

# Brexit and the City

De gevolgen van Brexit voor de financiële sector

Brexit-reeks – nr. 8

132

J.T. Tegelaar\* en M. Haentjens\*\*

Dit artikel zal ingaan op de mogelijke gevolgen van een Brexit voor de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk en de EU. Daarbij zal worden ingegaan op de *single market* voor financiële diensten, waaronder het zogeheten 'Europees paspoort'. Omdat het Verenigd Koninkrijk na een harde Brexit kwalificeert als een 'derde land', zal ook de positie van derde landen worden besproken onder de huidige Europese financiële regelgeving.

## I. Inleiding

Op 29 maart 2017 is het tweejarige proces begonnen dat moet resulteren in de uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie (hierna: EU of Unie). Deze zogeheten Brexit zal de vorm krijgen van een 'harde Brexit'; het Verenigd Koninkrijk zal geen deel meer uitmaken van de Unie, noch van de Europese Economische Ruimte (EER). Dit betekent dat het Verenigd Koninkrijk de verworvenheden zal verliezen die de Unie bood, tenzij de onderhandelingen leiden tot afwijkende afspraken. Dit artikel zal ingaan op de mogelijke gevolgen van een Brexit voor de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk en de EU. Daarbij zal worden ingegaan op de *single market* voor financiële diensten, waaronder het zogeheten 'Europees paspoort'. Omdat het Verenigd Koninkrijk na een harde Brexit kwalificeert als een 'derde land', zal ook de positie van derde landen worden besproken onder de huidige Europese, financiële regelgeving. Meer in het bijzonder zal worden ingegaan op de derdelandenregimes die bepalen onder welke voorwaarden financiële ondernemingen tot de interne markt kunnen worden toegelaten die zijn gevestigd in een land dat geen deel uitmaakt van de EER. Geconcludeerd zal worden dat een Brexit grote gevolgen zal hebben voor zowel de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk als de financiële sector in de Unie. De wederzijdse afhankelijkheid van de financiële

sector in het Verenigd Koninkrijk enerzijds en in de Unie anderzijds zal echter meebrengen dat enige nuancering op deze conclusie zal moeten worden aangebracht. Vanwege deze afhankelijkheid zouden bijzondere afspraken ten aanzien van de financiële sector namelijk noodzakelijk kunnen worden geacht, of zou tot een Europees derdelandenregime met paspoortstructuur kunnen worden besloten.

## 2. De Londense City als *financial capital* van Europa

Londen is de *financial capital* van Europa en huisvest onder meer de grootste beurs van Europa, de *London Stock Exchange* (LSE). Daarnaast gebruiken Amerikaanse, Aziatische en Zwitserse banken Londen traditioneel als Europese basis, van waaruit zij hun activiteiten in de rest van Europa ontplooiën. De Londense activiteiten vormen voor de vijf grootste Amerikaanse *investment banks*<sup>1</sup> bovendien het grootste deel van hun Europese omzet: 90% van de Europese totaalomzet wordt behaald in Londen.<sup>2</sup> De financiële sector is voor het Verenigd Koninkrijk een belangrijke bron van inkomsten; de markt voor financiële diensten heeft een bruto toegevoegde waarde in het bruto binnenlands product van 11%.<sup>3</sup> Gemeten naar het bbp is financiële dienstverlening daarmee de grootste sector van het Verenigd Koninkrijk. Ongeveer een kwart van deze inkomsten wordt gegenereerd door grensoverschrijdende dienstverlening binnen de EU. Het Europees paspoort heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan de groei van de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk; sinds de introductie van het Europees paspoort in de jaren 90 is de bruto toegevoegde waarde in het bruto binnen-

\* Jouke Tegelaar is als junior docent verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden.

\*\* Matthias Haentjens is als hoogleraar verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden.

1 Goldman Sachs, JP Morgan, Citigroup, Morgan Stanley en Bank of America Merrill Lynch.

2 D. Schoemaker, 'Lost passports: a guide to the Brexit fallout for the City of London', *Bruegel.org* 30 juni 2016, <http://bruegel.org/2016/06/lost-passports-a-guide-to-the-brexit-fallout-for-the-city-of-london/>.

