

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2006-13



Eddy WYMEERSCH

**Het financiële recht, naar Europese
maatstaven herijkt**

September 2006

WP 2006-13

Eddy WYMEERSCH

**Het financiële recht,
naar Europese maatstaven herijkt**

Abstract

De financiële reglementering is in 2004-2006 in een stroomversnelling geraakt. Niet enkel de omvang, maar ook de diepgang van de vernieuwingen, zullen bij de marktdeelnemers ernstige aanpassingen vergen. In deze bijdrage wordt gepoogd over de bijzonderheden heen, enkele krachtlijnen aan te geven. In de recent gevolgde benadering zijn de maatregelen meer alomvattend, vooral in het effectenrecht, maken zij gebruik van de soepeler “Lamfalussy” instrumenten, en zijn zij minder gericht op harmonisering dan op marktordening zonder meer. De beleggersbescherming is zowel zaak van de informatie, als van de voorschriften voor de tussenpersonen. Voor marktmisbruik worden niet enkel preventieve, maar ook repressieve en eengemaakte onderzoeksinstrumenten in het vooruitzicht gesteld. De slotbemerking kan zijn: inzake regulering staat men in feite reeds voor een eengemaakte Europese regulator.



HET FINANCIELE RECHT, NAAR EUROPESE MAATSTAVEN HERIJKT

Eddy WYMEERSCH

Begin 2006 kan men reeds een duidelijke indruk opdoen van de ontwikkeling op het stuk van het financieel recht, zoals deze zich in Europa heeft afgespeeld sinds het “Financial Services Action Plan” in 1999 werd gelanceerd¹. Nagenoeg alle maatregelen die de Commissie zich voornam in het kader van dit plan te verwezenlijken, werden inmiddels gepubliceerd. Dit betekent dat het financiële recht aan een grondige herregulering werd en zal worden onderworpen. De Europese ontwikkelingen vinden vanzelfsprekend hun neerslag in de Belgische wetgevende vernieuwingen, die talrijk en complex zijn: de belangrijkste wetten in het effectenwezen werden aangepast en grondig vernieuwd zonder dat de vroegere teksten daarbij steeds werden opgeheven². Daaruit ontstaat een duidelijke reglementaire instabiliteit die nagenoeg het gehele financiële recht aan herijking onderwerpt.

¹ Communication of the Commission, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM (1999) 232 (11 mei 1999), hierna: FSAP

² De belangrijke zijn de wetten ter omzetting van

- Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen, *PB* L 41 van 13 februari 2002, 20–34 en Richtlijn 2001/108/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), betreffende beleggingen van icbe's, *PB* L 41 van 13 februari 2002, 35–42 (hierna: ICBE Richtlijnen): Wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles, *B.S.* 9 maart 2005 en Koninklijk besluit van 4 maart 2005 met betrekking tot bepaalde openbare instellingen voor collectieve belegging, *B.S.* 9 maart 2005.
 - Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *PB* L 96 van 12 april 2003, 16–25 (hierna: Richtlijn Marktmisbruik): Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *B.S.* 4 september 2002, Koninklijk besluit van 5 maart 2006 betreffende marktmisbruik, *B.S.* 10 maart 2006 en Koninklijk besluit van 5 maart 2006 betreffende de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten, *B.S.* 10 maart 2006.
 - Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PB* L 345 van 31 december 2003, 64–89 (hierna: Prospectusrichtlijn): Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van de beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *B.S.* 21 juni 2006.
- Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PB* L 390 van 31 december 2004, 38–57 (hierna: Transparantierichtlijn) en Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PB* L 145 van 30 april 2004, 1–44 (hierna: Mifid) zijn nog niet omgezet.



Het is niet de bedoeling in deze bijdrage een overzicht te geven van de verschillende Europese en Belgische maatregelen die als resultaat van het FSAP werden aangenomen³. Veeleer zal hier worden gepoogd aan de hand van een algemeen overzicht enkele krachtlijnen aan te geven, en enkele beleidlijnen te identificeren die ook in de verdere toekomst het landschap zullen overheersen.

De Europese financiële reglementering bestrijkt nagenoeg het gehele domein van de financiële activiteit. In het verleden werd meest aandacht besteed aan het toezichtsrecht, zijnde de regelen op grond waarvan toezicht op het financiële gebeuren wordt uitgeoefend. De belangrijkste gebieden werden aangesproken: het publiek bankrecht, het publiek verzekeringsrecht, met enkele privaatrechtelijke bepalingen, en tenslotte het toezicht op bepaalde aspecten van het effectenwezen, vooral datgene dat aanleunt bij het vennootschapsrecht. Het voortaan geldende bestel overspant het gehele gebied van de bank-, verzekerings- en effectenactiviteit, beleggingsinstellingen, tussenpersonen⁴. Naast het toezichtrecht stelt men nu ook aandacht vast voor de regulering van de financiële producten: daar waar de reglementering inzake Instellingen voor Collectieve beleggingen nog deels prudentieel, deels productregulering is, betreffen de regelen inzake consumentenkrediet, inzake betaalverrichtingen duidelijk de financiële transactie of het financiële “product”. Privaatrechtelijke benaderingen treft men aan in de regelen inzake elektronische betaalmiddelen⁵, of inzake de “Single European Payment Area”, de Sepa⁶, terwijl voor het effectenverkeer het juridisch statuut en de overdracht van effecten in een Europese maatregel zullen worden uitgewerkt⁷. Recent heeft de Commissie een

³ Er wordt verwezen naar de andere bijdragen in dit verslagboek. Zie ook: verslagboek seminarie “De nieuwe regels inzake openbaar aanbod en prospectus”, 26 september 2006, Brugge, Vanden Broele, te verschijnen; FRAN RAVELINGIEN, “Belgische regelgeving inzake marktmisbruik: de koninklijke besluiten van 5 maart 2006”, *Bank Fin. R.* 2006/III, 157-161; ELS DE KEYSER & JO VANDER STUYFT, “UCITS III in België? “Un train peut en cacher un autre””, *Bank Fin. R.* 2005/II, 78-110; SOFIE DEJONGHE, “Koninklijk besluit van 24 augustus 2005 tot wijziging, wat de bepalingen inzake marktmisbruik betreft, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten”, *Bank Fin. R.* 2005/V-VI, 363-365.

