
Mr. G.T.J. Hoff

Het toezicht op effecteninstellingen

1. Inleiding

Het toezicht op financiële instellingen was in Nederland overzichtelijk georganiseerd. Bij de vormgeving van het toezicht is aansluiting gezocht bij de activiteiten van de onderscheiden onder toezicht staande instellingen (sectoraal toezicht). Zo hielden De Nederlandsche Bank (DNB) en de Pensioen- & Verzekeringskamer (PVK) toezicht op respectievelijk de banken- en de verzekeringssector. Het domein van de Autoriteit-FM is de effectensector. In dat verband oefent de Autoriteit-FM onder meer toezicht uit op alle effecteninstellingen die in of vanuit Nederland effectendiensten (effectenbemiddeling en/of vermogensbeheer) aanbieden of verrichten. Zoals bekend, oefent de Autoriteit-FM dit toezicht op effecteninstellingen die zijn aangesloten bij Euronext Amsterdam N.V. pas uit sinds 1 februari 1999. Hiermee kwam goeddeels een einde aan de zelfregulering van de effectenbeurs.

Een aantal ontwikkelingen heeft ervoor gezorgd dat deze taakverdeling tussen de drie financiële toezichthouders niet meer vanzelfsprekend is.¹ De meest aansprekende ontwikkeling is wel dat in het huidige tijdsgewricht financiële instellingen en de door die instellingen aangeboden produc-

benadering zou het prudentieel toezicht op alle financiële instellingen uitgevoerd kunnen worden door DNB en PVK, terwijl de Autoriteit-FM zou worden belast met het gedragstoezicht. Die benadering sluit ook aan bij de bestaande situatie; het huidige toezicht van de Autoriteit-FM is hoofdzakelijk gedragstoezicht, en dat van DNB en PVK hoofdzakelijk prudentieel toezicht.

Eén belangrijk voordeel van deze gescheiden opzet van het toezicht is evident. Het zal niet langer zo kunnen zijn dat onder het dak van één toezichthouder het belang van de onder toezicht staande instelling ten koste van cliënten voorop kan worden gesteld. Een dergelijke beslissing kan en mag een toezichthouder niet nemen. Dat is nu precies het punt waar het begin jaren negentig mis is gegaan in het toezicht dat de Vereniging voor de Effectenhandel uitoefende op haar leden Nusse Brink en Regio Effekt. Deze instellingen konden door het haperende toezicht te lang doorgaan met hun bedrijfsuitoefening.

Vanwege de dualiteit die tussen de toezichthouders zal ontstaan, ben ik een voorstander van de nieuwe opzet van het toezicht op ons financiële bestel. Dat kan niet zonder meer op de grondslag van de bestaande wetgeving. Mijn stelling is namelijk dat de vigerende Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) onvoldoende aansluit op de eisen die aan een gedragstoezichthouder mogen worden gesteld. Daarover gaat mijn bijdrage aan dit congres.

2. Prudentieel toezicht en gedragstoezicht

Laat ik beginnen om nog even wat dieper in te gaan op het onderscheid tussen prudentieel toezicht en gedragstoezicht.

Prudentieel toezicht is erop gericht de soliditeit van effecteninstellingen te bevorderen. Om die reden dient een effecteninstelling doorlopend te voldoen aan strikte financiële maatstaven. In het kader van het prudentieel toezicht behoort de Autoriteit-FM bijvoorbeeld of het eigen vermogen van een effecteninstelling toereikend is. Daarbij wordt mede gelet op de door de effecteninstelling te ondernemen activiteiten.⁸ De effecteninstelling dient bovendien doorlopend over een bepaald toetsingsvermogen te beschikken. Dat toetsingsvermogen wordt afgezet tegen de diverse risico's die door de effecteninstelling worden gelopen.⁹ Het gaat hier om technisch gecompliceerde regelingen, die hun grondslag vinden in de richtlijn inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen.¹⁰

Bij de uitvoering van dit prudentieel toezicht richt de Autoriteit-FM zich met name op documenten als de jaarrekening en de CAD-rapportages (Capital Adequacy Directive) die door effecteninstellingen periodiek bij de Autoriteit-FM moeten worden ingeleverd. Deze vorm van toezicht is statisch van aard en kan letterlijk van achter het bureau plaatsvinden. Bij uitstek dus een materie waaraan in de handboeken over effectenrecht nauwelijks aandacht wordt besteed en waar juristen met een grote boog omheen plegen te lopen.¹¹

Geheel anders is het gesteld met het gedragstoezicht dat de Autoriteit-FM op effecteninstellingen uitoefent. Bij het gedragstoezicht gaat het om het bevorderen van een ordelijk en transparant proces op de financiële markten. Met het toezicht wordt onder meer beoogd beleggers te beschermen tegen intermediaire instanties. Die bescherming is er bijvoorbeeld op gericht te waarborgen dat de dienstverlening een kwalitatief aanvaardbaar niveau heeft. Verder moet de belegger inzicht hebben in de wijze waarop en de kosten waar tegen de dienstverlening plaatsvindt. Bovendien dient de effecteninstelling ervoor te zorgen dat waar het gaat om de effecten en gelden van de belegger diens rechten voldoende zijn beschermd (vermogensscheiding). Dit soort aspecten doen het hart van de jurist al meteen sneller kloppen.

