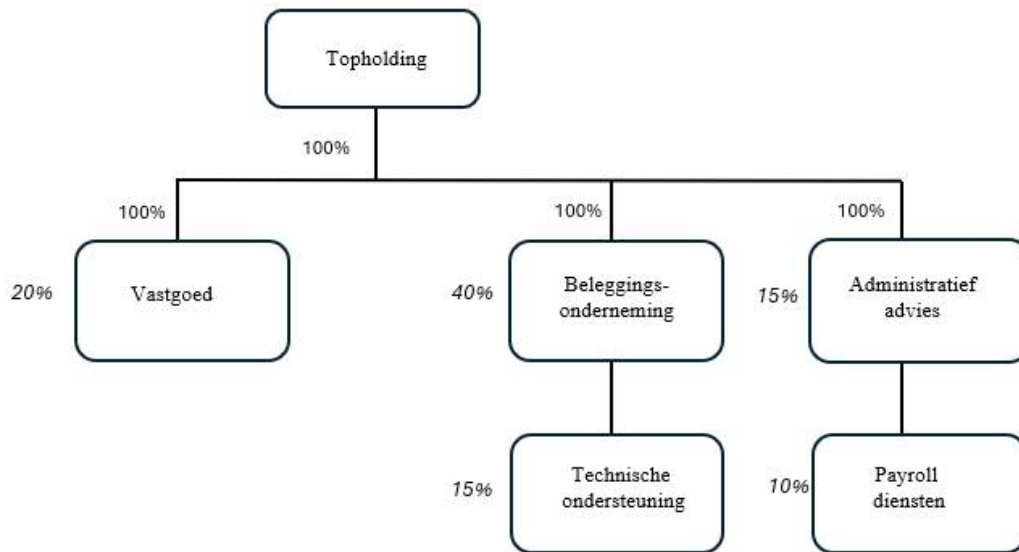
44. EBA/DP/2024/01. Zie no. 184 en 185.

45. Deze discrepantie werd eerder ook al opgemerkt en geadresseerd in EBA Q&A 2023_6779.

46. Bijvoorbeeld indien een holding één beleggingsonderneming en één nevendienst verrichtende onderneming, die voorziet in de technische infrastructuur, als dochterondernemingen heeft. Op basis van het ‘hoofdzakelijkheid’ vereiste, hoeft de holding dan niet te kwalificeren als een beleggingsholding en ontloopt de verplichting tot prudentiële consolidatie. Het toezicht zou in dat geval zijn beperkt tot de beleggingsonderneming op solobasis. Terwijl, als de holding wel als beleggingsholding kwalificeert, de nevendienst verrichtende onderneming wel moet worden meegenomen in de geconsolideerde situatie van de beleggingsholding.

47. EBA/DP/2024/01. Zie no. 192.

48. www.dnb.nl/media/s3wjyvjf/non-paper-ifr-ifd-review.pdf.



De cursieve percentages geven aan in hoeverre een entiteit bijdraagt aan de elementen van het hoofdzakelijkheids-criterium

In de huidige situatie kwalificeert de topholding niet als een beleggingsholding onder IFR, omdat de topholding niet hoofdzakelijk (voor meer dan 50%) dochterondernemingen heeft die activiteiten verrichten van een beleggingsonderneming en/of een financiële instelling. Na de door ons verwachte wijziging van IFR in lijn met CRR kwalificeert de topholding waarschijnlijk wel als een beleggingsholding. Ervan uitgaande dat de vastgoed-entiteit en de technische ondersteuning-entiteit zijn aan te merken als een onderneming die nevendiensten verricht, wel worden meegenomen in de berekening van het hoofdzakelijkheids-criterium.

3. Geconsolideerd toezicht

3.1. EU-moederbeleggingsholding: niveau van geconsolideerd toezicht

Na vaststelling of een moederonderneming van een Nederlandse beleggingsonderneming als beleggingsholding kwalificeert, is de vervolgstap om vast te stellen (i) of dit leidt tot geconsolideerd toezicht op het niveau van die beleggingsholding, en (ii) welke groepsondernemingen allemaal onder dat geconsolideerd toezicht vallen.

Een beleggingsonderneming in Nederland met een vergunning in de zin van artikel 2:96 Wft moet op

individueel, solo, niveau voldoen aan de IFR en IFD (zoals geïmplementeerd in de Wft en het Bpr). De beleggingsonderneming triggert echter ook – in voorkomend geval – geconsolideerd toezicht op andere ondernemingen in de groep.

De enkele kwalificatie als beleggingsholding in de zin van IFR zegt eigenlijk nog niet zoveel. De regels uit IFD en IFR zijn pas – geconsolideerd – op het niveau van een dergelijke beleggingsholding van toepassing als een dergelijke beleggingsholding een ‘EU-moederbeleggingsholding’ is.⁴⁹ Meer specifiek bepaalt artikel 7(1) IFR dat iedere EU-moederbeleggingsholding (of *Union parent investment holding company*) de verplichtingen uit IFD/IFR die van toepassing zijn op de beleggingsonderneming op basis van hun ‘geconsolideerde situatie’ moet naleven.

Een EU-moederbeleggingsholding op grond van IFR is een beleggingsholding met een zetel in een EU-lidstaat, die zelf geen dochteronderneming van een beleggingsonderneming of een beleggingsholding is.⁵⁰ Het is dan ook de hoogste (meest indirecte) in de EU gevestigde beleggingsholding van een beleggingsonderneming.

Een beleggingsholding gevestigd buiten de EU, wordt dan ook niet meegenomen in de consolidatieplicht op grond van IFR en de Gedelegeerde Verordening Consolidatie. Dit heeft ertoe geleid dat een aantal directe beleggingsholdings van in Nederland gevestigde beleggingsondernemingen hun zetel hebben verplaatst naar een niet EU-lidstaat.⁵¹ Een voorbeeld

49. In dit artikel bespreken wij niet de EU-moederbeleggingsonderneming in de zin van IFR. Dit is een holding die zelf ook een vergunning heeft als een beleggingsonderneming met een zetel in een EU-lidstaat die een deelneming heeft in een beleggingsonderneming. De EU-moe-

derbeleggingsonderneming valt onder regulier en geconsolideerd toezicht.