3 Briefing van het Europees Parlement, 'Brexit: the United-Kingdom and EU financial services', 9 december 2016, p. 1.

lands product harder gestegen dan het gemiddelde van de OESO-landen.<sup>4</sup>

### 3. *Single market* voor financiële diensten

#### 3.1. *Het Europees paspoort*

Voor de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk is de belangrijkste verworvenheid van het lidmaatschap van de EU de toegang tot de *single market* voor financiële diensten. In deze *single market* van de Unie is de financiële regelgeving in belangrijke mate geharmoniseerd. Daarnaast kunnen financiële ondernemingen, waaronder kredietinstellingen (hierna: banken), beleggingsondernemingen en verzekeraars, met één vergunning grensoverschrijdend diensten aanbieden in de andere lidstaten: het zogeheten ‘Europees paspoort’. Het verlies van dit paspoort is een van de onderwerpen waarover de financiële sector zich veel zorgen maakt.

Een van de eerste stappen richting een *single market* voor financiële diensten was de Eerste Bankenrichtlijn.<sup>5</sup> Deze richtlijn beoogde de vergunningsvereisten voor banken te harmoniseren. De Europese wetgever uitte in de considerans bovendien de wens dat ‘het algehele toezicht (...) op een kredietinstelling die in meer dan een Lid-Staat werkzaam is, wordt uitgeoefend door de bevoegde autoriteiten van de Lid-Staat waarin de kredietinstelling haar hoofdkantoor heeft’: het systeem van wederzijdse erkenning en *home country control*, zoals dat ook thans nog wordt gehanteerd.<sup>6</sup> Onder de Eerste Bankenrichtlijn was het echter nog niet mogelijk grensoverschrijdend diensten te verrichten in een andere lidstaat zonder (ook) daar een vergunningsprocedure te doorlopen. In de meeste gevallen had dat tot gevolg dat de bank een dochteronderneming met rechtspersoonlijkheid moest oprichten in de desbetreffende lidstaat.<sup>7</sup> Een dochteronderneming moet afzonderlijk worden gekapitaliseerd en bestuurd en is daarmee duur. Een grensoverschrijdend opererende bank moest dus meerdere dochters met rechtspersoonlijkheid oprichten en meerdere vergunningsprocedures doorlopen; dat kost tijd en geld en belemmerde daarmee het bereiken van een *single market*.<sup>8</sup>

Om deze belemmeringen weg te nemen introduceerde de Europese wetgever in 1992 met de Tweede Banken-

richtlijn<sup>9</sup> en in 1994 met de Richtlijn Beleggingsdiensten<sup>10</sup> het Europees paspoort voor banken respectievelijk beleggingsondernemingen, dat inmiddels is geworden tot een beginsel van Europees financieel recht.<sup>11</sup> Inmiddels is het Europees paspoort onder meer beschikbaar voor banken, beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen (of: beleggingsfondsen) en verzekeraars. Op basis van dit Europees paspoort kunnen financiële ondernemingen met een vergunning in een van de lidstaten in de gehele EU diensten aanbieden. Deze grensoverschrijdende dienstverlening kan ofwel direct plaatsvinden vanuit de lidstaat van herkomst, bijvoorbeeld door gebruikmaking van een website, ofwel via een bijkantoor (zonder rechtspersoonlijkheid) in de lidstaat van ontvangst. De lidstaten van ontvangst mogen aan de grensoverschrijdende dienstverlening geen aanvullende eisen stellen. Het oprichten van een dochteronderneming met rechtspersoonlijkheid is dus ook niet meer nodig. Vanwege de principes van wederzijdse erkenning en *home country control* hebben de op basis van het Europees paspoort opererende financiële ondernemingen (bijna) uitsluitend te maken met de toezichthouder van de lidstaat waar ze zijn gevestigd. Wel moet een zogeheten notificatieprocedure worden doorlopen die inhoudt dat de toezichthouder van de lidstaat van herkomst de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst informeert over het voornemen van de desbetreffende financiële onderneming in die lidstaat diensten te verlenen. Een notificatieprocedure is dus verplicht zowel waar de grensoverschrijdende dienstverlening plaatsvindt vanuit de lidstaat van herkomst (bijvoorbeeld door gebruikmaking van een website), als via een bijkantoor in de lidstaat van ontvangst. Met een harde Brexit verliezen financiële ondernemingen gevestigd in het Verenigd Koninkrijk hun toegang tot de *single market*.<sup>12</sup> Dat geldt ook voor de Amerikaanse, Aziatische en Zwitserse financiële ondernemingen die Londen gebruiken als *hub*, dat wil zeggen: die van hun Engelse vergunning gebruikmaken om hun activiteiten in de hele EU te ontplooiën. Volgens een onderzoek van de *Financial Conduct Authority* (FCA), de Engelse financiële toezichthouder, maken ongeveer 5500 financiële ondernemingen gevestigd in het Verenigd Koninkrijk gebruik van een

4 IMF, ‘Macroeconomic implications of the United Kingdom leaving the European Union’, 1 juni 2016, p. 14.

5 Eerste Richtlijn 77/780/EEG van de Raad van 12 december 1977 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen.

6 De Icesave-affaire illustreert dat dit systeem niet altijd adequaat functioneert, zie: A.J.C. de Moor-van Vugt, C.E. du Perron & P.J. Krop, ‘De bevoegdheden van De Nederlandsche Bank inzake Icesave’, Onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën 11 juni 2009, p. 58-60 en 69.