⁴ Twee recente initiatieven op dit vlak zijn enerzijds de goedkeuring van Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, *PB L* 177 van 30 juni 2006, 1-200 en Richtlijn 2006/49/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (hierna: CAD III), *PB L* 177 van 30 juni 2006, 201-255 en anderzijds de op komst zijnde Solvency II Richtlijn, die, naast de invoering van een nieuw solvabiliteitsregime voor verzekeringsinstellingen, ook de codificatie beoogt van het grootste deel van de bestaande Europese wetgeving in de verzekeringssector (over de Solvency II Richtlijn: http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency2/index_en.htm).

⁵ Richtlijn 97/5/EG van het Europees Parlement en de Raad van 27 januari 1997 betreffende grensoverschrijdende overmakingen, *PB L* 43 van 14 februari 1997, 25-30; Aanbeveling 97/489/EG van de Commissie van 30 juli 1997 betreffende transacties die met een elektronisch betaalinstrument worden verricht, in het bijzonder inzake de betrekking tussen uitgever en houder, *PB L* 208 van 2 augustus 1997, 52-58 en Verordening (EG) nr. 2560/2001 van het Europees Parlement en de Raad van 19 december 2001 betreffende grensoverschrijdende betalingen in euro, *PB L* 344 van 28 december 2001, 13-16.

⁶ Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende betalingsdiensten in de interne markt en tot wijziging van de Richtlijnen 97/7/EG, 2002/12/EG en 2002/65/EG, COM (2005) 603 definitief, 1 december 2005; European Commission, Consultative paper on SEPA Incentives, 13 februari 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/payments/docs/sepa/sepa-2006_02_13.pdf

⁷ Hier kan men verschillende initiatieven vermelden:



onderzoek gelanceerd naar de regelen die gelden voor het hypothecair krediet⁸. Deze ontwikkeling in de richting van eenvormige voorschriften voor financiële producten of diensten is van wezenlijk belang teneinde de volledige ontsluiting van de nationale markten mogelijk te maken omdat aldus de lidstaten worden gedwongen producten uit andere lidstaten – die geheel geharmoniseerd zijn - op hun grondgebied toe te laten, en dit zonder wezenlijke bijkomende vereisten bv. op grond van het voorbehoud van “algemeen belang” te kunnen opleggen (zgn. “goldplating”).

Beide benaderingen – harmonisatie van de vestigings- en toezichtsregelen, harmonisatie van de productregelen – streven eenzelfde doel na, m.n. de vorming van een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt waarin financiële producten en diensten grensoverschrijdend kunnen worden aangeboden, zonder noemenswaardige bijkomende voorwaarden, en onder eenzelfde of minstens equivalent toezichtregime. De concurrentie tussen de aanbieders van financiële producten wordt aldus aangescherpt, wat tot innovatie en tot efficiëntiewinsten zal leiden. Deze zullen op hun beurt vertaald worden in hogere rentabiliteit, in een ondersteuning van de algemene economische activiteit en financiële stabiliteit. De integratie van de markten zal Europa toelaten op voet van gelijkheid te concurreren met de Verenigde Staten en met het Verre Oosten, wat vandaag meer en meer het geval is. Zoals de markten globaliseren, dient ook de regulering zich aan te passen.

1. Het nieuwe reglementaire bestel

De tot meer integratie leidende harmonisering heeft een krachtige impuls gekregen met de introductie van het nieuwe reglementaire instrumentarium.

-
- Europese Commissie, “Draft working document on post-trading activities”, 23 mei 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/draft/draft_en.pdf;
 - werkzaamheden van de Legal Certainty Group (zie hierover: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm);
 - Europese Commissie, IP/06/930, 5 juli 2006, “Commission calls upon Member States to sign Hague Securities Convention”;
 - Europese Commissie, IP/05/1637, 20 december 2005, “Internal market: Commission granted authority to negotiate international convention on holding securities” (in het kader van de werkzaamheden van het “International Institute for the Unification of Private Law” (UNIDROIT) – zie hierover *Revue de droit Uniforme, Enhancing legal certainty over investment securities held with an intermediary – The preliminary draft Unidroit Convention, related international initiatives and national perspectives*, 2005/1-2);
 - evaluaties van de Collateral-richtlijn (Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsvereenkomsten, *PB L 168* van 27 juni 2002, 43–50) en van de Finaliteitsrichtlijn (Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen, *PB L 166* van 11 juni 1998, 45–50).

⁸ Europese Commissie, IP/06/855, 27 juni 2006, “Internal Market: new Commission expert group to identify obstacles in EU mortgage funding market”, http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/home-loans/integration_en.htm



Daar waar voorheen alle reglementaire voorschriften onder de vorm van richtlijnen het voorwerp waren van gedetailleerde voorschriften die door Europees Parlement en Raad van Ministers dienden goedgekeurd te worden, werd met de invoering van het zogenaamde “Lamfalussy” schema duidelijker onderscheid gemaakt tussen basisregelen en uitvoeringsregelen. Op zichzelf is dat niet nieuws: ook in de nationale rechtsorden kent men het onderscheid tussen wetten en uitvoeringsbesluiten.