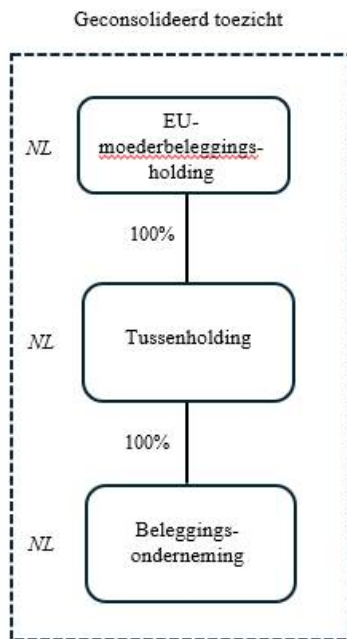
50. Artikel 4(57) IFR.

51. Zie ook Mr. L.G. Buiten en Drs. M. A. Wielinga Carvajal, ‘Hink-stap-sprong: hoe een beursgenoteerde vennoot-

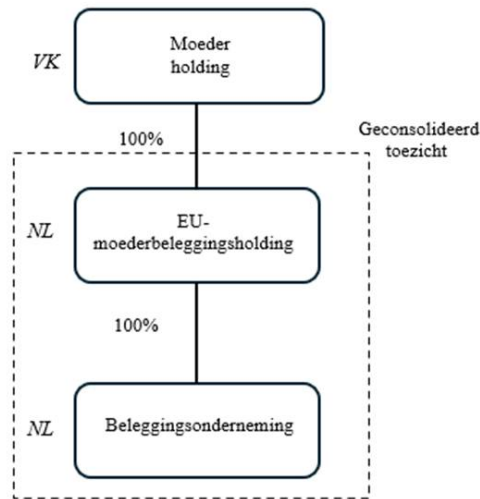
hiervan is Flow Traders, waarbij de holding haar zetel verplaatste van Nederland naar Bermuda.

Ter illustratie geven wij hierna één voorbeeld van een structuur met een EU-moederbeleggingsholding in een EU-lidstaat (figuur 1) en één voorbeeld van een structuur zonder een EU-moederbeleggingsholding in een EU-lidstaat (figuur 2).

Figuur 1 – een eenvoudige structuur van een holding met een zetel in Nederland, een tussenholding en een beleggingsonderneming. De hoogste holding kwalificeert als een EU-moederbeleggingsholding in de zin van IFR. De tussenholding niet, omdat die zelf weer dochteronderneming is van een beleggingsholding in een lidstaat.



Figuur 2 – een structuur van een holding met een zetel in het Verenigd Koninkrijk, een tussenholding met een zetel in Nederland en een beleggingsonderneming met een vergunning van de AFM. De tussenholding kwalificeert als een EU-moederbeleggingsholding in de zin van IFR. Zij is immers een beleggingsholding die niet zelf weer een dochteronderneming is van een beleggingsholding in een lidstaat.



3.2. Het toezicht op de EU-moederbeleggingsholding op basis van de ‘geconsolideerde situatie’

Als eenmaal vaststaat op het niveau van welke EU-moederbeleggingsholding geconsolideerd toezicht moet worden gehouden, is de vervolgvraag welke groepsondernemingen allemaal onder dat geconsolideerd toezicht vallen.

Zoals gezegd volgt uit artikel 7(1) IFR dat iedere EU-moederbeleggingsholding de verplichtingen die van toepassing zijn op de beleggingsonderneming op basis van hun ‘geconsolideerde situatie’ moeten naleven. De ‘geconsolideerde situatie’ is blijkens IFR de situatie die resulteert uit de toepassing van de vereisten van IFR op de EU-moederbeleggingsholding ‘alsof die onderneming samen met alle beleggingsondernemingen, financiële instellingen, nevendiensten verrichtende ondernemingen en verbonden agenten in de beleggingsondernemingsgroep één enkele beleggingsonderneming vormde’.⁵²

Voor de omvang van de consolidatie en de impact van het geconsolideerd toezicht is het dus cruciaal om vast te stellen welke (directe en indirecte) dochterondernemingen van de EU-moederbeleggingsholding zijn aan te merken als:

- beleggingsondernemingen,
- financiële instellingen,
- nevendiensten verrichtende ondernemingen; en
- verbonden agenten⁵³.

Immers, deze entiteiten zullen als onderdeel van de ‘beleggingsondernemingsgroep’ betrokken wor-

schap Europa kan verlaten’, *Tijdschrift Ondernemingsrechtpraktijk*, nr. 1, februari 2023, p. 20-26.

52. Zie artikel 4(12) jo artikel 4(11) IFR.

53. Voor de definitie van ‘verbonden agent’ verwijst IFR naar MiFID II. Onder MiFID II is een verbonden agent (ge-

parafraseerd) een persoon of entiteit die optreedt onder de volledige en onvoorwaardelijke verantwoordelijkheid van slechts één beleggingsonderneming beleggingsdiensten verleent.

54. Artikel 4(25) IFR.

den in het geconsolideerd toezicht. De definitie ‘beleggingsondernemingsgroep’ in IFR verwijst naar de groep van ondernemingen die bestaat uit een moederonderneming (de EU-moederbeleggingsholding) en haar dochteronderneming die voldoen aan artikel 22 van de Richtlijn jaarrekeningen (zie hiervoor).⁵⁴ De kring van te consolideren entiteiten is dus potentieel aanzienlijk.

Als gevolg van de hierboven in paragraaf 2.4 besproken verwachte herziening van IFR en IFD zullen meer ondernemingen kwalificeren als een financiële instelling en/of een nevendienst verrichtende onderneming in de zin van IFR. Dit zal ertoe leiden dat (i) meer ondernemingen zullen kwalificeren als een beleggingsholding, en (ii) meer ondernemingen worden betrokken in het geconsolideerd toezicht.