7 Zie ook: J. Armour, ‘Brexit and Financial Services’, *Oxford Review of Economic Policy* 2017 (te verschijnen), gepubliceerd op SSRN, p. 4.

8 Volgens een onderzoek van de Boston Consulting Group zou een ‘terugval’ naar een dergelijk systeem voor banken kunnen leiden tot een toename van 8 tot 22% in de jaarlijkse operationele kosten, afhankelijk van het type bank, zie: The Boston Consulting Group, ‘White Paper – Global Capital Markets 2016: The Value Migration (Part 2) – Assessing the Impact of Brexit’, 2016, p. 10-11.

9 Tweede Richtlijn 89/646/EEG van de Raad van 15 december 1989 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, alsmede tot wijziging van Richtlijn 77/780/EEG; Richtlijn 89/299/EEG van de Raad van 17 april 1989 betreffende het eigen vermogen van kredietinstellingen.

10 Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten.

11 Zie ook: M. Haentjens & P. De Gioia-Carabellese, *European Banking and Financial Law*, London: Routledge 2015, p. 8-10.

12 Het is nog niet voorgekomen dat landen die geen lid waren van de EU of de EER gebruik konden maken van het paspoortregime, zie: Briefing van het Europees Parlement, ‘Third-country equivalence in EU banking legislation’, 9 december 2016, p. 1.

Europees paspoort om diensten te verlenen in andere lidstaten.<sup>13</sup>

Daarnaast zal het voor financiële ondernemingen uit andere lidstaten niet meer mogelijk zijn op basis van het Europees paspoort diensten te verrichten in het Verenigd Koninkrijk. Op basis van hetzelfde, zojuist aangehaalde onderzoek maken ongeveer 8000 financiële ondernemingen gevestigd in andere lidstaten gebruik van het Europees paspoort om grensoverschrijdende diensten te verlenen in het Verenigd Koninkrijk. Een vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Unie brengt dus zowel voor financiële ondernemingen gevestigd in het Verenigd Koninkrijk als voor financiële ondernemingen gevestigd in andere lidstaten die diensten (willen) verrichten in het Verenigd Koninkrijk nadelen mee; zij zullen allemaal ten minste één extra vergunningsprocedure moeten doorlopen in de (lid)staat van ontvangst.

Het Verenigd Koninkrijk voert traditioneel een liberaal beleid ten aanzien van financiële ondernemingen die willen opereren in het Verenigd Koninkrijk.<sup>14</sup> Zo is de geografische reikwijdte van financiële regelgeving vaak beperkt, in die zin dat ondernemingen uit derde landen pas worden onderworpen aan Engelse regelgeving als ze zich vestigen in het Verenigd Koninkrijk en niet als ze 'slechts' grensoverschrijdend diensten verlenen aan cliënten gevestigd in het Verenigd Koninkrijk.<sup>15</sup> Dit liberale beleid kan ook worden geïllustreerd aan de hand van de zogeheten *overseas-persons*-uitzondering: op grond van die uitzondering mag iemand uit een derde land beleggingsdiensten verlenen in het Verenigd Koninkrijk zonder dat daarvoor een vergunning van de Engelse toezichthouder is vereist.<sup>16</sup> Ter vergelijking: Nederland heeft geen speciale regels voor beleggingsondernemingen uit een derde land die hier beleggingsdiensten willen verlenen.<sup>17</sup> Bovendien vallen beleggingsondernemingen 'al' onder de Nederlandse regelgeving als zij diensten aanbieden aan inwoners van Nederland, ook al zijn zij niet in Nederland gevestigd.<sup>18</sup> Beleggingsondernemingen gevestigd in een derde land zullen derhalve een vergunning als beleggingsonderneming moeten verkrijgen van de Nederlandse toezichthouder, in dit geval de Autoriteit Financiële Markten (AFM), als zij grensoverschrijdend diensten willen verlenen in Nederland. Zij zullen dus

zowel aan de vereisten van de staat van herkomst als aan de Nederlandse vereisten moeten voldoen.<sup>19</sup>

