



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Brexit and the City: Preview to the Season Finale

Haentjens, M.; Tegelaar, J.T.

Citation

Haentjens, M., & Tegelaar, J. T. (2020). Brexit and the City: Preview to the Season Finale. *Sew: Tijdschrift Voor Europees En Economisch Recht*, 2020(6), 290-296. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3275781>

Version: Publisher's Version
License: [Leiden University Non-exclusive license](#)
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3275781>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Brexit and the City

Preview to the Season Finale

98

M. Haentjens en J.T. Tegelaar*

Sinds 1 februari 2020 maakt het Verenigd Koninkrijk geen deel meer uit van de single market voor financiële diensten. Hoewel het huidige overgangsregime een abrupte cesuur verzacht, kwalificeert het Verenigd Koninkrijk vanuit EU-perspectief nu als 'derde land'. Dit artikel zal ingaan op de gevolgen van die metamorfose vanuit financieelrechtelijk perspectief. Eerst zal de pre-Brexit-situatie worden besproken, waarin nog sprake was van een single market voor financiële diensten. Daarna zal de blik vooruit worden gericht. Ingegaan zal worden op de politieke context van de onderhandelingen, de (on)mogelijkheden voor het Verenigd Koninkrijk van de Europese markttoegangsregimes voor derde landen en de positie van Centrale Tegenpartijen.

I. Inleiding

In de nacht van vrijdag 31 januari 2020 op zaterdag 1 februari 2020 onderging het Verenigd Koninkrijk (VK) een Europeesrechtelijke metamorfose: van Unielidstaat werd het een 'derde land'. De twee belangrijkste consequenties daarvan vanuit financieelrechtelijk perspectief: het VK maakt geen deel meer uit van de *single market* voor financiële diensten en is niet langer gebonden aan het sterk geharmoniseerde (en soms zelfs: uniforme) Europese financiële toezicht. Deze consequenties kunnen ingrijpende gevolgen hebben voor de economie en financiële stabiliteit, zodat te verwachten valt dat onderwerpen van financieel recht wederom tot de kernonderwerpen van de onderhandelingen tussen VK en EU zullen behoren.¹ Tot welke uitkomst die onderhandelingen ook leiden, de vanzelfsprekendheid van grensoverschrijdende financiële transacties en dienstverlening vanuit en naar het VK is per 1 februari 2020 verleden tijd.

Al eerder, in 2017, schreven wij in *SEW* over de (mogelijke) gevolgen van Brexit voor de financiële sector. Nu, een paar jaar en een definitieve Brexit later, wijden we daaraan een nieuwe bijdrage met de actuele stand van zaken. We kunnen nu constateren dat Brexit reeds tot belangrijke wijzigingen heeft geleid, maar ook herhalen dat op een groot aantal punten de gevolgen op de korte en middellange termijn beperkt zullen zijn. De reeds tot stand gebrachte wijzigingen betreffen bijvoorbeeld het toezicht op Centrale Tegenpartijen en zal hieronder, in paragraaf 4 worden besproken. Dat de gevolgen tegelijkertijd (vooral nog) beperkt zullen blijven vindt zijn oorzaak ten eerste erin dat (ten minste) tot eind 2020 een overgangsperiode geldt waarin alle Unieregels voor het VK van kracht blijven. Bovendien zal het reeds in het recht van het VK geïmplementeerd Europees recht van kracht blijven, in ieder geval totdat de Britse regering dat recht wijzigt. Dat laatste is in een groot aantal gevallen niet heel waarschijnlijk. In een aantal andere, hieronder in paragraaf 4 te bespreken gevallen is wijziging waarschijnlijker.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Allereerst zullen wij in paragraaf 2 de fundamentele schetsen van het Europese financieelrechtelijke regime: de *single market* voor financiële diensten en het Europees paspoort. In paragraaf 3 zullen wij kort ingaan op de politieke context en de uitgangspunten waarmee het VK en de EU de onderhandelingen voeren: autonomie versus *level playing field*. In dat licht zal ook worden stilgestaan bij het 'Singapore-on-Thames'-scenario, waarin het VK zal inzetten op sterke deregulering van (onder meer) de financiële sector. In paragraaf 4 wordt de situatie waarin het VK kwalificeert als derde land besproken, waarbij in het bijzonder aandacht zal worden besteed aan de Europese derdelandenregimes voor markttoegang en de positie van Centrale Tegenpartijen. Geconcludeerd zal worden dat de toekomst van de relatie tussen het VK en de EU op het gebied van financiële diensten in hoge mate zal afhangen van politieke factoren en dat Brexit de komende maanden weer voor een belangrijk deel zal draaien om de City.

* Prof. mr. drs. M. Haentjens en mr. J.T. Tegelaar zijn als hoogleraar respectievelijk promovenda verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden. Deze bijdrage is een vervolg op: Brexit-reeks – nr. 8, 'Brexit and the City. De gevolgen van Brexit voor de financiële sector', *SEW* 2017, afl. 9.