Het nieuwe schema houdt in dat enkel de basisregelen door Parlement en Raad worden goedgekeurd: dit zijn de zogenaamde richtlijnen van niveau 1. Deze richtlijnen bevatten voortaan bepalingen die opdracht geven aan de Commissie, handelend in samenwerking met een gespecialiseerd reglementair comité⁹, om meer gedetailleerde voorschriften uit te vaardigen. De Commissie beslist of deze omzetting bij richtlijn (“richtlijn van niveau 2”) dan wel bij verordening gebeurt. Het reglementaire comité is samengesteld uit vertegenwoordigers van de Ministers van Financiën, zodat de Lidstaten hun invloed op het reglementaire proces blijven bewaren¹⁰. De Commissie heeft tot op heden reeds verschillende malen van deze procedure gebruik gemaakt. Zij leidt ertoe dat zelfs erg ingewikkelde reglementering binnen een aanzienlijk korter tijdsbestek in werking kan worden gesteld.

Het Europees Parlement is niet uitdrukkelijk bij deze procedure betrokken. Dit leidt ertoe dat tijdens de goedkeuring van de niveau 1 richtlijn het Parlement aandringt op meer gedetailleerde regelen, en argwanend blijft staan tegenover deze gedelegeerde bevoegdheid, en zich zelfs een herroepingsrecht (“call back clause”) wil doen toekennen. Deze kritiek is begrijpelijk maar zou geen aanleiding mogen geven tot verwatering van het bestaande proces dat thans op voldoening gevende wijze functioneert. Alternatieve processen zoals uitvoerige informatie aan en bespreking met de bevoegde parlementscommissie zouden tot inhoudelijk gelijkwaardige waarborgen moeten kunnen leiden¹¹.

Bij de vaststelling van de uitvoeringsmaatregelen blijkt de Commissie de keuze van de Lid-Staten toenemend te beperken. Deze tendens is begrijpelijk nu de stand van de harmonisatie reeds voldoende sterk ontwikkeld is om geen verdere

⁹ I.e. volgens de procedure zoals beschreven in art. 5 van het Comitologiebesluit (Besluit 1999/468/EG van de Raad van 28 juni 1999 tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden, *PB* L 184 van 17 juli 1999, 23–26). Voor een gedetailleerde beschrijving van de Lamfalussy procedure, zie EILÍS FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, 61-84; SOFIE DEJONGHE, “Overzicht van enkele nationale toezichtpatronen in Europa” in MICHEL TISON, CATHY VAN ACKER & JAN CERFONTAINE (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten. Volume II*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 287-293.

¹⁰ Binnen het comité wordt gehandeld volgens de meerderheden van het Nice Verdrag, wat toelaat individuele blokkeringen te vermijden (art. 5 (2) Comitologiebesluit).

¹¹ Het Verdrag tot vaststelling van een Grondwet voor Europa bevat in art. I-36 een regeling waarbij het Parlement enerzijds call back bevoegdheden kan uitoefenen, anderzijds de opdracht aan de Commissie in de tijd kan beperken (sunset clause).



keuze voor de Lid-Staten noodzakelijk te maken. Het keuzerecht van de Lid-Staten bij de omzetting van een richtlijn, zoals bepaald in art. 249 van het Nice Verdrag¹², was immers ook vereist om de Lid-Staten toe te laten rekening te houden met de bijzonderheden van hun nationaal rechtstelsel. Nu deze verschillen tussen de nationale systemen afnemen, bestaat hiervoor minder behoefte. Daarnaast wenst men ook een hogere graad van harmonisatie te bereiken, teneinde concurrentie tussen wetgevingen tegen te gaan en ongelijke beschermingsregimes in de onderscheiden lidstaten te vermijden.

Maar vooral de wil om door meer uniformiteit de integratie van de markten te bevorderen, zet de Commissie aan om meer frequent te kiezen hetzij voor de verordening¹³, hetzij voor de “maximaal – harmoniserende” richtlijn. Deze laatste wijkt af van de minimum – harmoniserende richtlijn die de Lid-Staten vrij laat aanvullende, bijvoorbeeld meer beschermende voorschriften uit tevaardigen.

Aanvullende nationale voorschriften leiden frequent tot afgrenzing van de markt, vermits enkel lokale producenten voldoende omzet verwezenlijken om de kosten voor de bijkomende vereisten te kunnen verantwoorden. Daarom moet deze neiging van de Lid-Staten om aan “gold plating”¹⁴ te doen worden beperkt in de gebieden die worden geharmoniseerd, wat dan in het Europees reglementair bestel leidt tot “maximum” harmonisering. Om te weten of de richtlijn al dan niet maximale harmonisering oplegt, zal men de individuele bepalingen van elke richtlijn moeten raadplegen. Het gebeurt immers wel meer dat eenzelfde richtlijn bepalingen van uiteenlopende aard bevat. Soepelheid in bepaalde gebieden laat immers toe meer uniformiteit voor andere materies te bereiken. Indien de richtlijn uitgaat van minimum harmonisering, zal zij in de regel een bepaling bevatten op grond waarvan de lidstaten aanvullende regelen mogen uitvaardigen¹⁵. Indien het om maximum harmonisering gaat, wordt dit

¹² “Een richtlijn is verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat voor elke lidstaat waarvoor zij bestemd is, doch aan de nationale instanties wordt de bevoegdheid gelaten vorm en middelen te kiezen.”