### 3.2. Derlandenregimes betreffende markttoegang

In het scenario van een harde Brexit zal het Verenigd Koninkrijk als 'derde land' gaan kwalificeren onder zowel nationale als Europese financiële regelgeving. Zoals zojuist reeds is geïllustreerd aan de hand van de verschillen tussen het Verenigd Koninkrijk en Nederland met betrekking tot de regulering van beleggingsdiensten verleend door ondernemingen gevestigd in een derde land, zijn de zogeheten derdelandenregimes in de EU die de markttoegang betreffen over het algemeen niet geharmoniseerd, laat staan geüniformeerd.<sup>20</sup> De vereisten voor grensoverschrijdende dienstverlening in de lidstaten door ondernemingen gevestigd in een derde land zijn namelijk traditioneel een nationale aangelegenheid. Een nationale vergunning voor het verlenen van grensoverschrijdende diensten door een financiële dienstverlener uit een derde land levert dan ook niet noodzakelijkerwijs een Europees paspoort op. Financiële ondernemingen gevestigd in derde landen dienen dus in beginsel in iedere lidstaat afzonderlijk een vergunningsprocedure te doorlopen als zij in meerdere lidstaten zaken willen doen, terwijl de vergunningsvereisten voor grensoverschrijdende dienstverlening bovendien per lidstaat kunnen verschillen. Als het Verenigd Koninkrijk de EU verlaat en er geen bijzondere afspraken worden gemaakt, zullen de nationale en Europese derdelandenregimes relevant worden voor financiële ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk die grensoverschrijdend diensten willen verlenen in de EU.

De traditie dat derdelandenregimes de exclusieve bevoegdheid van de lidstaten zijn, lijkt langzamerhand te worden verlaten. Geharmoniseerde Europese derdelandenregimes bestaan inmiddels immers op het gebied van beleggingsdiensten<sup>21</sup> en herverzekeraars. Voor banken bestaat een dergelijk geharmoniseerd derdelandenregime niet. De Europese Commissie benadrukte recentelijk de toegevoegde waarde van geharmoniseerde, Europese derdelandenregimes voor zowel de Unie als voor derde landen. Deze toegevoegde waarde bestaat voor Europese ondernemingen en beleggers uit een grotere keuze aan finan-

13 Financial Conduct Authority, 'Letter to Andrew Tyrie, Chairman of the House of Commons Treasury Committee', 17 augustus 2016, p. 2-3.

14 R. Moulton, 'Theresa May's 12 Brexit Principles – and What They Mean for Financial Services', *Oxford Business Law Blog* 2017, [www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/theresa-may%E2%80%99s-12-brexit-principles-and-what-they-mean-financial](http://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/theresa-may%E2%80%99s-12-brexit-principles-and-what-they-mean-financial); J. Armour, 'Brexit and Financial Services', *Oxford Review of Economic Policy* 2017 (te verschijnen), gepubliceerd op SSRN, p. 3.

15 R. Moulton, 'Theresa May's 12 Brexit Principles – and What They Mean for Financial Services', *Oxford Business Law Blog* 2017, [www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/theresa-may%E2%80%99s-12-brexit-principles-and-what-they-mean-financial](http://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/theresa-may%E2%80%99s-12-brexit-principles-and-what-they-mean-financial).

16 Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, Art. 72 'Overseas persons'.

17 L.J. Silverentand & F.W.J. van der Eerden (red.), *Hoofdlijnen Wft*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 203.

18 Art. 2:96 Wft spreekt ten aanzien van de vergunningsplicht voor beleggingsondernemingen over het verlenen van beleggingsdiensten en het verrichten van beleggingsactiviteiten 'in Nederland'. Wat precies moet worden verstaan onder 'in Nederland' wordt niet geëxpliciteerd in de Wft noch in de wetgeschiedenis. De AFM leidt uit de wetgeschiedenis (*KamerstukkenII* 2005/06, 29708, 19, p. 465 (Vierde NvW)) echter af dat beleggingsdienstverlening aan in Nederland gevestigde cliënten kwalificeert als dienstverlening 'in Nederland', zie: [www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/beleggingsondernemingen-doorlopend-toezicht/niet-lidstaat-euronext](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/beleggingsondernemingen-doorlopend-toezicht/niet-lidstaat-euronext). Zie ook: L.J. Silverentand & F.W.J. van der Eerden (red.), *Hoofdlijnen Wft*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 196.

19 Overigens gelden in Nederland wel enige ontheffingen en vrijstellingen voor beleggingsondernemingen uit derde landen, zie art. 2:99 lid 6 Wft en de Beleidsregel Derde landen beleid van de AFM, respectievelijk art. 10 Vrijstellingsregeling Wft.