Daarbij geldt dat in de geconsolideerde situatie ook alle dochterondernemingen in derde landen, dus buiten de EU gevestigd, worden meegenomen die, indien zij in de EU waren gevestigd zouden moeten worden gezien als een beleggingsonderneming, financiële instelling, nevendiensten verrichtende onderneming of verbonden agent.⁵⁵

Nog even terug naar de ‘geconsolideerde situatie’. Dit is dus de situatie alsof de EU-moederbeleggingsholding samen met alle beleggingsondernemingen, financiële instellingen, nevendiensten verrichtende ondernemingen en verbonden agenten in de beleggingsondernemingsgroep één enkele beleggingsonderneming vormt. De financiële situatie van deze hypothetische en enkele beleggingsonderneming zal moeten worden vastgesteld aan de hand van de geconsolideerde jaarrekening opgesteld volgens de toepasselijke boekhoudkundige regels.

Het toezicht op geconsolideerde basis geeft inzicht in de - geconsolideerde - financiële positie en de risico’s van de EU-moederbeleggingsholding, dat wil zeggen het eigen vermogen, de kosten, de activa, van de alle geconsolideerde entiteiten gezamenlijk. Door dit inzicht wordt duidelijk of de holding in staat is om ervoor te zorgen dat de geconsolideerde beleggingsondernemingen voldoen aan de van toepassing zijnde kapitaaleisen.

3.3. Consoliderende toezichthouder

Bij internationale beleggingsondernemingsgroepen met ondernemingen in diverse landen rijst de vraag welke toezichthouder geconsolideerd toezicht moet houden. DNB is in beginsel belast met het toezicht op de naleving van de verplichtingen door de EU-moederbeleggingsholding op geconsolideerde basis als er een Nederlandse beleggingsonderneming in de groep zit met een vergunning op grond van artikel 2:96 Wft.⁵⁶

Voor het geconsolideerde toezicht door DNB maakt daarbij het niet uit of de EU-moederbeleggingsholding is gevestigd in Nederland of in een andere EU-lidstaat. Zo kan het zijn dat DNB toezicht houdt op de naleving van IFD en IFR door een in Nederland gevestigde beleggingsonderneming, én een in Duitsland gevestigde EU-moederbeleggingsholding.⁵⁷ Omgekeerd houdt DNB geen geconsolideerd toezicht op een in Nederland gevestigde EU-moederbeleggingsholding met een in Duitsland gevestigde beleggingsonderneming. Het geconsolideerde toezicht op deze beleggingsholding wordt dan uitgeoefend door de Duitse competente toezichthouder (de *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin)). Als twee of meer beleggingsondernemingen met een vergunning in twee of meer EU-lidstaten dezelfde EU-moederbeleggingsholding als moederonderneming hebben, wordt het toezicht op geconsolideerde basis uitgeoefend door de bevoegde autoriteit van de beleggingsonderneming waaraan een vergunning is verleend in de lidstaat waar de beleggingsholding is gevestigd.⁵⁸ Indien twee of meer beleggingsondernemingen met een vergunning in twee of meer EU-lidstaten dezelfde EU-moederbeleggingsholding als moederonderneming hebben en de beleggingsholding is gevestigd in een andere EU-lidstaat, dan wordt het toezicht op geconsolideerde basis uitgeoefend door de bevoegde autoriteit van de beleggingsonderneming met het hoogste balanstal.⁵⁹

4. Geconsolideerde toezichteisen

4.1. Inleiding

Hierboven hebben we vastgesteld op het niveau van welke beleggingsholding geconsolideerd toezicht gehouden wordt, en welke dochterondernemingen onder het geconsolideerd toezicht vallen. Zodra dat duidelijk is, blijft de vraag over wat dan de IFD en IFR eisen zijn waar de EU-moederbeleggingsholding zich op geconsolideerde basis aan moet houden. Dat bespreken we in dit hoofdstuk.

Op grond van artikel 7(1) en artikel 7(3) IFR moet de EU-moederbeleggingsholding op geconsolideerde basis voldoen aan het merendeel van de prudentiële eisen waar de beleggingsonderneming zich op solobasis ook aan moet houden.⁶⁰ Het betreft de volgende eisen:

- de samenstelling van het beschikbare eigen vermogen (deel 2 IFR);
- kapitaaleisen ten aanzien van het minimaal vereiste eigen vermogen (deel 3 IFR);
- het concentratierisico (deel 4 IFR);
- de vereiste liquiditeit (deel 5 IFR);

55. Zie artikel 4(12) jo artikel 4(11) IFR.

56. Artikel 46(2) IFD jo artikel 3:275 lid 2 Wft en artikel 3:274 lid 1 onder b Wft.

57. Artikel 46(2) IFD jo artikel 3:275 lid 2 Wft

58. Artikel 46(3) IFD jo artikel 3:275, lid 2 Wft.

59. Artikel 46(5) IFD jo artikel 3:275, lid 2 Wft.

60. Het betreft de eisen zoals opgenomen in de delen twee, drie, vier, vijf, zes en zeven van IFR.

- eisen met betrekking tot publieke openbaarmaking van informatie (deel 6 IFR); en
- periodieke rapportages aan DNB (deel 7 IFR).