¹ Voor de standpunten van beide partijen met betrekking tot financiële diensten in de onderhandelingen, zie HM Government, *The Future Relationship with the EU: The UK's Approach to Negotiations*, februari 2020, CP211, Chapter 16, beschikbaar via assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/868874/The_Future_Relationship_with_the_EU.pdf; en European Commission, Task Force for Relations with the United Kingdom, *Draft text of the Agreement on the New Partnership with the United Kingdom*, 18 maart 2020, Section 5.

2. *Single market* voor financiële diensten en het Europees paspoort

Met het vertrek van het VK uit de EU maakt het VK geen deel meer uit van de *single market*. Dit heeft voor de gehele economie negatieve consequenties, maar voor de financiële sector des te meer. Het is namelijk over het algemeen verboden financiële diensten te verrichten zonder over de juiste vergunning te beschikken. Zonder overgangperiode zouden financiële ondernemingen uit het VK per 1 februari 2020 niet meer over de juiste vergunning beschikken, waarmee hun toegang tot de EU zou komen te vervallen. Ook omgekeerd geldt dat financiële ondernemingen uit de EU bij gebreke van een overgangsregeling per eind januari geen toegang meer zouden hebben tot het VK. Dit vindt zijn oorzaak hoofdzakelijk in het zogeheten Europees paspoort, dat het kernelement vormt van de *single market* voor financiële diensten. Het Europees paspoort is onder meer beschikbaar voor banken, beleggingsondernemingen, beleggingsfondsen en verzekeraars. Het biedt hen de mogelijkheid met één vergunning van een lidstaat grensoverschrijdend diensten te verlenen in de gehele Europese Economische Ruimte (EER). Een dergelijke vergunning strekt zich uit tot grensoverschrijdende diensten die worden verleend vanuit de lidstaat waar de vergunning is verleend, bijvoorbeeld door middel van een website, alsmede tot diensten die worden verleend vanuit een bijkantoor (zonder rechtspersoonlijkheid) in een andere lidstaat. In beide gevallen moet een korte notificatieprocedure worden doorlopen, maar er hoeft dus geen aanvullende vergunning (met mogelijk andere vereisten) te worden verkregen in andere lidstaten als wordt gebruikgemaakt van het Europees paspoort. Dat vergemakkelijkt de grensoverschrijdende dienstverlening aanzienlijk. Vergunningsprocedures kosten namelijk tijd en geld en vereisen bovendien vaak het vestigen van een dochteronderneming met rechtspersoonlijkheid. Daarnaast heeft een financiële onderneming die opereert met een Europees paspoort hoofdzakelijk te maken met één toezichthouder, te weten de toezichthouder van de lidstaat van herkomst. Het paspoortregime is met andere woorden gebouwd op de beginselen van wederzijdse erkenning van elkaars regelgevingskader en van *home country control*.

Veel van de in het VK gevestigde ondernemingen maakten gebruik van een Europees paspoort om diensten te verlenen binnen de EU.² Sterker nog, een aanzienlijk aantal van de grootste financiële ondernemingen ter wereld die hun hoofdkantoren hebben in Zwitserland, de Verenigde Staten en Azië, hadden Londen gekozen als springplank voor de rest van de EU. Met een enkele vergunning van de Britse toezichthouder konden deze ondernemingen immers de gehele Europese markt bedienen. Hoewel nadere afspraken over grensoverschrijdende financiële dienstverlening tussen VK en EU niet zijn uitgesloten (en in enkele gevallen zijn die ook reeds gemaakt³), is het regime voor grensoverschrijdende financiële dienstverlening vanaf 31 januari in geen geval vergelijkbaar met het paspoortregime zoals dat binnen de EU blijft gelden.

Gedurende de huidige overgangperiode geldt Europees recht inclusief het paspoortregime nog steeds in het VK. Niet onwaarschijnlijk is echter dat dit per 31 december 2020 zal veranderen. Mogelijk verlies van hun Europees paspoort heeft meegebracht dat veel Engelse financiële ondernemingen zijn gaan herstructureren en vergunningsprocedures hebben doorlopen in een Unielidstaat.⁴ Met het verkrijgen van een lidstaatvergunning (bijvoorbeeld voor een dochteronderneming van het Engelse moederbedrijf) kunnen zij door middel van ‘*passporting*’ in de gehele Unie diensten en activiteiten verrichten. Begin 2019 was om die reden reeds £ 800 miljard aan vermogensbestanddelen verplaatst naar de EU.⁵ Omgekeerd geldt hetzelfde: financiële ondernemingen gevestigd in een Unielidstaat zullen waarschijnlijk niet meer met een Europees paspoort toegang verkrijgen tot het VK.⁶ Ook zij zullen dus – voor zover Engels recht dat vereist – een vergunningsprocedure moeten doorlopen om diensten te kunnen blijven verlenen in het VK. Over het algemeen kan worden gezegd dat het VK een open houding heeft ten opzichte van buitenlandse financiële ondernemingen.⁷ De geografische reikwijdte van Engelse financiële toezichtregels is bijvoorbeeld vaak beperkt en die regels zijn slechts van toepassing bij vestiging van een financiële onderneming in het VK. Zo kent het VK geen vergunningsplicht voor grensoverschrijdende dienstverlening, bijvoorbeeld door middel van een web-

2 In 2016 waren dat er 5500, zie Financial Conduct Authority, ‘Letter to Andrew Tyrie, Chairman of the House of Commons Treasury Committee’, 17 augustus 2016, p. 2-3.