20 Zie ook overweging 41 Verordening (EU) 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) 648/2012 (MiFIR).

21 Zie ook direct hieronder, paragraaf 3.2.1.

ciële diensten en financiële instrumenten.<sup>22</sup> Voor financiële ondernemingen bieden dergelijke regimes het voordeel dat zij niet meer worden onderworpen aan overlappende en conflicterende regelgeving. Derlandenregimes zijn dan ook gestoeld op een wederzijds vertrouwen tussen de Unie en het derde land in elkaars regelgeving en toezicht.<sup>23</sup> Dit voordeel genieten zowel financiële ondernemingen uit derde landen als Europese financiële ondernemingen die diensten verlenen in derde landen, omdat veel Europese derdelandenregimes *reciprocity* als vereiste hebben. Zodra de Unie ondernemingen uit een derde land toestaat diensten te verrichten op haar grondgebied op basis van een derdelandenregime, moet dat derde land Europese ondernemingen toestaan grensoverschrijdende diensten te verlenen.

### 3.2.1. Equivalence

Een van de kernelementen van de geharmoniseerde Europese derdelandenregimes die de markttoegang betreffen is *equivalence* of gelijkwaardigheid. De Unie moet erop kunnen vertrouwen dat een financiële onderneming gevestigd in een derde land aan gelijkwaardige regels en gelijkwaardig toezicht is onderworpen alvorens actief te mogen worden op Europees grondgebied. Een dergelijk gelijkwaardigheidsbesluit wordt door de Europese Commissie genomen. Een tweede element is het vereiste dat de toezichthouders van het derde land samenwerkingsregelingen aangaan met de desbetreffende toezichthouder in de Unie. Een derde kernelement van Europese derdelandenregimes is het al eerder genoemde vereiste van *reciprocity*: het derde land moet Europese financiële ondernemingen toestaan op zijn markt.

Een beperking van derdelandenregimes ten opzichte van het Europees paspoort is dat deze regimes zich kenmerken door een *piecemeal approach*.<sup>24</sup> Een dergelijk regime biedt slechts toegang tot de Unie waar dat expliciet in de Europese regelgeving is vastgelegd; het is niet mogelijk op basis van *equivalence* alle soorten diensten te verlenen aan alle soorten cliënten.<sup>25</sup> Diensten en cliënten die buiten het geharmoniseerde derdelandenregime vallen, blijven onderworpen aan de verschillende, nationale regels van de lidstaten. Zo is het aantrekken van deposito's en het aanbieden van leningen wegens een gebrek aan een derdelandenregime voor banken onderworpen aan de afzonderlijke nationale regimes van de lidstaten.

Beleggingsdienstverlening direct vanuit een derde land aan retailcliënten blijft bijvoorbeeld ook onder de vanaf januari 2018 geldende Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) een nationale aangelegenheid.<sup>26</sup> Als gezegd is het derdelandenregime voor beleggingsdienstverlening aan professionele cliënten en zogeheten in aanmerking komende tegenpartijen daarentegen echter wel geharmoniseerd. Meer in het bijzonder mogen ondernemingen uit derde landen op grond van de Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) met of zonder een bijkantoor namelijk diensten verlenen aan professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen in een lidstaat als voldaan is aan het vereiste van *equivalence*,<sup>27</sup> als er samenwerkingsregelingen zijn getroffen tussen de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de autoriteiten in het derde land<sup>28</sup> en als is voldaan aan het vereiste van *reciprocity*.<sup>29, 30</sup> De lidstaten mogen dan geen aanvullende vereisten opleggen.<sup>31</sup> Als een onderneming uit een derde land grensoverschrijdend diensten verricht via een bijkantoor en aan bovengenoemde vereisten voldoet, heeft de onderneming zelfs een quasi-Europees paspoort. Zij kan dan grensoverschrijdend beleggingsdiensten verlenen aan professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen in de gehele Unie.<sup>32</sup>

### 3.2.2. Equivalence en het Verenigd Koninkrijk

Uitgaande van een harde Brexit, zullen ondernemingen gevestigd in het Verenigd Koninkrijk kwalificeren als ondernemingen uit derde landen. Waar het Europees financieel recht een geharmoniseerd derdelandenregime biedt, zullen ondernemingen gevestigd in het Verenigd Koninkrijk dus aan de zojuist besproken criteria moeten voldoen om te kunnen opereren in de Unie. Aangetoond zal moeten worden dat de wettelijke en de toezichtsregimes in het Verenigd Koninkrijk gelijkwaardig zijn aan die van de Unie. Het is moeilijk denkbaar dat de financiële regelgeving en het toezicht daarop in het Verenigd Koninkrijk – in ieder geval kort na de Brexit – niet als gelijkwaardig zal kwalificeren. Waar de regelgeving vastgelegd in richtlijnen zal deze in geïmplementeerde vorm in het Verenigd Koninkrijk immers geldig blijven, in ieder geval zolang de Britse wetgever deze niet wijzigt. Voor de regelgeving vastgelegd in verordeningen geldt dat deze na uittreding niet meer (direct) geldt. Het is echter goed mogelijk dat het Verenigd Koninkrijk ten

22 Commission Staff Working Document, 'EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment', Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 5.