Deze technische prudentiële eisen dient de EU-moederbeleggingsholding dus op basis van haar 'geconsolideerde situatie' na te leven. Daarbij moeten de relevante financiële gegevens, balans en winst- en verliesrekening worden opgesteld alsof die onderneming samen met alle in de beleggingsondernemingsgroep vallende dochterondernemingen *één enkele beleggingsonderneming* vormt. Deze geconsolideerde cijfers dienen dan te worden gebruikt voor de naleving van de relevante regels op geconsolideerde basis. De Gedelegeerde Verordening Consolidatie bevat meer precieze regels over hoe dergelijke eisen op geconsolideerde basis worden berekend.⁶¹

Op de EU-moederbeleggingsholding zijn niet alleen kapitaaleisen, maar ook governance-eisen van toepassing. Artikel 7(1) IFR bevat bijvoorbeeld eis dat de voor consolidatie vereiste gegevens naar behoren worden verwerkt en doorgeleid. Daarnaast bevat IFD ook de regel dat beleggingsondernemingen aan de governance-eisen waaraan zij zich op solo-basis moeten houden op geconsolideerde basis moeten voldoen.⁶²

Bij de toepassing van de IFD en IFR regels (zowel op solo als op geconsolideerde basis) is het van groot belang of de dochter-beleggingsonderneming kwalificeert als een zogenoemde Class 2 of een Class 3 beleggingsonderneming. Kort gezegd is een Class 3 beleggingsonderneming een 'kleine en niet-verweven beleggingsonderneming' die niet aan één van de kwantitatieve omvang-gerelateerde voorwaarden van artikel 12(1) IFR voldoet.⁶³ Een beleggingsonderneming die wel aan die voorwaarden voldoet is een Class 2 beleggingsonderneming. Met het oog op proportionaliteit hebben Class 3 beleggingsonderneming te maken met aanzienlijk minder vereisten op grond van IFR en IFD. Zo is de berekening van het vereiste eigen vermogen minder gedetailleerd en is een groot aantal governance-bepalingen niet van toepassing.⁶⁴

Hierna gaan wij beknopt en op hoofdlijnen in op de hierboven genoemde doorlopende geconsolideerde eisen voor een EU moederbeleggingsholding. We bespreken daarbij de eisen die gelden ten aanzien van een Class 2 beleggingsonderneming als dochteronderneming.⁶⁵

4.2. Kapitaaleisen

4.2.1. Minimum vereist eigen vermogen

Het minimum eigen vermogen dat een EU-moederbeleggingsholding moeten aanhouden, wordt bepaald door berekening van (i) het permanente minimumkapitaalvereiste, (ii) het vastekostenvereiste, en (iii) het k-factor-vereiste.⁶⁶ Het bedrag dat als hoogste uit de berekening komt, geldt als het vereiste minimum eigen vermogen dat de EU-moederbeleggingsholding moet aanhouden. De wijze van de berekening van deze elementen wordt nader behandeld in artikel 9 tot en met artikel 11 van de Gedelegeerde Verordening Consolidatie.⁶⁷ Hierna bespreken we de afzonderlijke elementen.

i. Geconsolideerd permanent minimumkapitaalvereiste

Om te beginnen met het permanente minimumkapitaalvereiste. Het permanente minimumkapitaalvereiste voor een beleggingsonderneming hangt af van de diensten en de activiteiten van de beleggingsonderneming. Het hoogste permanente minimumkapitaalvereiste voor bijvoorbeeld een beleggingsonderneming die handelt voor eigen rekening bedraagt EUR 750.000. Als de beleggingsonderneming geen gelden of effecten van cliënten aanhoudt, maar enkel orders ontvangt en doorgeeft of beleggingsadvies verstrekt, dan is dit vereiste EUR 75.000.⁶⁸

Artikel 9 Gedelegeerde Verordening Consolidatie bepaalt daarbij dat het geconsolideerde permanente minimumkapitaalvereiste dat op het niveau van de EU-moederbeleggingsholding moet worden aangehouden gelijk is aan de som van:

- het permanente minimumkapitaalvereiste op individueel niveau van de beleggingsondernemingen die onder de reikwijdte van de prudentiële consolidatie vallen; en
- het wettelijke aanvangskapitaal/permanente minimumkapitaalvereiste van de andere financiële ondernemingen die onder de reikwijdte van de prudentiële consolidatie vallen (waaronder fondsbeheerders, betalingsinstellingen en elektronisch geldinstellingen).

ii. Geconsolideerd vastekostenvereiste

Het vastekostenvereiste (VKV, ook wel aangeduid als

61. Zie Artikel 6-11 Gedelegeerde Verordening Consolidatie.

62. Zie Artikel 25(4) IFD.

63. Zie Artikel 12(1) IFR. De voorwaarden omvatten bijvoorbeeld de *assets under management* (AUM – minder dan EUR 1,2 miljard). Deze eisen worden overigens alleen op basis van de individuele beleggingsonderneming(en) in een groep berekend, en niet op basis van de geconsolideerde situatie.

64. Zie Artikel 25(1) IFD en Artikel 11(2) IFR.

65. In afwijking van de in dit artikel genoemde consolidatie door de EU-moederbeleggingsholding op grond van artikel 7 IFR, kan DNB worden verzocht om toepassing

van het groepskapitaal criterium op grond van artikel 8 IFR. Het groepskapitaal criterium kan worden toegepast bij eenvoudige groepsstructuren, mits er van de groep waartoe de beleggingsholding en de beleggingsonderneming hoort geen significante risico's zijn voor cliënten of de markt. Wij bespreken het groepskapitaal criterium verder in dit artikel niet.

66. Artikel 11 IFR. Voor een Class 3 beleggingsondernemingsgroep is de k-factor-eis niet van toepassing.

67. Artikel 8 Gedelegeerde Verordening Consolidatie.

68. Artikel 14 IFR jo artikel 9 IFD. Zie ook artikel 48 Besluit prudentiële regels Wft.

fixed overheads requirement of FOR) is vrij eenvoudig te berekenen en bedraagt kort gezegd een kwart van de vaste kosten van een beleggingsonderneming over het voorafgaande boekjaar.⁶⁹ Voor het berekenen van de geconsolideerde kosten worden de cijfers uit de meest recente en (indien beschikbaar) gecontroleerde winst- en verliesrekening gebruikt. Bij het vaststellen van het VKV mogen enkele aftrekposten in overweging worden genomen, zoals winstge-relateerde bonussen en bepaalde eenmalige buitengewone kosten.⁷⁰ In een andere gedelegeerde verordening is een nadere invulling gegeven aan de berekening van het VKV.⁷¹ De VKV baseert zich dus wel altijd op wat 'verouderde', gerealiseerde, cijfers van het vorige jaar. DNB kan om die reden het VKV en het aan te houden kapitaal trouwens verhogen als de geprognosticeerde kosten in een jaar materieel (30% of EUR 2 miljoen) wijzigen ten opzichte van het boekjaar ervoor.⁷²

