

1 INLEIDING, KERNBEGRIPPEN EN ROL ESMA

1 INLEIDING

1.1 *Inhoud van dit boek*

101. Inhoud van dit boek – De bescherming van beleggers heeft haar beslag gekregen door een beleggingsonderneming – zijnde een onderneming die een of meer beleggingsdiensten verleent en/of beleggingsactiviteiten verricht – aan strenge regels te onderwerpen. Deze zijn erop gericht dat er voldoende en adequate informatie wordt verstrekt en dat de personen die betrokken zijn bij een beleggingsonderneming niet alleen deskundig en betrouwbaar zijn, maar ook zorgen voor een zodanige bedrijfsvoering dat belangenconflicten worden voorkomen en aan cliënten een adequate dienstverlening wordt verleend. Het systeem is, kort gezegd, dat het – tenzij wordt voldaan aan gedetailleerde regels – verboden is in Nederland beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten. Deze omschrijving geeft in een notendop de kern van dit boek weer, dat is opgebouwd uit de volgende hoofdstukken:

- hoofdstuk 1: Inleiding en kernbegrippen;
- hoofdstuk 2: Uitzonderingen en vrijstellingen van de vergunningplicht en de daarbij toepasselijke regels;
- hoofdstuk 3: Vergunningeisen, vergunningaanvraag en reikwijdte van de vergunning;
- hoofdstuk 4: Regels voor beleggingsondernemingen met een AFM-vergunning;
- hoofdstuk 5: Orderverwerking, exploitatie van MTF en OTF en DLT-verordening;
- hoofdstuk 6: Grensoverschrijdende dienstverlening en samenwerking toezichthouders;
- hoofdstuk 7: Europese en nationale regeling voor datarapporteringsdienstverleners;
- hoofdstuk 8: Toezicht en handhaving.

Gelet op de elkaar snel opvolgende ontwikkelingen op het terrein van de Europese en Nederlandse regelgeving voor de actoren op de financiële markten – ook op het terrein van de regelgeving met betrekking tot beleggingsondernemingen – is er bijna niet aan te ontkomen om dit boek af te sluiten met een hoofdstuk ‘Europese en nationale ontwikkelingen: toekomstig recht’: hoofdstuk 9.

102. Onderwerpen of regels die buiten beschouwing blijven – Het toezicht op en de handhaving van de in dit boek beschreven regels blijven buiten beschouwing, aangezien dit onderwerp uitvoerig is behandeld in *Deel I 2022*/hoofdstukken 5 en 6.¹ Hierop is in hoofdstuk 8 een uitzondering gemaakt ten aanzien van die regels die specifiek zijn voor beleggingsondernemingen. De meeste kredietinstellingen (banken) oefenen naast het bancaire bedrijf ook het bedrijf van beleggingsonderneming uit door het verlenen van één of meer beleggingsdiensten en/of door het verrichten van één of meer beleggingsactiviteiten. Dit is de categorie ‘bankbeleggingsondernemingen’ die in dit boek slechts zijdelings aan de orde komt in het kader van de uitzondering op de vergunningplicht voor beleggingsondernemingen en de regels die in dat verband van toepassing zijn. Beleggingsondernemingen zijn door de IFR ingedeeld in drie categorieën beleggingsondernemingen, op grond waarvan systeemrelevante beleggingsondernemingen worden aangemerkt als ‘bank’ (403). Deze categorie beleggingsondernemingen komt eveneens slechts zijdeling aan de orde. Het nieuwe Deel V, dat eveneens in 2023 zal verschijnen, is geheel gewijd aan banken.