¹³ Voorbeelden van dergelijke verordeningen zijn:

- (I.v.m. prospectusschema's) Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *PB* L 149 van 30 april 2004, 1–130;
- (I.v.m. de IFRS) Verordening (EG) nr. 1725/2003 van de Commissie van 29 september 2003 tot goedkeuring van bepaalde internationale standaarden voor jaarrekeningen overeenkomstig Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad, *PB* L 261 van 13 oktober 2003, 1–420;
- (I.v.m. inkoop van eigen aandelen) Verordening (EG) nr. 2273/2003 van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft, *PB* L 336 van 23 december 2003, 33–38.

¹⁴ Zie over dit begrip Inter-institutional Monitoring Group, First interim report monitoring the Lamfalussy process, 22 maart 2006, 10, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/060322_first_interim_report_en.pdf

¹⁵ Zie bv. art.3 (1) van de Transparantierichtlijn.b



niet uitdrukkelijk aangeduid: hier geldt het vermoeden dat de Europese regelgever geen afwijkingen heeft toegelaten. De Lidstaten worden verzocht aan de richtlijn het “nuttig effect” te verlenen dat kan verwacht worden van een getrouwe omzetting van de richtlijn. Deze benadering staat niet op gespannen voet met het bepaalde in art 249 Verdrag, omdat de Lid-Staat vrij blijft de vorm (bv. de formulering) en de middelen van de omzettingshandeling vast te stellen (bv. onder vorm van een wet, reglement, of ook van zelfregulering). Nochtans zal de doelstelling die de richtlijn nastreeft moeten worden bereikt, en zal het harmoniseringeniveau niet mogen afwijken van wat Europees is voorgeschreven. Indien geen afwijkingen zijn toegelaten moet de richtlijn getrouw, niet zozeer naar letterlijk voorschrift doch vooral in termen van het daadwerkelijke resultaat worden omgezet. In dat geval verkiezen de lidstaten soms de richtlijn letterlijk over te nemen.

De richtlijnen of verordeningen van niveau 2 moeten worden vastgesteld na advies van de raadgevende comités die de Raad heeft opgericht in de drie klassieke toezichtlijnen m.n. banktoezicht, verzekeringstoezicht en effectentoezicht¹⁶. Deze raadgevende comités zijn samengesteld uit de nationale toezichthouders. Behoudens in hun adviserende functie in het kader van de uitvoering van de richtlijnen van niveau 1, treden deze comités ook op om onderling af te stemmen over de wijze waarop zij hun toezicht zullen organiseren. Men noemt dit de “maatregelen van niveau 3” waarbij toezichthouders gezamenlijk en met het oog op convergentie afspreken over de wijze waarop zij nationaal hun beoordelingsruimte zullen invullen in de gebieden waarin zij tot toezicht gehouden zijn, hetzij op grond van de richtlijnen, hetzij binnen het kader van hun algemene bevoegdheid. Deze afstemming kan diverse vormen aannemen: aanbevelingen, richtsnoeren, standaarden, goede toezichtspraktijken, enz. De verbindende kracht van deze normen steunt op de geloofwaardigheid van het toezicht in elk van de Lid-Staten en op het wederzijds vertrouwen dat aldus tussen de nationale toezichthouders tot stand wordt gebracht. Meer concrete maatregelen hebben betrekking op bijvoorbeeld de mededelingen tussen toezichthouders, zoals de wijze waarop een verklaring van conformiteit wordt afgeleverd die aanleiding geeft tot onvoorwaardelijke wederzijdse erkenning (“Europees paspoort”)¹⁷. Men kan er

¹⁶ Deze comités zijn

- het Comité van Europese Banktoezichthouders (Besluit 2004/5/EG van de Commissie van 5 november 2003 tot instelling van het Comité van Europese banktoezichthouders, *PB* L 3 van 7 januari 2004, 28–29);
- het Comité van Europese toezichthouders op verzekeringen en bedrijfspensioenen (Besluit 2004/6/EG van de Commissie van 5 november 2003 tot instelling van het Comité van Europese toezichthouders op verzekeringen en bedrijfspensioenen, *PB* L 3 van 7 januari 2004, 30–31) en
- het Comité van Europese effectenregelgevers (Besluit 2004/7/EG van de Commissie van 5 november 2003 tot wijziging van Besluit 2001/527/EG tot instelling van het Comité van Europese effectenregelgevers, *PB* L 3 van 7 januari 2004, 32–32).

¹⁷ Zie bv. de formulieren die gehanteerd worden in het kader van de wederzijdse erkenning van ICB prospectussen: “CESR’s guidelines to simplify the notification procedure of UCITS”, 29 juni 2006, 06-120b, www.cesr-eu.org

zich aan verwachten dat op termijn, eens de reglementering volledig in werking zal zijn, dit onderdeel van de convergentie-actie aan belang zal winnen. Op termijn dient voormelde actie uit te groeien tot een equivalent van een gecentraliseerde toezicht bij een Europese instelling, wat vandaag te dag en in het licht van de vandaag bestaande graad van integratie van de markten niet voor wenselijk wordt gehouden¹⁸.

2. Enkele nieuwe beleidslijnen

Het nieuwe reglementaire programma is het verst gevorderd op het gebied van het effectenrecht. Ook de herijking van de regels van banktoezichtsrecht is recentelijk goedgekeurd en bestaat hoofdzakelijk uit de omzetting van het Basel II akkoord. Een vergelijkbaar instrument wordt ontwikkeld in het verzekeringstoezicht (“Solvency II”)¹⁹.