Artikel 10 Gedelegeerde Verordening Consolidatie bepaalt dat een EU-moederbeleggingsholding haar geconsolideerde VKE berekent op basis van haar geconsolideerde uitgavencijfers samengesteld conform het toepasselijke kader voor geconsolideerde financiële verslaggeving. Bij gebrek aan dergelijke geconsolideerde uitgavencijfers zijn de geconsolideerde vaste kosten gelijk aan de som van:

1. de uitgaven van de EU-moederbeleggingsholding, op individueel niveau; en
2. de uitgaven van de relevante dochteronderneming, op individueel niveau, die worden geconsolideerd.

iii. *Geconsolideerd k-factor-vereiste*

Het k-factor-vereiste bestaat uit drie sub-risicocategorieën van k-factoren die voor elke specifieke beleggingsonderneming anders kunnen zijn:⁷³

– Risk-to-Client (RtC):

- K-AUM: assets under management;
- K-CMH: gehouden cliëntengelden;
- K-ASA: bewaarde en geadmistreerde activa; en
- K-COH: behandelde cliëntenorders.

– Risk-to-Market (RtM):

- K-NPR: netto positierisico; of
- K-CMG: (mits toegestaan door de bevoegde toezichthouder) een K-factor gebaseerd op alle onder clearing vallende posities of portefeuille.

– Risk-to-Firm (RtF)

- K-TCD: risico van het falen van de transactiewederpartij;
- K-CON: concentratierisico boven bepaalde drempelwaarden; en
- K-DTF: dagelijkse waarde van transacties in eigen naam.

Deze factoren kwantificeren de specifieke risico's die een bepaalde beleggingsonderneming loopt. De exacte berekening van deze afzonderlijke k-factoren blijkt uit specifieke artikelen in IFR. In hoofdlijnen wordt telkens het bedrag dat de onderneming aan een bepaalde k-factor heeft vermenigvuldigd met een voor die k-factor bepaald coëfficiënt. Welke k-factoren relevant zijn hangt dan ook af van de precieze diensten en de activiteiten van de beleggingsonderneming en de omvang daarvan.

Bijvoorbeeld: een vermogensbeheerder met EUR 4 miljard aan Assets Under Management (K-AUM) moet dit bedrag vermenigvuldigen met 0,02%. Dat betekent dat voor die K-AUM EUR 800.000 aan eigen vermogen moet worden aangehouden.

Kort gezegd bevat artikel 11 Gedelegeerde Verordening Consolidatie een aantal specifieke bepalingen die per K-factor aangeven hoe het geconsolideerde bedrag voor een K-factor moet worden berekend, en welke ondernemingen in de beleggingsondernemingsgroep daarin moeten worden betrokken. De EU-moederbeleggingsholding dient de som van deze K-factoren aan te houden.

4.2.2. *Aanwezig eigen vermogen*

Als is vastgesteld wat het toepasselijke geconsolideerde vereiste eigen vermogen is dat de EU-moederbeleggingsholding moet aanhouden (op basis van het bovenstaande), dient te worden vastgesteld of die beleggingsholding ook daadwerkelijk voldoende aanwezig toetsingsvermogen heeft. Hieronder bespreken we beknopt welke passiva bestanddelen op de balans van de onderneming als dergelijk toetsingsvermogen kwalificeren.⁷⁴ Dit is een in de praktijk bijzonder relevant punt, omdat het niet evident is dat het kapitaal van de beleggingsholding aan de relevante eisen voldoet. Vaak is de kapitaalstructuur van een beleggingsholding immers niet ingericht op het voldoen aan de geconsolideerde kapitaal-eisen onder IFR.

Het minimumkapitaal dat een beleggingsonderneming moet aanhouden bestaat uit de som van tier 1-kernkapitaal (*Common Equity Tier 1* (CET1)), aan-

69. Artikel 13 IFR.

70. De berekening van de VKV is momenteel een specifiek aandachtspunt van DNB. Over de vaststelling van het vastekostenvereiste zie de website van DNB: [www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sector-en/beleggingsinstellingen/prudentieel-toezicht/berekening-vaste-kostenvereiste/](http://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sector-en/beleggingsinstellingen/prudentieel-toezicht/bereken-ing-vaste-kostenvereiste/).

71. Zie de Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1455 met betrekking tot technische reguleringsnormen voor eigenvermogensvereisten voor ondernemingen op basis van vaste kosten.

72. Artikel 13(2) IFR en artikel 3 van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1455.

73. Artikel 15 IFR jo artikel 16 – 24 IFR.

74. Over dit onderwerp valt enorm veel te zeggen. Wij beperken ons slechts tot de hoofdlijnen.

vullend tier 1-kernkapitaal (*Additional Tier 1*, (AT1)) en tier 2-kernkapitaal (*Tier 2* (T2)).⁷⁵ Welke vermogensbestanddelen als CET1 kapitaal, AT1 kapitaal en T2 kapitaal mogen worden meegenomen volgt – net als voor banken en andere financiële ondernemingen met een minimum eigenvermogens eis – uit CRR.⁷⁶ We bespreken hieronder alleen de belangrijkste vorm van kapitaal: CET1.

CET1 kapitaal is het meest verlies-absorberende kapitaal dat een onderneming beschikbaar heeft. Op grond van artikel 26 CRR bestaat dat kort gezegd uit (i) ‘gewoon’ aandelenkapitaal, (ii) daarop gestort agio, en (iii) vrij uitkeerbare en goedgekeurde winst-reserves (conform de toepasselijke accounting-regels).