Buiten beschouwing blijven ook de nationale en Europese regels voor de afwikkeling van een beleggingsonderneming.² Dat geldt ook voor de nationale en Europese regels die niet specifiek zijn gericht tot beleggingsondernemingen maar wel van toepassing zijn, zoals de antiwitwas-wetgeving, de sanctiewet- en regelgeving en de anti-misbruikregelgeving; of regels die van toepassing kunnen zijn op beleggingsondernemingen, zoals de kapitaalmarktregels, en de toekomstige Wet inzake digitale markten (‘Digital Markets Act’: DMA),³ een Europese verordening die ziet op de regulering van digitale platforms en de toekomstige Wet inzake digitale diensten (‘Digital Services Act’: DSA), een Europese Verordening die betrekking heeft op de voorwaarden voor de verlening van innovatieve digitale diensten op de interne markt.⁴ De kapitaalmarktregels die zijn opgenomen in deel 5 Wft en de anti-misbruikregelgeving, zijn uitvoerig behandeld in *Deel II 2022*-Effectenuitgevende instellingen. Wel wordt aan enkele regels van de anti-misbruikregelgeving aandacht besteed, zoals

1 Zie ook M. van Eersel, *Handhaving in de financiële sector*, Recht en Praktijk nr. FR 11, Deventer: Wolters Kluwer 2022 en T.M. Sanders, *Handboek toezicht, handhaving en invordering*, Den Haag: Boom juridisch 2022.

2 Zie hierover: M.L. Lousse, ‘De afwikkeling van beleggingsondernemingen’, in: D. Busch & C.W.M. Lieverse (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en Recht, Deel 112-I, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 443-492. Zie ook de nadien in afdeling 3.5.1 Wft ‘Bijzondere maatregelen ten aanzien van banken, beleggingsondernemingen, betaalinstanties, elektronischgeldinstellingen, financiële holdings en gemengde financiële holdings’ ingevoerde artikelen 3:18aa Wft, 3:111a.0 Wft en 3:111aa.0 Wft: Implementatiewet IFD, *Staatsblad* 2021/463, *Kamerstukken* 2020-2021, 35 783.

3 Zie hierover onder meer M. Dolmans, H. Mostyn & E. Kuivalainen, ‘Rigid is unjust. The EU’s Digital Markets ACT should include an express proportionality safeguard’, *Ondernemingsrecht* 2022/13.

4 Zie hierover onder meer: M. Eifert, A. Metzger, H. Schweitzer & G. Wagner, ‘Taming the giants: The DMA/DSA Package’, *Common Market Law Review* 2021, p. 987-1028 en I.S. Wuisman, ‘De cyberjurisdictie van Facebook/Meta Platforms, Inc. Van dominantie naar verantwoordelijke beleids- en (algoritmische) besluitvorming binnen een grote platformonderneming’, *Ondernemingsrecht* 2022/10.

de regeling omtrent beleggingsaanbevelingen, marktpeilingen en de zogeheten ‘klikplicht’ voor beleggingsondernemingen.

Eveneens blijven civielrechtelijke aspecten van de ingevolge de Wft op beleggingsondernemingen van toepassing zijnde gedragsregels buiten beschouwing, zoals de civielrechtelijke zorgplicht, waarover inmiddels veel literatuur en jurisprudentie is verschenen.

1.2 *Inhoud van dit hoofdstuk*

103. Inhoud van dit hoofdstuk – In dit eerste hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de historische achtergrond van de regulering op nationaal en Europees niveau van beleggingsondernemingen. Bij de historische nationale achtergrond sta ik iets langer stil omdat het contrast tussen de tijdgeest ten tijde van de laatste twee decennia van de vorige eeuw en de huidige tijdgeest niet alleen erg groot is, maar mijns inziens ook een mooi beeld geeft van hoe men dacht over de noodzakelijkheid van regelgeving en economische drijfveren uiteindelijk de doorslag gaven. Vervolgens wordt ingegaan op ESMA in relatie tot MiFID II en MiFIR en de bevoegdheden van ESMA, met name in haar rol van ‘soft law regelgever’.