Op het stuk van het effectenwezen werden alle bestaande richtlijnen vervangen en werden geheel nieuwe materies ontsloten. Hierbij wordt de nadruk gelegd op algemene, beleidsmatige doelstellingen, veeleer dan op de harmonisatie van de bestaande regelen. De nieuwe richtlijnen zijn de drijvende kracht achter structurele vernieuwingen die moeten leiden tot sterkere integratie van de financiële markten. Hierdoor zijn het geen “harmoniseringsinstrumenten” meer, maar primaire nieuwe wetgeving. Van de “harmonisering van het bestaande effectenrecht” is men overgestapt naar de vorming van een “Europees Effectenrecht”. De benadering is duidelijk holistisch geworden, met nadruk op de grensoverschrijdende kenmerken. Op vele punten staat het nieuwe bestel model voor de gehele wereld, en loopt de Europese regelgeving voorop op die van andere Westerse landen.

Enkele kenmerkende eigenschappen van deze nieuwe benadering kunnen als illustratie van deze tendensen worden vermeld.

(a) de nieuwe richtlijnen staan voor meer dan harmonisering.

Onder de vroegere benadering werden de richtlijnen opgevat als instrumenten voor de verwezenlijking van de vrijheden, vooral de vestigingsvrijheid²⁰. Dit was duidelijk het geval voor de vennootschapsrechtelijke richtlijnen, ook wel voor de richtlijnen inzake banktoezicht. Later werd meer aandacht besteed aan de onderlinge aanpassing

¹⁸ Besluit bij E. WYMEERSCH, “The future of financial regulation and supervision in Europe”, *Common Market Law Review*, 42, 2005, 987-1010.

¹⁹ Zie voetnoot 4.

²⁰ Art. 44 Verdrag van Nice.



van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen die van invloed zijn op de werking van de interne markt.²¹ Met de meest recente richtlijnen wordt de “onderlinge aanpassing” verlaten, en betreft de Gemeenschap welbewust het terrein van de primaire regulering. Aldus is de regulering betreffende de organisatie van de effectenmarkt, zoals deze werd uitgewerkt in de MiFid bezwaarlijk anders te noemen dan een grondige ingreep in het marktwezen: voortaan zullen effectenorders niet enkel op beurzen worden uitgevoerd, doch zullen de lidstaten alternatieve uitvoeringscentra en zelfs “geïnternaliseerde” uitvoering mogelijk moeten maken²². Deze ingreep zou wel eens het marktlandschap heel grondig kunnen hervormen.

(b) Het informatiebeleid

De vroegere richtlijnen strekten ertoe te verzekeren dat de informatievereisten voor bepaalde verrichtingen (b.v. een openbare effectenuitgifte) grotendeels equivalent waren, zodat zij door de toezichthouders in de andere lidstaten konden worden erkend. Dit zou grensoverschrijdende effectenuitgiften mogelijk hebben moeten maken. De materie werd opgesplitst in onderscheiden informatie-verplichtingen: admissie- cq. emissie- prospectus, jaarinformatie, semestriële informatie, occasionele informatie. Voor elke vorm golden afzonderlijke voorschriften, die niet altijd duidelijk op elkaar waren afgestemd.

Voortaan wordt niet enkel elk informatie-document afzonderlijk geharmoniseerd doch wordt een instrumentarium ingevoerd op grond waarvan het gehele informatiebeleid van de vennootschap-emittent wordt aangesproken waarbij wordt verzekerd dat de informatie in geheel Europa ter beschikking zal worden gesteld. Alle gegevens waarover de markt moet kunnen beschikken om een gefundeerde beslissing te nemen, dienen ter beschikking van alle operatoren te staan. Gegevens die in een document zijn openbaar gemaakt, kunnen in een later document worden “opgenomen” door loutere verwijzing. Van een passief informatiebestel is men overgeschakeld naar een meer actief, waarbij wezenlijke informatie-elementen, die voorheen buiten beschouwing bleven voortaan verplicht moeten worden bekendgemaakt.

De informatieverplichtingen staan ook voortaan nog verspreid over verschillende richtlijnen: de Prospectusrichtlijn handelt over

²¹ Art 94 e.v. Verdrag van Nice.

²² Zie MiFid voor de regelen betreffende de MTF's en betreffende de geïnternaliseerde uitvoering van verrichtingen (definities in art. 4 en bepalingen omtrent *pre-trade* en *post-trade* transparantie in artt. 27 t.e.m. 30). De Commissie heeft eind juli 2006 de tekst van de level 2 uitvoeringsmaatregelen gepubliceerd, zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm. Voor verschillende bijdragen over de Mifid, zie GUIDO FERRARINI & EDDY WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe. Regulatory Competition and Harmonization*, Oxford, Oxford University Press, 544 p., te verschijnen aug. 2006.



ingangsinformatie²³, de transparantierichtlijn over de permanente informatie terwijl de Richtlijn marktmisbruik de koersgevoelige informatie viseert. Nieuw is de verplichting van vennootschapsbestuurders om hun aandelenverrichtingen openbaar te maken: hiermee wordt, aansluitend op de Amerikaanse praktijk, een belangrijk element van informatie ter beschikking van de markt gesteld. Het zal toelaten de andere informatiegegevens in een beter daglicht te stellen.

Anderzijds is het accent enigszins verschoven van de strikt beleggerbeschermende benadering naar een meer marktgerichte: de prospectusinformatie – zowel emissie-, admittie- als OBA - prospectus - wordt verplicht gesteld, doch dit geldt vooral voor de grote verrichtingen, aan dewelke dan ook volledige wederzijdse erkenning (onder de vorm van het “Europese Paspoort”) wordt toegekend. De kleinere verrichtingen – waar de beschermingsdoelstellingen nochtans het sterkst op de voorgrond treden – mogen niet meer aan informatieverplichtingen worden onderworpen. Dit laatste moet worden betreurd: reeds nu blijkt dat de bescherming van de gewone belegger, die wordt aangesproken voor soms dubieuze verrichtingen, niet steeds meer adequaat is verzekerd²⁴.