3 Zie punt 35 van de Revised Political Declaration setting out the framework for the future between the European Union and the United Kingdom, waarin onder meer is opgenomen dat beide partijen zich zullen inspannen voor financiële stabiliteit, marktintegriteit, beleggers- en consumentenbescherming en eerlijke concurrentie en dat zij ernaar streven voor eind juni 2020 gelijkwaardigheidsassessments af te ronden, beschikbaar via ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/revised_political_declaration.pdf.

4 Zie E.F. Hamre & W. Wright, ‘An update on “Brexit & the City – the impact so far”’, *NewFinancial* oktober 2019. Veel banken hadden overigens al vergunninghoudende dochterondernemingen in de EU. Beleggingsondernemingen daarentegen verleenden hun diensten in de EU meestal via bijkantoren. Zie E. Wymeersch, ‘Brexit and the Provision of Financial Services into the EU and into the UK’, *European Company and Financial Law Review* 2018(4), p. 733, 735.

5 M. Darbyshire, ‘UK financial services sector shifts £800bn in assets to Europe’, *FT* 7 januari 2019.

6 Voor een analyse van de toegangsregimes voor Europese financiële ondernemingen in het VK na Brexit, zie E. Wymeersch, ‘Brexit and the Provision of Financial Services into the EU and into the UK’, *European Company and Financial Law Review* 2018(4), p. 763 e.v.

7 N. Moloney, ‘Financial Services Governance’, in: M. Dougan (red.), *The UK After Brexit. Legal and Policy Challenges*, Cambridge: Intersentia 2017, p. 155.

site, aan Engelse cliënten.⁸ Ook is voor het verrichten van enkele bancaire activiteiten niet vereist dat een dochteronderneming met rechtspersoonlijkheid wordt gevestigd, maar is het vestigen van een minder kostbaar bijkantoor voldoende, dat overigens wel een vergunningsprocedure moet doorlopen.⁹ Voor grensoverschrijdende beleggingsdienstverlening vanuit een derde land naar het VK is in sommige gevallen zelfs geen vergunning vereist.¹⁰

3. De politieke context: autonomie versus *level playing field*

3.1. *Who will rule the City?*

Vanuit Europeesrechtelijk perspectief is het VK nu definitief een derde land geworden. Vanuit praktisch perspectief is het VK echter niet zomaar een derde land. Het VK en de EU zijn en blijven zowel economisch als juridisch innig verstrengd. In de EU wordt al jaren gestreefd naar een sterk geïntegreerde financiële sector, en dit heeft geleid tot diepe integratie tussen de lidstaten op het gebied van financiële regelgeving en financieel toezicht. Het Europees paspoortregime is daarvan een voorbeeld. Een 'harde' Brexit waarbij geen nadere afspraken zullen worden gemaakt en dus moet worden teruggevallen op de regels die gelden voor andere derde landen, brengt dan ook grote risico's mee voor de financiële stabiliteit en de economie.¹¹ Zowel de EU als het VK zou daarom gebaat zijn bij het continueren van een nauwe relatie. De vraag is echter of het behoud van een nauwe relatie politiek haalbaar is. Daarvoor zijn compromissen nodig. Op basis van de uitlatingen aan beide zijden lijken die nog ver weg. Beide partijen benadrukken hun eigen uitgangspositie en geven vooralsnog geen duimbreed toe. Boris Johnson verwees in zijn toespraak in Greenwich op 3 februari 2020 naar de onwenselijkheid van een relatie met de EU naar Noors model, waarin als voorwaarde voor toegang tot de Europese *single market* naleving van Europese regels is vereist.¹² De recent afgetreden *chancel-*

lor Sajid Javid en scheidend gouverneur van de Bank of England Mark Carney waarschuwden dat het VK geen 'rule taker' van Brussel zal worden.¹³ Carney zei: 'It is not desirable at all to align our approaches, to tie our hands and to outsource regulation and effectively supervision of the world's leading complex financial system to another jurisdiction.'¹⁴ Het VK stelt dus, na 'verlost' te zijn van het juk van de Europese regels, reguleringsautonomie voorop.

Dat die autonomie een prijs zal hebben, is meermaals duidelijk gemaakt door de EU. Voorzitter van de Europese Commissie Von der Leyen zei hierover: 'The more divergence there is, the more distant the partnership has to be.'¹⁵ Het behoud van een *level playing field* is voor de Europese Unie een voorwaarde voor toegang tot de *single market*, met andere woorden: zonder equivalentie, geen markttoegang.¹⁶ Het is om die reden niet waarschijnlijk dat het huidige Europees paspoortregime onverkort zal blijven gelden voor het VK. Het blokkeren van toegang tot de Europese financiële markten voor *the City* is voor de EU bovendien geen uitgesloten route om naleving van Europese regels af te dwingen.¹⁷

De grote vraag is of, en zo ja, waar, het VK en de EU elkaar zullen vinden op het spectrum tussen reguleringsautonomie enerzijds en het volledig in de pas lopen met de EU anderzijds: *who will rule the City?*

3.2. *Singapore-on-Thames?*

Een grote zorg voor de EU is dat het VK met de herwonnen autonomie zal overgaan tot deregulering. In dat scenario wordt aan het VK wel gerefereerd als 'Singapore-on-Thames', waar lage belastingen en deregulering hoogtij vieren.¹⁸ Het VK zou aldus een betere concurrentiepositie verwerven dan de EU voor onder meer het aantrekken van buitenlandse financiële ondernemingen, maar tegelijkertijd kan dat nieuwe risico's voor financiële stabiliteit en beleggers in het leven roepen.