Om ‘gewoon’ aandelenkapitaal als CET1 mee te kunnen tellen, moeten deze aandelen voldoen aan de strikte eisen van artikel 28 CRR.⁷⁷ Op grond van deze eisen tellen de aandelen alleen mee als CET1 als ze volledig achtergesteld, permanent en verlies-absorberend zijn. Dat betekent bijvoorbeeld dat ze als allerlaatste in rang moeten komen, geen verplichtingen tot dividenduitkering bevatten, geen preferente (uitkerings)rechten bevatten en dat er geen vervoegde opeisbaarheid is.⁷⁸ DNB vat dat - in één van haar rapporten voor de sector van beleggingsondernemingen - samen door te stellen dat de rechten van de CET1-aandeelhouders ‘*pro rata*’ en ‘*pari passu*’ moeten zijn.⁷⁹

Niet alleen de aandelen zelf, maar ook de onderlinge overeenkomsten tussen de aandeelhouders en de onderneming moeten voldoen aan de eisen van artikel 28 CRR. DNB is daar zeer streng op en ziet zich daarbij gesteund door artikel 79a CRR. Dat artikel bevat een anti-omzeilingsbepaling. Het bepaalt dat instellingen bij het beoordelen of een aandeel als CET1 kwalificeert rekening moeten houden met de wezenlijke kenmerken van instrumenten, en niet alleen met de juridische vorm ervan. Bij het beoordelen van die wezenlijke kenmerken moet worden gekeken naar alle regelingen in verband met de aandelen, zelfs als die niet uitdrukkelijk worden vermeld in de voorwaarden van de aandelen zelf (de statuten). Het doel hiervan is om te bepalen of de ‘gecombineerde economische gevolgen’ van zulke regelingen stroken met de doelstelling van de kwaliteitseisen aan de aandelen.

In de praktijk is dit een erg relevant en impactvol on-

derwerp. Zo is het bijvoorbeeld in de private equity en venture capital wereld zeer gebruikelijk dat er liquidatie preferentie wordt afgesproken in investeringsrondes tussen aandeelhouders. Daarbij krijgen de latere investeringsfondsen ten opzichte van de eerdere investeerders (waaronder vaak de oprichters) een preferentie bij een exit of een liquidatie van de onderneming tot de hoogte van het door hen geïnvesteerde bedrag. Een dergelijke afgesproken preferentie leidt er volgens DNB over het algemeen toe dat het aandelenkapitaal niet aan de genoemde kwaliteitseisen voldoet en daardoor niet meegeteld kan worden als CET1.⁸⁰

DNB gaat ook regelmatig over tot diskwalificatie van aandelenkapitaal (en daarop gestort agio) als CET1. Bijvoorbeeld als DNB vindt dat er een te grote – on-eigenlijke – druk op de onder toezicht staande entiteit rust om dividenden uit te keren. Denk daarbij bijvoorbeeld aan een scenario waarin een aandeelhouder van de entiteit een materiële lening is aangegaan die alleen maar kan worden terugbetaald door middel van hoge dividenduitkeringen door de entiteit. DNB is hier dus als gezegd zeer streng op en past de vereisten in de praktijk erg ruim toe.⁸¹ We laten hier onbesproken of deze ruime uitleg van DNB juridisch juist is.

De kwaliteitseisen en de toepassing van deze eisen door DNB zijn vaak problematisch voor EU-moederbeleggingsondernemingen die onder geconsolideerd toezicht (komen te) staan. Over het algemeen zijn deze holdings en hun kapitaalstructuur niet met de IFR-kapitaaleisen in het achterhoofd ingericht. Dat is vaak een kwestie van historie – voor de inwerking-treding van IFD/IFR in 2021 golden de consolidatieregels voor beleggingsondernemingen nog maar beperkt – en van onbekendheid van de betreffende instelling (en haar adviseurs) met de consolidatie-eisen, kwaliteitseisen voor kapitaal en DNB’s strenge lezing daarvan.⁸²

4.2.3. Liquiditeitsvereiste

Op grond van artikel 7(3) IFR geldt het liquiditeitsvereiste voor beleggingsondernemingen ook voor de EU-moederbeleggingsholding op geconsolideerde basis. Beleggingsondernemingen moeten liquide activa aanhouden voor een bedrag dat ten minste gelijk is aan één derde van de VKV (dus één maand aan

75. Het aan te houden minimum kapitaal bestaat voor 56% of meer uit tier 1-kernkapitaal, en voor 75% of meer uit tier 1-kernkapitaal en aanvullend tier 1-kernkapitaal. Het overige kapitaal (< 25%) mag bestaan uit tier 2-kernkapitaal. Zie artikel 9(1) IFR.

76. Zie Artikel 9 IFR.

77. Zie ook B. Joosen, Kwalitatieve kapitaalvereisten voor financiële ondernemingen. Tijdschrift voor Financieel Recht, 2020(5), 203-215.

78. Zie voor de volledige lijst met eisen, artikel 28 CRR.

79. Zie DNB’s Kapitaalonderzoek 2021: <https://www.dnb.nl/media/2s2m0dsv/kapitaalonderzoek-2021.pdf>. Zie voor de uitleg van de eisen van artikel 28 CRR ook de EBA

Opinion on CRR review for own funds (EBA/OP/2017/07), en het EBA Report on monitoring of CET1 instruments issued by EU institutions of 8 December 2021 (EBA/REP/2021/36).

80. Zie bijvoorbeeld <https://finnius.com/ceci-nest-pas-cet1-dnb-behandeling-aandelen-met-liquidatiepreferentie/>.

81. Zie DNB’s Kapitaalonderzoek 2021. Eventuele aftrekposten van het CET1 kapitaal op basis van artikel 36 CRR laten wij hier onbesproken.

82. Zie voor de historie van het uitbreiden van de verplichting tot geconsolideerd toezicht door IFD/IFR: B.J. Nieuwenhuijzen, Prudential regulation of investment firms in the European Union, (2021), p. 57-61.

vaste kosten).⁸³ Als er een liquiditeitstekort is moet een melding worden gedaan aan DNB, die maatregelen kan treffen.

De volgende activa van de onderneming tellen in elk geval mee als liquide activa:⁸⁴

1. Onbezwaarde korte termijndeposito's aangehouden bij een bank.
2. Contante geldmiddelen (bijvoorbeeld in een bankrekening).