Nieuw is ook de aandacht die wordt besteed aan de wijze waarop de informatie wordt verspreid. Het volstaat niet meer te verzekeren dat de informatie aan alle beleggers gelijkelijk ter beschikking wordt gesteld, zij zal voortaan ook meer actief moeten worden verspreid. De elektronische verspreiding is de enige vorm die toelaat dat de informatie in geheel Europa gelijktijdig, en dus op voet van gelijkheid toegankelijk kan zijn. Vandaar dat wordt gewerkt aan projecten die moeten toelaten dat de informatie overal effectief afroepbaar is²⁵.

(c) *Nieuwe vormen van beleggersbescherming*

De klassieke benadering van de beleggersbescherming bestaat er in te verzekeren dat alle informatie ter beschikking van de beleggers wordt gesteld die zij normaliter nodig hebben om een geïnformeerd oordeel te vormen. Deze benadering wordt gehandhaafd, zij het, zoals hoger gesteld, enigszins gemilderd. Nieuw daarentegen is de grote nadruk die wordt gelegd op de verplichtingen van de tussenpersonen: zij moeten voortaan uitsluitend de belangen van hun opdrachtgever dienen. Men gaat er van uit dat de beschermende werking sterker is indien invloed kan worden uitgeoefend op de personen met wie de beleggers rechtstreeks in contact zijn, met andere woorden op de financiële

²³ Zowel bij uitgifte als bij beurstoelating, zie art. 1 (1) Prospectusrichtlijn.

²⁴ Aanbiedingen aan minder dan 100 personen, of voor verrichtingen die in hun geheel minder dan 100.000 euro bedragen (art. 3 (2) (b) en (e) Prospectusrichtlijn). Ook mogen de nationale wetgevers voor deze verrichtingen geen bijkomende verplichtingen meer opleggen.

²⁵ Zie art. 22 van de Transparantierichtlijn en CESR's Final Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Transparency Directive, § 1 – 59, te consulteren op www.cesr-eu.org.



tussenpersonen. Deze nadruk blijkt onder meer uit een meer uitvoerige regeling inzake gedragsregelen van financiële dienstverleners in het algemeen²⁶. Bijzondere voorschriften gelden voor de tussenpersonen voor verzekeringsdiensten²⁷, materie die in België werd uitgebreid tot de tussenpersonen voor bank- en beleggingsdiensten²⁸, statuut dat ten dele aanleunt bij de regeling die is uitgewerkt in de richtlijn op de financiële markten (Mifid).²⁹

Aanvullend dient gewezen op de diverse voorschriften van de Mifid die de tussenpersonen – en hier inbegrepen de kredietinstellingen - verplichten inzicht te verwerven in het vermogen en de beleggingsbehoeften van hun klanten (“know your customer”³⁰), enkel verrichtingen te adviseren die voor deze klant geschikt zijn (“suitability rule”)³¹ daarbij enkel nog orders uit te voeren die de beste voorwaarden van uitvoering waarborgen, en dit niet enkel op het vlak van de prijs, maar ook wat de begeleidende voorwaarden betreft (b.v. de kosten voor verrekening en vereffening van de verrichting) (“best execution”)³². Zowel de richtlijn op het marktmisbruik, de richtlijn op de ICB’s, als de Mifid bevat uitgebreide voorschriften over belangenconflicten, waardoor zowel de verdediging van de belangen van de beleggers als de integriteit van de markten wordt beoogd.

Per slotsom: het thema beleggersbescherming wordt niet enkel meer vanuit het oogpunt van de informatie benaderd, doch vanuit een alomvattende benadering, waarin vooral de beleggingshandeling meer in het middelpunt wordt geplaatst. Met de complexiteit van de hedendaags producten is dit vermoedelijk de enige efficiënte werkwijze.

(d) Preventie en handhaving inzake marktmisbruik

²⁶ Zie de Wet van 22 maart 2006 betreffende de bemiddeling in bank- en beleggingsdiensten en de distributie van financiële instrumenten, *B.S.* 28 april 2006, 22598 – 22607 en het KB van 1 juli 2006 tot uitvoering van de wet van 22 maart 2006 betreffende de bemiddeling in bank- en beleggingsdiensten en de distributie van financiële instrumenten, *B.S.* 6 juli 2006, 34029-34035.

²⁷ Wet van 22 februari 2006 tot wijziging van de wet van 25 juni 1992 op de landverzekeringsovereenkomst en van de wet van 27 maart 1995 betreffende de verzekeringsbemiddeling en de distributie van verzekeringen, *B.S.* 15 maart 2006, bl. 15374.

²⁸ Wet van 22 maart 2006 betreffende de bemiddeling in bank- en beleggingsdiensten en de distributie van financiële instrumenten, *B.S.* 28 april 2006, blz. 22598.

²⁹ Art. 19 Mifid.

³⁰ Art. 19, 4 en 5 Mifid.

³¹ Art. 19, 4 en 5 Mifid.

³² Art. 21 Mifid.



De nieuwe richtlijn inzake marktmisbruik heeft de verbodsregelen die voorheen, op grond van een richtlijn van 1989 golden, vervangen en opnieuw vastgesteld en uitgebreid met een verbod van marktmanipulatie. Beide worden voortaan als “marktmisbruik” aangeduid. Zo de omschrijving van het misbruik van voorwetenschap nagenoeg ongewijzigd is gebleven, zijn de bepalingen inzake marktmanipulatie nieuw.

Een andere belangrijke vernieuwing is de aandacht die voortaan gaat naar vragen van handhaving van de verbodsbepalingen, enerzijds op preventief vlak, maar ook op het stuk van de beteugeling.