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

9 Moloney, p. 155.

10 Moloney, p. 155. Zie bijvoorbeeld de *overseas-persons*-uitzondering, op grond waarvan iemand uit een buitenland beleggingsdiensten mag verlenen in het VK zonder dat daarvoor een vergunning van de Engelse toezichthouder is vereist: Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, Art. 72 'Overseas persons'. Zie hierover ook E. Wymeersch, 'Brexit and the Provision of Financial Services into the EU and into the UK', *European Company and Financial Law Review* 2018(4), p. 764.

11 Voor de risico's voor het VK, zie het rapport van Oliver Wyman in opdracht van TheCityUK, O. Wyman, *The Impact of the UK's Exit from the EU on UK-based Financial Services Sector*, oktober 2016.

12 Speech Boris Johnson, Greenwich 3 februari 2020, gov.uk/government/speeches/pm-speech-in-greenwich-3-february-2020.

13 L. Barber & C. Giles, 'Central banks running low on ways to fight recession, warns Mark Carney', *FT* 7 januari 2020; J. Bruntsden & G. Parker, 'Battle lines drawn on post-Brexit trade talks', *FT* 21 januari 2020; R. Khalaf, G. Parker & C. Giles, 'Forget staying close to EU after Brexit, chancellor tells business', *FT* 17 januari 2020.

14 L. Barber & C. Giles, 'Central banks running low on ways to fight recession, warns Mark Carney', *FT* 7 januari 2020; J. Bruntsden & G. Parker, 'Battle lines drawn on post-Brexit trade talks', *FT* 21 januari 2020.

15 Speech Ursula von der Leyen, London School of Economics 8 januari 2020, blogs.lse.ac.uk/brexit/2020/01/08/ursula-von-der-leyen-old-friends-new-beginnings-building-another-future-for-the-eu-uk-partnership/.

16 Speech Ursula von der Leyen, London School of Economics 8 januari 2020, blogs.lse.ac.uk/brexit/2020/01/08/ursula-von-der-leyen-old-friends-new-beginnings-building-another-future-for-the-eu-uk-partnership/; M. Banks, 'Von der Leyen warns UK it must abide by "level playing field" in trade talks', *The Parliament Magazine* 3 februari 2020.

17 D. Boffey, 'Brexit deal: EU may threaten "to block" City's access to its markets', *The Guardian* 11 januari 2020.

18 Zie o.a. H. Davies, 'Will the UK really turn into "Singapore-on-Thames" after Brexit?', *FT* 17 december 2019 en City Political Economy Research Centre, *A Singapore on the Thames? Post-Brexit deregulation in the UK*, CITYPERC Policy Report 2017/May.

Theresa May was van plan om met de ‘Great Repeal Bill’ het gehele Europese acquis om te zetten in nationaal recht.¹⁹ Theresa May zei begin 2017: ‘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.’²⁰ Maar zoals uit hetgeen we hierboven al beschreven kan worden afgeleid, zijn de geluiden uit het VK met de wisseling van premier van karakter veranderd. Met het vertrek van het VK uit de EU is de reguleringsautonomie van het VK weliswaar vergroot, maar het valt te betwijfelen, in ieder geval op de korte en middellange termijn, of die autonomie ook zal leiden tot scherpe afwijkingen van het Europese kader. Welke route het VK ook kiest, het ‘losmaken’ van de *financial governance* van het VK met de EU zal nog jaren duren, waarmee risico’s en kosten gepaard zullen gaan.²¹

Hoewel de roep om deregulering klinkt,²² moet de te verwachten mate van divergentie van het Europeesrechtelijk kader niet worden overschat.²³ Daarvoor bestaan verschillende redenen. Ten eerste komt veel Europese financiële regelgeving voort uit *global standards* opgesteld door bijvoorbeeld het Basel Committee on Banking Supervision, de International Organization of Securities Commissions (IOSCO), het IMF en de Financial Stability Board (FSB). Het is niet aannemelijk dat het VK van deze standaarden zal gaan afwijken.²⁴ Ten tweede moet de weerstand van het VK tegen Europese financiële regelgeving niet worden overdreven. Toen het VK nog lid was van de EU, steunde het VK bijvoorbeeld de intensivering van harmonisatie en heeft het VK zelfs vaak als aanjager gefungeerd voor vernieuwingen in het Europese regime.²⁵ Ten derde was de autonomie van het VK om zelf vorm te geven aan regulering toen het nog lid was van de EU ook niet zo beperkt als men soms doet voorkomen. Zo nam het VK deel aan de besluitvorming bij de European Supervisory Authorities, waar de lagere regelgeving wordt vastgesteld en heeft het op veel plaatsen uitzonderingen kunnen bedingen waar dat de eigen belangen diende.²⁶ Ten vierde kent het VK traditioneel geen ‘minimalist approach’ waar het gaat om financiële regulering.²⁷ Kortom, een complete revisie en deregulering van het Engels financieelrechtelijk kader ligt niet voor de hand. Ook de sector zelf zal daarbij overigens niet noodzakelijkerwijs gebaat zijn. Alle systemen zijn nu namelijk ingericht op het Europeesrechtelijke kader.²⁸ Aannemelijk is wel dat enige deregulering zal plaatsvinden. Met name

kan een andere koers worden verwacht ten aanzien van onderwerpen waarop het VK zich eerder heeft moeten aanpassen aan de EU, zoals ten aanzien van belangrijke categorieën beleggingsinstellingen en waar het de bonus-caps voor bankiers betreft.²⁹