Het grootste deel van dit hoofdstuk wordt ingenomen door een beschrijving van de belangrijkste kernbegrippen die relevant zijn voor de reikwijdte van de in de hiernavolgende hoofdstukken aan de orde komende regels. Het betreft uiteraard het begrip ‘beleggingsonderneming’, dat uiteenvalt in beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten en daarmee verband houdend het begrip ‘nevendienst’. Voor de nadere invulling hiervan zijn ook de begrippen ‘financiële instrumenten’ en het begrip ‘in de uitoefening van een beroep of bedrijf’ relevant. Relevant is ook het begrip ‘in Nederland’ dat onderdeel is van artikel 2:96 Wft, dat verbiedt het zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning in Nederland beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten.

In het kader van de regels voor het actief zijn als beleggingsonderneming speelt ook een rol of diensten worden verleend aan ‘professionele beleggers’ en/of aan ‘in aanmerking komende tegenpartijen’; op de inhoud van deze begrippen wordt eveneens ingegaan. Ook enkele andere begrippen worden uitgelicht die weliswaar geen nadere uitwerking zijn van het begrip ‘beleggingsonderneming’ maar die wel relevant zijn voor de toepasselijkheid van in de Wft omgezette MiFID II-regels, zoals ‘beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling’, ‘beleggingsondernemingen die een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of georganiseerde handelsfaciliteit (OTF) exploiteren’. Het begrip ‘algoritmische handel’, dat niet alleen van belang is voor de uitzonderingen van de vergunningplicht (hoofdstuk 2) maar ook vanwege de toepasselijkheid van diverse regels indien op een MTF of OTF wordt gehandeld met toepassing van de techniek van algoritmische handel, komt in hoofdstuk 5 aan de orde, evenals het begrip ‘beleggingsondernemingen die DEA (‘direct elektronische toegang tot een handelsplatform’) aanbieden. Verleners van datarapporte-

ringsdiensten zijn weliswaar geen ‘beleggingsonderneming’ maar zijn wel gereguleerd in de MiFIR; de behandeling daarvan heeft plaatsgevonden in hoofdstuk 7.

2 ACHTERGROND VAN DE REGULERING: NEDERLANDSE EN EUROPESE CONTEXT

2.1 *Periode 1985 tot 1996*

104. De eerste Nederlandse schreden tot regulering van effectenbemiddelaars – In 1985 kwam de Wet effectenhandel (Weh) tot stand met de volledige titel ‘Wet van 20 oktober 1985, houdende regelen ter bestrijding van ongewenste ontwikkelingen die zich bij de handel in effecten voordoen (Wet effectenhandel)’.⁵ Artikel 6 lid 1 Weh introduceerde een vergunningplicht voor effectenbemiddelaars die in of vanuit Nederland buiten een besloten kring bemiddeling bij effectentransacties aanboden aan natuurlijke personen en rechtspersonen die niet effecten pleegden uit te geven of daarin beroeps- of bedrijfsmatig handelden of belegden.⁶ De algemene toelichting bij de Weh geeft een mooie terugblik naar de situatie van 1984-1985 wat betreft de ‘achterstand’ van Nederland op het terrein van regulering van de financiële markten. Met de ogen van nu was de situatie van toen eenvoudig: een wet bestaande uit slechts 15 bepalingen met een toelichting van 21 pagina’s.⁷ Bij de situatie anno 1984 en de redenen om over te gaan tot een ‘bescheiden’ regulering in een land dat van ‘oudsher een land is geweest dat grote vrijheden kent op het terrein van de handel in effecten’ sta ik iets langer stil. Het geeft naar mijn mening een mooie historische schets van de toenmalige rudimentaire regelgeving en de gedachtegang van een wetgever die vooral door economische motieven werd ‘gedwongen’ te komen met regelgeving ten aanzien van een toen nog min of meer onontgonnen terrein. Welnu de aanloop en uitleg:

‘De enige wettelijke basis voor overheidsbemoediging met het effectenwezen bestaat, naast enkele specifieke regelingen die beperkte deelterreinen bestrijken zoals de Wet toezicht kredietwezen (...), de Beurswet 1914 (...) die het toezicht regelt van de Minister van Financiën op de effectenbeurzen (thans de Amsterdamse Effectenbeurs en de European Options Exchange). De Beurswet 1914 is evenwel sterk verouderd en aan herziening toe. Daarnaast kan nog worden gewezen op de Beschikking Beursverkeer 1947 (...) die verbiedt dat behoudens een ontheffing koop en verkoop van effecten plaatsvinden anders dan door

5 *Staatsblad* 1985/570.

6 Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol & F.J.P. van den Ingh, *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, Deventer: Kluwer 1996, p. 231-236.

7 *Kamerstukken II* 1984-1985, 18 750, nrs. 1-3.

tussenkomst van de leden van de Vereniging voor de Effectenhandel. De Beschikking Beursverkeer 1947 is gebaseerd op de Wet afwikkeling geldzuivering (Stb. J 53) en is in feite niet effectief omdat aan de geldzuivering van na de oorlog thans geen argumenten meer kunnen worden ontleend om aanvragen voor een ontheffing te weigeren.⁸

Het voorstel om een effectenbemiddelaar te onderwerpen aan een vergunningplicht berustte op de gedachte dat het belegend publiek erop moet kunnen vertrouwen dat bemiddelaars aan redelijke eisen voldoen van informatieverstrekking, deskundigheid, betrouwbaarheid en bedrijfsvoering. Deze waarborgen bestonden alleen bij de beurshandel met dien verstande dat die waarborgen op privaatrechtelijke leest waren geschoeid. De buitenbeurshandel was 'feitelijk' vrij en ondanks de sterk verouderde en gebrekkige wetgeving op het effectengebied en de dientengevolge in de praktijk bestaande vrijheid, hadden zich in ons land, afgezien van misstanden bij een aantal beleggingsinstellingen in de jaren 65-70, jarenlang slechts op beperkte schaal misstanden voorgedaan.

Een verklaring daarvoor zou kunnen zijn, zo werd gesteld, het 'bestaan van de Beschikking Beursverkeer 1947, die ertoe leidde dat een groot deel van de handel in effecten (genoteerde en niet-genoteerde) geschiedde door tussenkomst van een lid van de Vereniging voor de Effectenhandel'. Het tij keerde echter, volgens de minister, 'mede onder invloed van de stringente regelgeving in de landen om ons heen (...) en de groei van de internationale handel in opties, (goederen-) termijncontracten, participaties in onroerend goed en wat dies meer zij'.

Nederland werd de laatste jaren geconfronteerd met steeds meer instellingen en personen die het publiek benaderden met velerlei beleggingsaanbiedingen. Zo telde het ministerie van Financiën in de jaren 1982-1984 'alleen al in de sfeer van de goederentermijnhandel ruim 300 bedrijven (...) die zich door middel van advertenties in de diverse media tot het publiek hebben gewend' door effecten en andere beleggingsobjecten aan te bieden die niet op een beurs in Nederland of de EG worden verhandeld. Bovendien bleek het vaak te gaan om 'personen en instellingen die juist Nederland kiezen als vestigingsplaats vanwege het gebrek aan regelgeving'. Dit was gebleken uit contacten van het ministerie van Financiën met toezichthoudende instanties in het buitenland.

'Juist deze aanbieders deinzen niet terug voor intensieve en agressieve wervingscampagnes, vaak ondersteund door suggestieve informatie waarbij hoge winsten op korte termijn worden voorgespiegeld en de risico's worden gebagatelliseerd. Het publiek kan hiervan zeer regelmatig kennisnemen in de media. Dikwijls blijkt dan bovendien dat veelal excessieve provisiekosten in rekening worden

8 *Kamerstukken II 1984-1985, 18 750, nrs. 1-3, p. 7.*