Het doel van dit liquiditeitsvereiste is om ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen ordentelijk kunnen blijven functioneren in tijden van stress (doorbetalen van vaste kosten waaronder huur en loon).⁸⁵ Voor beleggingsondernemingen is deze liquiditeitseis in IFR nieuw ten opzichte van CRR.

EU-moederbeleggingsholdings dienen voldoende liquide activa te hebben op hun geconsolideerde balans om te voldoen aan de liquiditeitseis. Dat vereiste wordt voor de EU-moederbeleggingsholding berekend aan de hand van haar geconsolideerde VKE.

Voor EU-moederbeleggingsholdings bestaat de mogelijkheid tot vrijstelling van deze liquiditeitseisen op geconsolideerd niveau, rekening houdend met de aard, schaal en complexiteit van de groep.⁸⁶

4.3. Interne governance-eisen

Naast geconsolideerde kapitaaleisen, zijn er op de EU-moederbeleggingsholding ook geconsolideerde governance-eisen van toepassing. Die bespreken wij hieronder beknopt.

Op grond van artikel 7(1) IFR dient de EU-moederbeleggingsholding te beschikken over een deugdelijke organisatiestructuur en passende mechanismen voor interne controle. Daarbij moet de EU-moederbeleggingsholding ervoor zorgen dat alle dochterondernemingen binnen de beleggingsondernemingsgroep regelingen, processen en mechanismen hanteren die een deugdelijke consolidatie door de EU-moederbeleggingsholding conform IFR garanderen. Dit geldt ook voor alle dochterondernemingen die onder het geconsolideerde toezicht vallen (dus naast de beleggingsonderneming ook bijvoorbeeld de financiële instellingen, nevendienst verrichtende ondernemingen en verbonden agenten in de groep). De dochterondernemingen moeten de EU-moederbeleggingsholding in staat stellen om te voldoen aan

IFR en IFD, zodanig dat de EU-moederbeleggingsholding dit ook kan aantonen.

Verder volgt uit artikel 25(4) IFD⁸⁷ dat de governance-eisen van artikel 26 tot en met artikel 35 IFD niet alleen solo door de beleggingsonderneming moeten worden toegepast, maar ook op geconsolideerde basis op de EU-moederbeleggingsholding en haar mee te consolideren dochterondernemingen.⁸⁸ Dit geldt ook voor de EBA Richtsnoeren voor interne governance onder IFD.⁸⁹ Het is hierbij belangrijk om op te merken dat deze IFD governance-eisen niet gelden voor Class 3 beleggingsondernemingen.⁹⁰

De eisen 26 tot en met 35 IFD zien onder meer op (i) interne governance, (ii) risicobeheersing en (iii) beloning.⁹¹ Hoe beleggingsondernemingen op geconsolideerde basis aan deze governance-eisen moeten voldoen wordt verder in detail uitgewerkt in de EBA Richtsnoeren voor interne governance onder IFD.

Op basis van artikel 26 IFD dient de beleggingsonderneming, en dus ook de EU-moederbeleggingsholding op geconsolideerde basis, een deugdelijke interne governance structuur te hebben.⁹² Zo dient de beleggingsondernemingsgroep te beschikken over een duidelijke organisatiestructuur met transparante en samenhangende verantwoordelijkheden, doeltreffende processen voor de detectie, het beheer, de monitoring en de rapportage van risico's waaraan de onder geconsolideerd toezicht staande ondernemingen (kunnen) staan blootgesteld, passende interne controlemechanisme, waaronder degelijke administratieve en boekhoudkundige procedures en beleidslijnen en praktijken op het gebied van beloning. Deze structuur dient ook de mee te consolideren dochterondernemingen te betreffen.

Artikel 28 IFD bepaalt welke eindverantwoordelijkheden en taken het bestuur van een beleggingsonderneming – en daarmee het bestuur van de EU-moederbeleggingsholding – heeft met betrekking tot het risicobeheer van de beleggingsonderneming.⁹³ Artikel 29 IFD bepaalt vervolgens dat de beleggingsonderneming – ook op geconsolideerd niveau – solide strategieën, beleidslijnen, processen en systemen beschikken om haar verschillende risicotypen te identificeren, te meten, te beheren en te monitoren.

Artikel 30 en artikel 32 bevatten verder de specifieke beloningsregels - die ook op geconsolideerd niveau moeten worden toegepast. Artikel 30 IFD bevat de beginselen voor de vaststelling en het toepassen van beloningsregels binnen de beleggingsonderneming.

83. Artikel 43 IFR.

84. Zie de verschillende activa genoemd in artikel 43 IFR.

85. Zie Recital 28 IFR.

86. Artikel 7(4) IFR.

87. Zoals geïmplementeerd in artikel 3:269(3) Wft.

88. De governance-consolidatie is niet van toepassing op dochterondernemingen in derde landen als de moederonderneming tegenover de bevoegde autoriteiten kan aantonen dat de toepassing van deze afdeling onrechtmatig is volgens de wetten van het derde land waar deze dochterondernemingen zijn gevestigd (artikel 25(4) IFD).

89. Zie EBA/GL/2021/14, paragraaf 9 van de EBA Richtsnoeren voor interne governance onder IFD.

90. Zie artikel 25(1) IFD.

91. De artikelen 26 tot en met 32 IFD zijn reeds geïmplementeerd in onder meer artikel 3:17, eerste lid en tweede lid, onderdeel c, Wft en een groot aantal artikelen in het Bpr.

92. Deze bepaling is geïmplementeerd in artikel 3:17(2)(c) Wft en artikel 23a Bpr.

93. Deze bepaling is geïmplementeerd in artikel 3:17(2)(c) Wft en artikel 23b Bpr.

Artikel 32 IFD bevat de vereisten voor de variabele beloning. Deze vereisten zijn geïmplementeerd in de Wft en de Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2021.⁹⁴

Verder moet als sluitstuk van de governance-bepalingen nog worden opgemerkt dat een beleggingsonderneming haar zogenaemde *Internal capital adequacy assessment process and internal risk-assessment process* (ICARAP) ook op een geconsolideerde basis moet opstellen.⁹⁵ Op grond van artikel 24 IFD moet een beleggingsonderneming beschikken over solide, doeltreffende en alomvattende regelingen, strategieën en processen voor de permanente evaluatie en instandhouding van de bedragen, de samenstelling en de verdeling van het interne kapitaal en de liquide activa om de aard en de omvang van de risico's te dekken (a) die zij voor anderen kunnen inhouden en (b) waaraan de beleggingsondernemingen zelf blootstaan of kunnen worden blootgesteld.⁹⁶ Op basis van dit specifieke proces bekijkt een beleggingsonderneming aan welke risico's zij – individueel en (indien van toepassing) geconsolideerd – is blootgesteld en of zij daarvoor voldoende kapitaal aanhoudt.