23 Commission Staff Working Document, 'EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment', Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 5; Briefing van het Europees Parlement, 'Third-country equivalence in EU banking legislation', 9 december 2016, p. 2; E. Ferran, 'The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation', *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2016/47, p. 4.

24 Briefing van het Europees Parlement, 'Third-country equivalence in EU banking legislation', 9 december 2016, p. 2.

25 Briefing van het Europees Parlement, 'Third-country equivalence in EU banking legislation', 9 december 2016, p. 2.

26 Art. 39-43 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2001/61/EU (MiFID II).

27 Art. 46 jo. art. 47 MiFIR.

28 Art. 46 lid 2 sub c jo. art. 47 lid 2 MiFIR.

29 Art. 47 lid 1 MiFIR.

30 Art. 47-49 en 54 MiFIR.

31 Art. 46 lid 3 MiFIR.

32 Art. 47 lid 3 MiFIR.

aanzien van die regelgeving kiest voor *grandfathering*: de regelgeving wordt gedupliceerd in nationaal recht.<sup>33</sup> Het voornemen van het Verenigd Koninkrijk lijkt op dit moment in ieder geval te zijn met de zogeheten ‘Great Repeal Bill’ het gehele Europese acquis om te zetten in nationaal recht alvorens de *exit* plaatsvindt.<sup>34</sup> Theresa May leek hierop ook te doelen waar zij in haar speech op 17 januari jl. sprak over de *single market* voor grensoverschrijdende financiële dienstverlening:

‘(...) it makes no sense to start again from scratch when Britain and the remaining Member States have adhered to the same rules for so many years.’<sup>35</sup>

Ferran acht het dan ook goed denkbaar dat het Verenigd Koninkrijk het eerste land is dat kwalificeert als gelijkwaardig onder alle derdelandenregimes.<sup>36</sup>

Een derde land kan echter geen gelijkwaardigheidsbesluit afdwingen. In de woorden van de Europese Commissie:

‘Third countries may express an interest in being assessed which the Commission will duly consider.’<sup>37</sup>

Bovendien kan de Unie een eenmaal genomen gelijkwaardigheidsbesluit ieder moment weer intrekken.<sup>38</sup> In de Brexit-literatuur worden enige zorgen geuit over de macht van de Europese Unie bij dergelijke gelijkwaardigheidsbesluiten.<sup>39</sup> De Unie zou haar macht kunnen ‘misbruiken’, bijvoorbeeld door uit politieke overwegingen geen, of een negatief gelijkwaardigheidsbesluit te nemen.<sup>40</sup>

Het Verenigd Koninkrijk heeft er baat bij de Commissie te verzoeken binnen de tweejarige termijn van de onderhandelingen over de uittreding een gelijkwaardigheidsbesluit te nemen. Op die manier kunnen financiële ondernemingen gedeeltelijk grensoverschrijdend in de Unie blijven opereren, ook als geen afwijkende afspraken zullen zijn gemaakt. De daaraan voorafgaande procedures kunnen echter jaren duren. Bovendien brengt de onzekerheid over eventueel door te voeren veranderingen in het Engelse financieel recht mee dat een finaal oordeel over de gelijkwaardigheid moeilijk te geven is.<sup>41</sup>

#### 4. Slot: enige nuanceringen

Uit het bovenstaande volgt dat een harde Brexit zijn weerslag zal hebben op de wijze waarop financiële ondernemingen jarenlang zaken hebben kunnen doen vanuit en naar het Verenigd Koninkrijk. Grensoverschrijdende financiële ondernemingen zullen na definitieve uittreding hoogstwaarschijnlijk moeten herstructureren en vergunningsprocedures moeten doorlopen. Bovendien brengt de onzekerheid over de uitkomst van de onderhandelingen mee dat financiële ondernemingen reeds nu activiteiten overbrengen naar andere lidstaten. Zo heeft Goldman Sachs recentelijk aangekondigd vanwege de Brexit ‘honderden banen’ uit Londen te verhuizen naar andere lidstaten om aldaar delen van de huidige Londense activiteiten onder te brengen.<sup>42</sup> Toch zal enige nuancering moeten worden aangebracht bij deze conclusies.