4. VK als derde land: markttoegangsregimes en gelijkwaardigheidsbesluiten

4.1. Derdelandenregimes voor markttoegang

Bij gebreke van nadere afspraken over markttoegang tot de EU, zullen financiële ondernemingen gevestigd in het VK hun Europees paspoort verliezen en zullen zij zijn aangewezen op de zogeheten derdelandenregimes. Van oudsher wordt aan de lidstaten overgelaten welke eisen zij stellen aan financiële ondernemingen uit derde landen die op hun grondgebied diensten willen verlenen. Dat uitgangspunt geldt nog steeds waar niet is voorzien in een centraal, Europeesrechtelijk derdelandenregime. Enkele belangrijke voorbeelden van niet-geëuropeaniseerde derdelandenregimes betreffen het aantrekken van deposito’s, het verstrekken van leningen, het verlenen van betaaldiensten en het aanbieden van beleggingsdiensten aan retailcliënten.³⁰ Het uitgangspunt geldt echter ook voor zover wel is voorzien in een Europeesrechtelijk derdelandenregime, maar de Europese Commissie geen zogeheten gelijkwaardigheidsbesluit heeft genomen ten aanzien van het desbetreffende derde land. In al deze gevallen kunnen de toegangsvereisten per lidstaat sterk verschillen, wat een veelkleurige lappendeken van nationale derdelandenregimes oplevert. Vanwege het gebrek aan harmonisatie ontbreekt het ook aan wederzijds vertrouwen tussen lidstaten onderling. Toegang in één lidstaat geeft dan ook niet noodzakelijkerwijs recht op toegang tot andere lidstaten.³¹

Hoewel een algemeen Europees regime voor markttoegang voor financiële ondernemingen uit derde landen ontbreekt, is voor een aantal specifieke diensten het regime wel geëuropeaniseerd. Deze regimes zijn echter per sector en soms zelfs per dienst of activiteit geregeld, en verschillen bovendien sterk van elkaar.³² De mate van toegang waartoe financiële ondernemingen zijn gerechtigd, is sterk afhankelijk van onder meer het type dienst

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

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

21 Moloney, p. 146-147.

22 Zie bijv. G. Parker, ‘Sajid Javid to issue “Brexit red tape challenge” to public’, *FT* 6 februari 2020.

23 Zie hierover uitgebreid Moloney, p. 136 e.v.

24 Moloney, p. 156.

25 Moloney, p. 141-143.

26 Moloney, p. 141.

27 Moloney, p. 156.

28 Moloney, p. 157.

29 Moloney, p. 142.

30 Europees Parlement, ‘Third country equivalence in EU banking and financial regulation’, augustus 2019, p. 4.

31 Zie ook Europees Parlement, ‘Third country equivalence in EU banking and financial regulation’, augustus 2019, p. 4.

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

en het type cliënt. Zo zagen we bijvoorbeeld al dat dienstverlening aan retailcliënten een exclusief nationale aangelegenheid is. Bovendien is gebruikmaking van een Europees derdelandenregime afhankelijk van een gelijkwaardigheidsbesluit van de Europese Commissie, dat wil zeggen: de wettelijke en toezichtregimes in het derde land moeten gelijkwaardig worden geacht aan die van de EU. Belangrijk om te benadrukken: gelijkwaardigheid valt buiten de reikwijdte van de huidige onderhandelingen tussen VK en EU.

Voor de volgende financiële diensten bestaan Europese markttoegangsregimes: het beheren van een alternatieve beleggingsinstelling en het aanbieden van deelnemingsrechten aan professionele beleggers door beheerders uit een derde land, *clearing* door Centrale Tegenpartijen (CTP's) en het aanbieden van beleggingsdiensten aan professionele beleggers (en in aanmerking komende tegenpartijen³³). Financiële ondernemingen gevestigd in het VK zouden mogelijk van die regimes gebruik kunnen maken om zo alsnog toegang te verkrijgen tot de Europese markt. Maar zoals al eerder gezegd, daarvoor is vereist dat de Europese Commissie een gelijkwaardigheidsbesluit neemt ten behoeve van het VK. Dit betekent dat de wettelijke en toezichtregimes in het VK gelijkwaardig moeten worden geacht aan die van de EU. Aan het nemen van een dergelijk besluit kleven allerlei risico's van praktische en politieke aard. Hieronder zal worden toegelicht, dat, ook al zou het regime van het VK als gelijkwaardig kwalificeren, de kans bestaat dat een dergelijk gelijkwaardigheidsbesluit niet wordt genomen uit politieke overwegingen.