Marktmisbruik voorkomen geschiedt vooreerst en vooral door de publicatie op te leggen van alle koersgevoelige gegevens³³. De nieuwe richtlijn is op dit vlak duidelijk en verplicht de vennootschappen, bij wijze van basisregel, tot onmiddellijke publicatie³⁴. Bij wijze van uitzondering kan van de bekendmakingsplicht worden afgeweken in het geval de bekendmaking van aard zou zijn de vennootschap aanzienlijk nadeel toe te brengen³⁵. Hierbij gelden streng omschreven voorwaarden: de vennootschap moet zelf beoordelen – onder haar verantwoordelijkheid – of de informatie geheim kan worden gehouden, mits dit waarschijnlijk geen misleiding van het publiek tot gevolg zal hebben. Zij moet de vertrouwelijkheid van de gegevens waarborgen, en eventueel bij lekken, bereid zijn de informatie onmiddellijk vrij te geven. De toezichthouder moet van de informatie niet worden ingelicht, doch de nationale wetgeving kan bepalen dat hij wordt ingelicht van het besluit de publicatie uit te stellen, zonder dat de informatie zal worden meegedeeld³⁶.

Bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen³⁷ moeten hun transacties in aandelen van de vennootschap bekend maken: aldus wordt cruciale transparantie in de markt gebracht waarbij ook derden kunnen delen in de beoordeling die de bestuurders, op impliciete wijze, uitbrengen ten aanzien van de aandelenkoersen. In een ruimere context draagt deze regel bij tot de bestrijding van de voorwetenschap.

Andere preventieve regelen hebben betrekking op de nieuwe verplichtingen van financiële analisten en journalisten, die voortaan in hun beoordelingen of persartikelen moeten verduidelijken of zij strijdige belangen hebben met betrekking tot de aandelen waarover zij een analyserapport produceren, of een

³³ Art. 6 (1) Richtlijn Marktmisbruik.

³⁴ Zie art 6 (1) Richtlijn Marktmisbruik.

³⁵ In dat geval dient de vennootschap te waarborgen dat de informatie vertrouwelijk blijft (art. 6 (2) Richtlijn Marktmisbruik).

³⁶ Dit is de regeling van de Belgische wetgeving: art. 6 § 1bis Wet 2 augustus 2002.

³⁷ Hier te begrijpen als personen met leidinggevende verantwoordelijkheid bij een emittent van financiële instrumenten en, in voorkomend geval, personen die nauw met hen gelieerd zijn (art. 6 (4) Richtlijn Marktmisbruik.



persartikel schrijven. Ook deze regel heeft de voorkoming van marktmisbruik op het oog³⁸.

Deze instrumenten beletten de vennootschappen niet vrijwillig preventieve middelen inzake marktmisbruik te organiseren. Reeds in het verleden beschikten heel wat vennootschappen over interne gedragscodes waarin zij verrichtingen van bestuurders en andere insiders aan banden legden: toestemming van de voorzitter, van de compliance officer, “trading windows”, enz. behoren tot de gebruikelijk instrumenten. Zij sluiten nochtans de eigen verantwoordelijkheid van de bezitter van voorkennis geenszins uit. Wel verlangt de richtlijn “structurele voorzieningen”, waarmede onder meer afscheidingen binnen de effectenhuizen zijn bedoeld (zogenaamde “Chinese Walls”).

Van een andere aard zijn de bepalingen die de beteugeling van marktmisbruik op het oog hebben. Traditioneel was de Europese Gemeenschap niet betrokken bij beteugelingsmaatregelen: het strafrecht werd aanzien als het exclusieve terrein van de nationale wetgever. Nu bepaalt de richtlijn “marktmisbruik” uitdrukkelijk dat de lidstaten in de nodige sanctiemaatregelen dienen te voorzien onder meer door administratieve sancties voor te schrijven³⁹. Op deze wijze wordt beoogd het verbod van o.m. voorwetenschap meer effectief te doen handhaven, nu in de meeste landen gebleken is dat de gerechtelijke sanctionering weinig tot geen resultaat oplevert. Ook op het stuk van de opsporingsinstrumenten bevat de richtlijn voortaan duidelijke vereisten: een efficiënt vervolgingsbeleid vereist immers dat alle lidstaten over hetzelfde onderzoeksinstrumentarium zouden beschikken. Aldus stelt de richtlijn dat de administratieve overheid moet beschikken over de bevoegdheid om bv. inspecties ter plaatste te verrichten, overzichten te bekomen van telefoon- en dataverkeer, bevrozing of beslaglegging op activa te verlangen, enz.⁴⁰. In de meeste lidstaten hadden de toezichthouders deze bevoegdheden niet.

Per slotsom: ook op dit gebied gaat de nieuwe benadering van de “onderlinge aanpassing” aanzienlijk verder dan de gelijkschakeling van de bestaande voorschriften in de onderscheiden lidstaten.

(e) Concurrentie van wetgevingen

Betekent deze harmoniseringsgolf niet het einde van een zekere vorm van concurrentie van nationale wetgevingen? Moet men niet vrezen dat hierdoor de efficiëntie in de wetgeving, en de innovatie in de markten zou worden vertrappeld? Een dergelijke concurrentie wordt in de literatuur – hoofdzakelijke in de Amerikaanse geschriften, waar dit een van de geliefkoosde thema's

³⁸ Zie de bekend Amerikaanse Dirks case: *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

³⁹ Art. 14 Richtlijn Marktmisbruik. Deze maatregelen moeten “doeltreffend, evenredig en afschrikkend” zijn.