De eerste nuancering die kan worden aangebracht is dat de consequenties van de Brexit per sector sterk zullen verschillen, omdat niet elke sector in dezelfde mate gebruikmaakt van het Europees paspoort. Zo zijn banken daarvan meer afhankelijk dan de verzekeringssector, omdat verzekeraars meestal grensoverschrijdend diensten verlenen op basis van een dochteronderneming met rechtspersoonlijkheid (waarvoor een aparte vergunningsprocedure moet worden doorlopen in de lidstaat).<sup>43</sup> Voor banken zal de Brexit dan ook ingrijpender uitpakken dan voor verzekeraars.

De tweede nuancering heeft betrekking op de aannemelijkheid van afwijkende afspraken. Het zou immers kunnen zijn dat overeengekomen zal worden dat speciaal voor grensoverschrijdende financiële dienstverlening vanuit en naar het Verenigd Koninkrijk het paspoortregime zal blijven gelden. Enerzijds lijkt de politieke wil aan Europese zijde voor dergelijke, afwijkende afspraken op dit moment te ontbreken.<sup>44</sup> Anderzijds wijst een aantal omstandigheden in die richting. Ten eerste de wederzijdse afhankelijkheid tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU. Niet alleen de in het Verenigd Koninkrijk gevestigde ondernemingen zullen immers de verworven-

33 J. Armour, ‘Brexit and Financial Services’, *Oxford Review of Economic Policy* 2017 (te verschijnen), gepubliceerd op SSRN, p. 11.

34 Department for Exiting the European Union, *The Great Repeal Bill: White Paper*, 30 maart 2017, gepubliceerd op [www.gov.uk/government/publications/the-great-repeal-bill-white-paper](http://www.gov.uk/government/publications/the-great-repeal-bill-white-paper).

35 Theresa May over de *single market* voor grensoverschrijdende financiële dienstverlening, zie: Speech Theresa May, Lancaster House, 17 januari 2017, volledige tekst gepubliceerd op [www.telegraph.co.uk/news/2017/01/17/theresa-mays-brex-it-speech-full/](http://www.telegraph.co.uk/news/2017/01/17/theresa-mays-brex-it-speech-full/).

36 E. Ferran, ‘The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation’, *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2016/47, p. 21.

37 Commission Staff Working Document, ‘EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment’, Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 8.

38 Commission Staff Working Document, ‘EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment’, Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 8.

39 Zie o.a. J. Armour, ‘Brexit and Financial Services’, *Oxford Review of Economic Policy* 2017 (te verschijnen), gepubliceerd op SSRN, p. 11; W. Georg Ringe, ‘The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market’, *Oxford Legal Studies Research Paper No 10* 2017, gepubliceerd op SSRN, p. 9-10.

40 J. Armour, ‘Brexit and Financial Services’, *Oxford Review of Economic Policy* 2017 (te verschijnen), gepubliceerd op SSRN, p. 11.

41 E. Ferran, ‘The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation’, *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series* 2016/47, p. 22.

42 ‘Goldman Sachs verhuist honderden banen uit Londen om brexit’, *Het Financieele Dagblad* 21 maart 2017.

43 D. Schoenmaker, ‘The UK Financial Sector and EU Integration after Brexit: The Issue of Passporting’, in: N. Campos & F. Coricelli (red.), *The Economics of the UK-EU Relationship: From the Treaty of Rome to the Brexit Vote*, London: Palgrave MacMillan 2016, gepubliceerd op SSRN, p. 5-6.

44 N. Moloney, ‘Brexit Negotiations Series: “Negotiating a Financial Services Deal: Politics and Preferences”’, onder verwijzing naar het antwoord van president Donald Tusk op de brief van premier Theresa May van 29 maart 2017.

heid van het Europees paspoort verliezen, maar ook Europese ondernemingen die grensoverschrijdend diensten verrichten in het Verenigd Koninkrijk.<sup>45</sup> Daarnaast streeft de Unie naar integratie op het gebied van financiële dienstverlening, getuige onder meer de geharmoniseerde derdenlandenregimes en de voorgenomen *Capital Markets Union*. Voor het succes van een dergelijke geïntegreerde financiële sector is de EU afhankelijk van het Verenigd Koninkrijk.<sup>46</sup> Een tweede aanwijzing betreft het belang dat de Unie heeft bij het voorkomen van deregulering door het Verenigd Koninkrijk.<sup>47</sup> Dergelijke deregulering zou de concurrentiepositie van de EU immers kunnen verslechteren en financiële ondernemingen zouden zich in dat geval mogelijk in Londen vestigen in plaats van in een lidstaat.<sup>48</sup> Afwijkende afspraken zouden dan meebrengen dat het Verenigd Koninkrijk in de pas blijft lopen met het Europees wetgevingsregime. Dat zou bovendien de financiële stabiliteit ten goede kunnen komen; het bestaan van een grote, gedereguleerde financiële sector in Londen zou risico's kunnen meebrengen voor de gehele EU.