4.2. Het gelijkwaardigheidsbesluit als politiek instrument

In al hun verscheidenheid hebben de Europese derdelandenregimes gelijkwaardigheid of *equivalence* als gemeenschappelijk kenmerk.³⁴ Als gezegd betekent dit dat de Commissie moet hebben vastgesteld dat de wettelijke en toezichtregimes in het derde land gelijkwaardig zijn aan die van de EU.³⁵ Identiek hoeven zij niet te zijn.³⁶ Een gelijkwaardigheidsbeslissing is een eenzijdige beslissing die op ieder moment weer kan worden ingetrokken, zo benadrukt de Commissie telkens.³⁷ Wel kan na intrekking een (korte) overgangperiode gelden.³⁸ Uit een niet openbaar gemaakt document met de 'opening position' van het VK zou blijken dat (inmiddels oud-) *chancellor* Javid streefde naar 'comprehensive, permanent equivalence decisions'.³⁹ Die wens staat haaks op Commissievisie, waarin het discretionaire karakter van gelijkwaardigheidsbesluiten wordt benadrukt⁴⁰ en waarin het belang van monitoring van gelijkwaardigheid centraal staat, ter voorkoming van vertrouwen op 'achterhaalde gelijkwaardigheidsbevindingen'.⁴¹ In zijn speech heeft Michel Barnier, hoofd Brexit-onderhandelingen namens de Europese Commissie, al laten weten dat 'these equivalences will never be global nor permanent'.⁴²

Op het eerste gezicht lijkt een gelijkwaardigheidsbesluit een technisch-juridisch besluit zonder politieke dimensie. Artikel 47 lid 1 MiFIR, bijvoorbeeld, ziet op markttoegang voor beleggingsondernemingen uit derde landen en stelt daaraan vijf voorwaarden. Het bepaalt dat als een regime van een derde land aan die voorwaarden voldoet, het 'wordt geacht een gelijkwaardig effect te hebben'. De voorwaarden vereisen onder meer dat ondernemingen in het derde land beschikken over een vergunning, zijn

33 Daaronder vallen onder meer beleggingsondernemingen, banken, andere financiële ondernemingen en centrale banken.

34 Zie hierover uitgebreid in het kader van Brexit, E. Wymeersch, 'Third-Country Equivalence and Access tot he EU Financial Markets Including in Case of Brexit', *Journal of Financial Regulation* 2018(4), p. 209 e.v.

35 Zie o.a. artikel 47 MiFIR (voor beleggingsdienstverlening aan professionele cliënten) en artikel 25 EMIR (voor CTP's).

36 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Gelijkwaardigheid op het gebied van financiële diensten, Brussel 29 juli 2019, COM(2019)349 final, p. 8.

37 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Gelijkwaardigheid op het gebied van financiële diensten, Brussel 29 juli 2019, COM(2019)349 final, p. 7-8; Commission Staff Working Document, 'EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment', Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 8. Zie ook Europees Parlement, 'Third country equivalence in EU banking and financial regulation', augustus 2019, p. 2. In het witboek voor de onderhandelingen van de Britse regering wordt dan ook benoemd dat 'appropriate consultation and structured processes for the withdrawal of equivalence findings' zouden moeten worden opgezet, zie HM Government, *The Future Relationship with the EU: The UK's Approach to Negotiations*, februari 2020, CP211, punt 55.

38 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Gelijkwaardigheid op het gebied van financiële diensten, Brussel 29 juli 2019, COM(2019)349 final, p. 8-9.

39 D. Crow, G. Parker & S. Fleming, 'Sajid Javid to push for "permanent equivalence" for City in Brexit talks', *FT* 10 februari 2020.

40 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Gelijkwaardigheid op het gebied van financiële diensten, Brussel 29 juli 2019, COM(2019)349 final, p. 7-9; Commission Staff Working Document, 'EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment', Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 9-10. Artikel 47 lid 1 MiFIR spreekt dan ook over de Europese Commissie die een gelijkwaardigheidsbesluit 'kan' vaststellen als sprake is van gelijkwaardigheid.

41 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Gelijkwaardigheid op het gebied van financiële diensten, Brussel 29 juli 2019, COM(2019)349 final, p. 10 e.v.

42 Speech by Michel Barnier to the students at ESCP Europe: Cooperation in the Age of Brexit, 26 februari 2020, beschikbaar via ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_20_340.