⁴⁰ Art. 12(2) Richtlijn Marktmisbruik.



uitmaakt ⁴¹ - meestal als wenselijk beschreven nu zij de neiging van wetgevers om ongebreideld te reguleren enigszins indijkt, en op een meer spontane wijze tot harmonisering aanzet.

In de Europese context blijft de ruimte voor concurrentie zeer aanzienlijk: aanzienlijke gebieden zijn niet het voorwerp zijn harmoniseringsmaatregelen, zodat de concurrentie er vrij spelen. Voorbeelden zijn de markten in overheidsfondsen, waarvoor geen harmonisering geldt, de materie voor de niet-geharmoniseerde ICBs of nog de “vrije markt” als zeer licht gereguleerde markt. In deze gebieden laat de concurrentie zich sterk voelen. Ook binnen de richtlijnen stelt men vast dat ruimte voor concurrentie overblijft: aldus de informatieverplichtingen bij openbare uitgifte van effecten, waar de vennootschappen vrij de verrichtingen kunnen domiciliëren en dus het toepasselijke regime – weliswaar geharmoniseerd – vrij kunnen kiezen⁴². Analoge regelen gelden in de transparantie-richtlijn. Zoals de zaken er vandaag de dag voorstaan, kan er geen vrees zijn dat er te weinig concurrentie is, veeleer omgekeerd, dat de Lidstaten elkaar winstgevende activiteiten trachten af te vangen, onder meer door het niveau van reglementering, en vooral van toezicht te verlagen. In de toekomst wordt dit een aandachtspunt dat de Europese Comités zullen pogen in te dijken, hetzij door na te gaan welke lidstaten in gebreke blijven (“peer review”⁴³) hetzij door onderling tot overeenstemming te komen in het kader van een eventuele mediatieprocedure (“mediation”⁴⁴)

Besluit

Op het stuk van de omkadering van de kapitaalmarkten in Europa zijn we in een nieuwe fase gekomen. De regelen worden nagenoeg geheel door de Europese Unie vastgesteld, met toenemende uniformiteit. Aldus wordt ook een natwoord

⁴¹ L. BEBCHUK “Federalism and the corporation: the desirable limits on state competition in corporate law”, *Harvard Law Review*, 1992, 1435; idem, “A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition” (with ALLEN FERRELL) 87 *Virginia Law Review* 111-164 (2001); idem, “On Takeover Law and Regulatory Competition” (with ALLEN FERRELL) 57 *Business Lawyer* 1047-1068 (2002); W. J. CARNEY, “The Political Economy of Competition for Corporate Charters”, *Journal of Legal Studies* (1997), 26(1), 303-20; J.R. MACEY en G.P. MILLER, “Toward an interest-group theory of Delaware corporate law”, *Texas Law Review*, 1987, 469; H. MEHRT, “Das europäische Gesellschaftsrecht und die Idee des Wettbewerbs der Gesetzgeber”, 1995 *RechtsZ*, 545; R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law* (1993) ; idem, ‘The State Competition Debate in Corporate Law’ (1987) 8 *Cardozo L.R.*, 709; idem: “Empowering investors: a market approach to securities regulation”, in: K.J. HOPT, a.o., *Comparative Corporate Governance, supra nt. 11*, 143-217; idem, “Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?” (March 27, 2005). Yale Law & Economics Research Paper 307; Yale ICF Working Paper 05-02; NYU, Law and Economics Research Paper 04-03 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=693484> or DOI: [10.2139/ssrn.693484](https://doi.org/10.2139/ssrn.693484) R. WINTER, “State law, shareholder protection and the theory of the corporation”, *Journal of Legal Studies*, 1977, 251.

⁴² Zie de definitie van de lidstaat van herkomst in art.2, 2, litt. M (ii) en (iii)art. 5 Prospectusrichtlijn ?

⁴³ Zie CESR, Peer Review , uitgevoerd door het “Review Panel”, www.cesr-eu.org

⁴⁴ Zie CESR, Mediation: “Establishment of a Mediation Mechanism”, 8 april 2005, CESR/ 05-253, www.cesr-eu.org



gegeven op de veel gestelde vraag naar een Europese regelgever: in feite is deze reeds gegeven, hetzij onder de vorm van de richtlijnen (niveau 1 en 2) hetzij van samenwerking tussen de toezichthouders en convergentie tussen de toezichtpraktijken.

De beweging naar meer eenvormigheid zal zich in de toekomst sterker doorzetten, zeker zo de Commissie de verordening als instrument voor regulering toenemend zou hanteren. De ruimte voor de nationale reglementering wordt hierdoor weliswaar ingeperkt, maar zonder dat zulks de concurrentie tussen de toezichtsystemen nu reeds overmatig zou inperken. Gelet op de aanwezigheid van zo talrijke toezichthouders die optreden in onderscheiden rechtssystemen, zal de concurrentie tussen reglementen, en derhalve tussen toezichthouders, ook wel morgen blijven bestaan.

Op termijn zal aldus een reglementair bestel ontstaan dat minstens in zijn hoofdlijnen op gelijk niveau zal staan met het Amerikaanse. Deze internationale vergelijkbaarheid is een van de ultieme doelstellingen voor het Europese beleid terzake. Ook op dit vlak volgt het beleid de feitelijke ontwikkelingen in de markten. Nu deze onderling sterker van elkaar afhankelijk worden, is het noodzakelijk ook de reglementeringen op elkaar af te stemmen en te streven naar een wereldwijde convergentie. Op de achtergrond van de globalisering van de financiële markten en de institutionele verwevenheid van de operatoren – waaronder de beurzen – is dit een niet enkel onvermijdbare, maar ook een te wensen ontwikkeling.

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.