De ICARAP is een van de belangrijkste documenten waar DNB haar prudentieel toezicht op een beleggingsonderneming op baseert. DNB doet periodiek onderzoek naar een beleggingsonderneming – het *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) – en kijkt daarbij vooral naar de accuraatheid en volledigheid van de ICARAP.⁹⁷ Als gevolg van een dergelijke SREP kan de competente toezichthouder besluiten tot diverse aanvullende maatregelen. Daarbij valt te denken aan het opleggen van een hogere 'pillar 2'-kapitaaleis, of een kwalitatieve maatregel zoals het laten verscherpen van de interne governance.⁹⁸ De toezichthouder houdt hierbij dan ook uitdrukkelijk rekening met de voor de specifieke beleggingsonderneming van toepassing zijnde geconsolideerde situatie.

4.4. Toetsing van bestuurders en commissarissen

Tot slot is het van belang om op te merken dat de bestuurders en (eventueel) de commissarissen van de beleggingsholding getoetst worden op betrouwbaarheid én geschiktheid.⁹⁹ Zij kunnen dan ook pas worden benoemd na goedkeuring van DNB, en kunnen door DNB opnieuw worden getoetst. Het spreekt voor zich dat een dergelijke (her)toetsing veel impact heeft op de individuele bestuurders en commissarissen.

De toetsing van geschiktheid is gekoppeld aan een specifieke functie, in dit geval van bestuurder (of commissaris) van een EU-moederbeleggingsholding.

Dit betekent dat een bestuurder (of commissaris) geschikt moet zijn in verband met de uitoefening van het bedrijf van de beleggingsholding, en van de tot de desbetreffende richtlijn groep behorende gereglementeerde entiteiten.¹⁰⁰ Zij hoeven dan ook uitdrukkelijk niet geschikt te zijn om die rol te vervullen bij de specifieke beleggingsonderneming.

5. Tot slot

We begonnen dit artikel met de opmerking dat beleggingsholdings en geconsolideerd toezicht de afgelopen jaren opvallend weinig aandacht hebben gehad in de literatuur, maar tegelijkertijd wel de focus hebben van DNB. Dit merken wij ook in de praktijk.

De kwalificatie van een moederonderneming van een Nederlandse beleggingsonderneming als een EU-moederbeleggingsholding, waardoor er geconsolideerd toezicht onder IFR ontstaat, én het bepalen van de groep dochterondernemingen die onder dat geconsolideerde toezicht vallen, is complex en de uitkomst heeft grote impact.

We raden beleggingsondernemingen daarom aan om zorgvuldig te analyseren of er in de groep sprake is van een EU-moederbeleggingsholding, en welke ondernemingen deel uitmaken van de consolidatiekring. Op korte termijn zal daarbij ook rekening moeten worden gehouden met de aanstaande herziening van IFR en IFD. Daardoor zal er bijvoorbeeld waarschijnlijk eerder sprake zijn van geconsolideerd toezicht.

Ook raden we groepen, die door een overname of een vergunningaanvraag voor het eerst een beleggingsonderneming in de groep krijgen, aan er alert op te zijn dat die beleggingsonderneming tot geconsolideerd toezicht op (een deel van) die groep kan leiden. Dat wordt in de praktijk vaak te laat gesignaleerd.

Het geconsolideerde prudentiële toezicht vindt enkel plaats op het niveau van een EU-moederbeleggingsholding; die dus gevestigd is in een EU-lidstaat. Een moederonderneming die niet haar zetel in een EU-lidstaat heeft, triggert dan ook op dat niveau geen geconsolideerd toezicht. Het toepasselijke *regulatory regime*, en dan met name de geconsolideerde kapitaal- en governance-eisen die gelden, is dan ook de voornaamste reden dat topholdings van een beleggingsonderneming er vaker voor kiezen om te verhuizen naar een jurisdictie buiten de EU. Om de impact van het geconsolideerde toezicht te beperken kan ook worden gekeken naar andere vormen van herstructurering van een groep waarin

94. Zie hoofdstuk 1.7 Wft.

95. Zie de Joint EBA and ESMA Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) under Directive (EU) 2019/2034 (EBA/GL/2022/09), paragraaf 121.

96. Geïmplementeerd in artikel 24a1 Bpr.

97. Zie artikel 36 IFD, geïmplementeerd in artikel 3:18aa Wft.

98. Zie artikel 39 IFD, geïmplementeerd in artikel 3:111a.0 Wft. Zie ook Gedelegeerde Verordening (EU) 2023/1668.

99. Zie artikel 52 IFD jo 3:271 Wft en 3:272 Wft.

100. Artikel 3:271 Wft.

een beleggingsonderneming zit. Denk daarbij bijvoorbeeld aan het 'apart zetten' van een beleggingsonderneming onder een eigen moederonderneming die rechtstreeks door de directe minderheidsaandeelhouders wordt gehouden. Daardoor wordt het geconsolideerd toezicht beperkt tot die beleggingsonderneming en haar directe eigen EU-moederbeleggingsholding (en vallen de overige groepsondernemingen niet onder het geconsolideerd toezicht).

De impact van geconsolideerd toezicht op een beleggingsondernemingsgroep moet niet worden onderschat. Wij hopen dat dit artikel een goede basis biedt voor een analyse van de toepasselijkheid van geconsolideerd toezicht op een beleggingsonderneming én de gevolgen daarvan.