onderworpen aan effectief toezicht en dat toereikende kapitaalvereisten gelden. De Commissie heeft echter benadrukt dat dit gelijkwaardigheidsbesluit een discretionaire bevoegdheid is en derhalve geen rechten kunnen worden ontleend aan het voldoen aan deze voorwaarden.⁴³ De discretionaire bevoegdheid van de Commissie brengt mee dat een gelijkwaardigheidsbesluit bij uitstek een politieke dimensie heeft. Ook in gevallen waarin het desbetreffende wettelijke en toezichtregime van het VK technisch-juridisch zou kwalificeren als gelijkwaardig, kunnen politieke overwegingen meebrengen dat het gelijkwaardigheidsbesluit toch niet wordt genomen. Illustratief is het verlies, in juli 2019, van de gelijkwaardigheidsstatus van Zwitserland met betrekking tot de handel in aandelen op handelsplatforms gevestigd in een derde land.⁴⁴ Als gevolg van dit verlies mogen Europese beleggingsondernemingen geen transacties meer verrichten in aandelen die zijn genoteerd aan een Zwitserse beurs.⁴⁵ De Commissie heeft het gelijkwaardigheidsbesluit dat liep tot eind juni 2019 niet verlengd, omdat nog geen overeenstemming met Zwitserland was bereikt over een nieuwe institutionele kaderovereenkomst. Hoewel die kaderovereenkomst niet zag op de financiële sector,⁴⁶ maar op het geheel van overeenkomsten tussen de EU en Zwitserland, was de voortgang en ondertekening van de kaderovereenkomst expliciet verbonden aan het lot van het eerdergenoemde gelijkwaardigheidsbesluit.⁴⁷ Aldus diende het gelijkwaardigheidsbesluit als pressiemiddel om Zwitserland ertoe te bewegen akkoord te gaan met de kaderovereenkomst. Die kaderovereenkomst is overigens nog steeds niet getekend.

4.3. Clearing

Sinds de financiële crisis van 2008 is wereldwijd regelgeving ingevoerd die ertoe verplicht derivaten centraal af te wikkelen. Centrale afwikkeling of *clearing* houdt in dat een Centrale Tegenpartij (CTP) de rechten en verplichtingen en daarmee het tegenpartijrisico van de partijen bij een derivatentransactie overneemt. De gedachte was namelijk dat zonder clearing de risico's die partijen liepen

bij derivaten oncontroleerbaar waren. In de EU verplicht de European Markets Infrastructure Regulation (EMIR) sinds 2012 tot clearing.⁴⁸ Vanwege EMIR wordt derhalve dagelijks voor vele miljarden euro's aan derivaten gecleared, en de grote meerderheid daarvan vindt in Londen plaats. Op het Europees vasteland bestaat geen CTP die zo groot is als een van de drie grootste Londense CTP's (LCH Limited, ICE Clear Europe Limited en LME Clear Limited). Toen het VK nog Unielidstaat was, kon Europees toezicht worden uitgeoefend op deze CTP's, maar dat zou met het uittreden van het VK uit de EU niet meer zonder meer mogelijk zijn. Dit gebrek aan toezicht werd in de EU als buitengewoon onwenselijk ervaren, met name omdat de omvang van de Londense derivatenclearing dermate groot is dat zelfs een ondergeschikte wijziging in de handelwijze van de CTP's grote gevolgen kan hebben voor de liquiditeit en financiële stabiliteit in de EU. De Europese wetgever en toezichthouders hebben dan ook op verschillende wijzen reeds op Brexit geanticipeerd.

Ten eerste heeft de Commissie reeds op 19 december 2018 een gelijkwaardigheidsbesluit genomen.⁴⁹ Zonder dat besluit zouden financiële ondernemingen (zonder nadere afspraken tussen het VK en de EU) na ommekeer van de huidige overgangperiode niet meer van de diensten van de Engelse CTP's gebruik mogen maken. Bovendien heeft de Europese toezichthouder ESMA meermaals bevestigd dat de drie grootste in het VK gevestigde CTP's zullen worden erkend en daarmee kunnen blijven doorgaan met de clearing van derivatentransacties onder EMIR.⁵⁰

Ten tweede is EMIR op 15 oktober 2019 in die zin aangepast dat CTP's in twee categorieën worden verdeeld. Voor de categorie CTP's die systeemrelevant is of waarschijnlijk systeemrelevant zal worden ('Tier-2', lees: de Londense CTP's), gelden zwaardere eisen voor erkenning door ESMA en zelfs de mogelijkheid tot het opleggen van extraterritoriale bestuursrechtelijke sancties. Als zwaarste sanctie kan worden beschouwd de intrekking – in extreme situaties – van de erkenning, hetgeen in de praktijk zou betekenen dat financiële ondernemingen

43 Europese Commissie, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Gelijkwaardigheid op het gebied van financiële diensten, Brussel 29 juli 2019, COM(2019)349 final, p. 7-9; Commission Staff Working Document, 'EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment', Brussel 27 februari 2017, SWD(2017)102 final, p. 9-10. Artikel 47 lid 1 MiFIR spreekt dan ook over de Europese Commissie die een gelijkwaardigheidsbesluit 'kan' vaststellen als sprake is van gelijkwaardigheid.

44 Zie hierover uitgebreid: M. Baltensperger, 'The consequences of Switzerland's lost equivalence status', *Bruegel* 25 juli 2019, beschikbaar via bruegel.org/2019/07/the-consequences-of-switzerlands-lost-equivalence-status/. Zie ook: A. Walker, 'EU-Swiss share trading row: What does it mean?', *BBC News* 2 juli 2019.