De derde nuancering die moet worden aangebracht betreft de eerder besproken derdelandenregimes. Mochten de wederzijdse afhankelijkheid en het risico van deregulering niet leiden tot afwijkende afspraken over de markttoegang van financiële ondernemingen, dan kunnen zij in ieder geval van invloed zijn op te nemen gelijkwaardigheidsbesluiten. Als gezegd zou het voor de hand liggen dat de Unie kort na de daadwerkelijke afscheiding positieve gelijkwaardigheidsbesluiten neemt, omdat dan

de Britse regelgeving nog weinig zal afwijken van de Europese. Bovendien zou het vereiste van *reciprocity* dan meebrengen dat ook Europese financiële ondernemingen toegang tot de City behouden. Ten slotte zouden positieve gelijkwaardigheidsbesluiten een prikkel kunnen zijn voor het Verenigd Koninkrijk om in de pas te blijven lopen met de Unie ten aanzien van zijn financiële regelgeving.<sup>49</sup> Anderzijds kunnen gelijkwaardigheidsbesluiten, als gezegd, niet worden afgedwongen, terwijl zij bovendien weer kunnen worden ingetrokken. Bovendien betreffen deze besluiten slechts een specifiek onderdeel van de financiële sector. Voor toegang tot de retailmarkten en voor de markttoegang van banken en verzekeraars, bijvoorbeeld, zal vanwege het huidige gebrek aan een geharmoniseerd Europees derdelandenregime hoe dan ook moeten worden teruggevallen op de regimes van de lidstaten.

Uit het voorgaande volgt dat na de uittreding van het Verenigd Koninkrijk sterk verschillende scenario's mogelijk zijn. Het is bovendien niet zeker of inderdaad tot overeenkomst kan worden gekomen binnen de tweejarige termijn voor de onderhandelingen over de uittreding. Een dergelijke (rechts)zekerheid is vooral voor de financiële sector en de financiële stabiliteit onwenselijk en duidelijke overgangsregelingen zijn dan ook van groot belang.<sup>50</sup> Deze zouden bijvoorbeeld kunnen bestaan uit *grandfather clauses*, die ertoe leiden dat reeds verleende vergunningen geldig blijven.<sup>51</sup> Ook is een tijdelijk lidmaatschap van de EER als mogelijkheid geopperd.<sup>52</sup> Hoe dan ook: om Brexit zal het nog jaren draaien in de City.

45 Zie paragraaf 3.1.

46 Zie hierover: W. Georg Ringe, 'The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market', *Oxford Legal Studies Research Paper No 10 2017*, gepubliceerd op SSRN, p. 13-14.

47 W. Georg Ringe, 'The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market', *Oxford Legal Studies Research Paper No 10 2017*, gepubliceerd op SSRN, p. 14-15.

48 W. Georg Ringe, 'The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market', *Oxford Legal Studies Research Paper No 10 2017*, gepubliceerd op SSRN, p. 14-15.

49 Zie hierover ook: E. Ferran, 'The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation', *University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series 2016/47*, p. 21-24.

50 D. Schoemaker, 'The UK Financial Sector and EU Integration after Brexit: The Issue of Passporting', in: N. Campos & F. Coricelli (red.), *The Economics of the UK-EU Relationship: From the Treaty of Rome to the Brexit Vote*, London: Palgrave MacMillan 2016, gepubliceerd op SSRN, p. 13.

51 D. Schoemaker, 'The UK Financial Sector and EU Integration after Brexit: The Issue of Passporting', in: N. Campos & F. Coricelli (red.), *The Economics of the UK-EU Relationship: From the Treaty of Rome to the Brexit Vote*, London: Palgrave MacMillan 2016, gepubliceerd op SSRN, p. 13; D. Schoemaker, 'Written evidence for The House of Lords EU Sub-Committee on Financial Affairs chaired by Baroness Falkner of Margravine on the future of Financial Services in the UK following the vote to leave the European Union', *Bruegel.org* september 2016, <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/09/Written-Evidence-House-of-Lords-12-9.pdf>, p. 2.

52 W. Georg Ringe, 'The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market', *Oxford Legal Studies Research Paper No 10 2017*, gepubliceerd op SSRN, p. 33.