45 Zie artikel 23 lid 1 MiFIR jo. artikel 25 lid 4 onder a MiFID II.

46 Van de 120 overeenkomsten tussen Zwitserland en de EU betreft er zelfs maar één financiële diensten, namelijk de verzekeringsovereenkomst die werd gesloten in 1989 (Overeenkomst tussen de Europese Economische Gemeenschap en de Zwitserse Bondsstaat betreffende het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche, *PbEG* 1991, L 205/3), zie K. Alexander, 'The UK's Third-Country Status Following Brexit: Post-Brexit Models, Third-Country Equivalence and Switzerland', in: K. Alexander e.a. (red.), *Brexit and Financial Services. Law and Policy*, Oxford: Hart Publishing 2018, p. 152.

47 Zie overwegingen 30 en 31 Uitvoeringsbesluit (EU) 2017/2441 van de Commissie van 21 december 2017 betreffende de gelijkwaardigheid van het wettelijk en toezichtkader dat van toepassing is op effectenbeurzen in Zwitserland in overeenstemming met Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad.

48 Artikel 4 EMIR.

49 Uitvoeringsbesluit (EU) 2018/2031 van de Commissie van 19 december 2018 waarbij voor een beperkte periode wordt bepaald dat het regelgevingskader voor centrale tegenpartijen in het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland gelijkwaardig is, in overeenstemming met Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad.

50 Zie meest recentelijk ESMA Press Release, 'ESMA extends recognition decisions for 3 UK CCPs in the event of a no-deal Brexit', 23 december 2019.

niet meer in London kunnen afwikkelen en derhalve de clearing naar de EU zouden moeten verhuizen.

5. Tot slot

Hierboven hebben wij de laatste ontwikkelingen rondom Brexit en de City willen bespreken. We beschreven het belang van de financiële sector in de Brexit-onderhandelingen tussen het VK en de EU. De komende maanden zullen die onderhandelingen moeten uitwijzen hoe nauw de betrekking wordt tussen het VK en de EU op het gebied van financiële diensten. De uitgangspunten staan nu nog lijnrecht tegenover elkaar: het VK hamert op reguleringsautonomie, de EU wil een *level playing field*. Als geen van de partijen water bij de wijn doet en geen nadere afspraken zullen worden gemaakt, zullen Engelse financiële ondernemingen voor markttoegang afhankelijk zijn van derdelandenregimes. Toegang op basis van die regimes is op geen enkele manier vergelijkbaar met de toegang op basis van het Europees paspoort. Derdelandenregimes zijn in de meeste gevallen een nationale aangelegenheid en de toegang is in beginsel dan ook beperkt tot de desbetreffende lidstaat. Waar wel een centraal, Europeesrechtelijk derdelandenregime bestaat, bijvoorbeeld voor het aanbieden van beleggingsdiensten aan professionele beleggers, is wel voorzien in toegang tot de gehele EU. Voor toepasselijkheid van een dergelijk regime is echter een gelijkwaardigheidsbesluit van de Commissie vereist. In de Political Declaration is neergelegd dat beide partijen zich ervoor zullen inspannen gelijkwaardigheidsassessments af te ronden voor eind juni 2020. Waar *chancellor* Rishi Sunak aandringt op het halen

van de deadline,⁵¹ benadrukt Eurocommissaris voor financiële diensten Valdis Dombrovskis dat de inspanningsverplichting in de Political Declaration (slechts) betekent 'proceeding with the assessments, not taking equivalence decisions by that date'.⁵² Eind juni is een uiterst krappe termijn, gezien de complexiteit van een dergelijk assessment. Bovendien is niet gezegd dat een positief assessment ook leidt tot een positief gelijkwaardigheidsbesluit. Zoals hierboven beschreven, kan een gelijkwaardigheidsbesluit een hoogst politieke lading krijgen. Aangenomen kan worden dat er niet voor zal worden teruggedeinsd zo'n besluit uit politieke overwegingen niet te nemen. Vanwege de cruciale rol van de Engelse CTP's is ten behoeve daarvan al wel een tijdelijk gelijkwaardigheidsbesluit genomen. Om alle onzekerheden ten aanzien van de onderhandelingen, en de beperkingen van derdelandenregimes te ontlopen, hebben veel Engelse financiële ondernemingen al eieren voor hun geld gekozen door zich te vestigen in de EU en daar een vergunningsprocedure te doorlopen. Andersom geldt voor financiële ondernemingen gevestigd in een lidstaat die diensten verlenen in het VK bestaat een 'temporary permissions regime'. Dat regime biedt ondernemingen na afloop van de overgangperiode en bij het ontbreken van nadere afspraken nog een periode waarin de diensten verleend kunnen blijven worden, totdat de Engelse toezichthouder een permanente vergunning verleent.

De komende maanden zullen een politieke krachtmeting worden tussen het VK en de EU, met daarin een centrale rol voor de financiële sector. Met andere woorden: om de City zal het nog maanden draaien in Brexit. En omgekeerd: om Brexit zal het nog maanden draaien in de City.

51 Brief van chancellor Rishi Sunak aan Valdis Dombrovskis, 'UK's preparations for assessments of financial services equivalence', 27 februari 2020, beschikbaar via assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/869535/Chancellor_letter_to_Dombrovskis.pdf.

52 Brief van Valdis Dombrovskis aan chancellor Rishi Sunak, Brussel 13 maart 2020, beschikbaar via ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200313-letter-evp-dombrovskis-uk-chancellor-sunak.pdf.