Uiteraard is de belegger anno 2001 geen hulpeloos wezen meer; de wet stelt de belegger door het opleggen van vergaande informatieplichten in het effectenrecht in staat weloverwogen een investeringsbeslissing te nemen. De moderne belegger moet dus in staat worden geacht zichzelf tot op zekere hoogte adequaat te kunnen beschermen. Deze notie is voor de Autoriteit-FM reden om niet langer de bescherming van beleggers als toezichtsdoelstelling voorop te stellen, doch te benadrukken dat het moet gaan om zuivere verhoudingen tussen beleggers en intermediairs.¹²

Uit deze omschrijving blijkt dat het gedragstoezicht dynamisch is. Over de normen en waarden in het effectenbedrijf, die in de tijd ook nog eens evolueren, kan gediscussieerd worden. Dat geldt niet, althans in mindere mate voor de cijfers en de algebraïsche formules bij het prudentieel toezicht, dat dan ook een waardevrij karakter heeft.

3. Enkele contouren van het gedragstoezicht

Na deze omschrijving zal ik aan de hand van een aantal onderwerpen (i) een duidelijker beeld proberen te schetsen van het gedragstoezicht zoals de Autoriteit-FM dat thans uitoefent en (ii) van de eisen die mijns inziens daaraan behoren te worden gesteld.

3.1. Regelgeving

De wettelijke basis voor het toezicht op effecteninstellingen is te vinden in de Wte 1995 en de daarbij behorende, steeds maar verder uitdijende uitvoeringsregelgeving. Het eerste dat bij kennisneming daarvan opvalt, is de gelede (of getrapte) normstelling. Met een brede penseel worden in de Wte 1995 en het Besluit toezicht effectenverkeer (Bte 1995) regels geformuleerd waaraan effecteninstellingen zich dienen te houden. Zo bepaalt art. 11 lid 1 Wte 1995 dat een effecteninstelling zich dient te houden aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels ten aanzien van onder meer (i) deskundigheid en betrouwbaarheid, (ii) bedrijfsvoering en (iii) aan het belegend publiek te verstrekken informatie. Met betrekking tot deze onderwerpen zijn vervolgens zeer globaal regels geformuleerd in het Bte 1995. In dit besluit staat bijvoorbeeld in art. 24 sub *a* dat een effecteninstelling zich bij het verrichten van haar werkzaamheden dient te houden aan door de Autoriteit-FM te stellen regels die ertoe strekken dat de effecteninstelling handelt in het belang van haar cliënten en de adequate functionering van de effectenmarkten. Ook dient een effecteninstelling volgens art. 24 sub *d* Bte 1995 te trachten belangenconflicten te voorkomen en, wanneer deze onvermijdelijk zijn ervoor te zorgen dat haar cliënten op billijke wijze worden behandeld.

Het gevolg van deze wijze van regelgeving is – en dat is misschien ook wel de bedoeling geweest van het in de toezichtswetgeving geïntroduceerde 'toezicht op afstand van de overheid' – dat de uiteindelijke invulling van deze regels wordt overgelaten aan de Autoriteit-FM. Tot hoever die regelgevende bevoegdheid van de Autoriteit-FM zich kan uitstrekken, is door het gebrek aan houvast in de Wte 1995 en Bte 1995 niet duidelijk. Mag de Autoriteit-FM zomaar op eigen houtje in art. 32 Nadere regeling toezicht effectenverkeer (NR) een verbod op koersmanipulatie introduceren? Naar mijn oordeel had de wetgever hier – mede gezien de wijze van handhaving (waarover hierna meer) – meer aansturing kunnen en moeten geven. Die aansturing is nu be-

8. Zie art. 12 Bte 1995 en art. 4 NR jo. Bijlage 1.

9. Zie art. 13 Bte 1995 en de art. 6,7 en 8 NR jo. Bijlagen 1 en 2.

10. Richtlijn 93/6/EEG van 15 maart 1993 (*PbEG* 1993 L 141, p. 1-27).

11. Vergelijk C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, derde druk, p. 293-294.

12. Zie ook het jaarverslag van de STE over 2000, p. 14.

perkt tot overleg dat de Autoriteit-FM met de Minister van Financiën moet voeren over de krachtens het Bte 1995 te stellen regels (art. 3 lid 6 Delegatiebesluit Wet toezicht effectenverkeer).

Het zwaartepunt van de regelgeving ligt dus bij de door de Autoriteit-FM opgestelde NR, en niet te vergeten de toelichting daarop. In die NR vinden we gedetailleerde regels over bijvoorbeeld (i) de structurering van een effectenininstelling om belangenconflicten zoveel mogelijk te vermijden, (ii) een gescheiden behandeling van koersgevoelige of andere vertrouwelijke marktinformatie, (iii) privé-beleggingstransacties van medewerkers van een effectenininstelling en (iv) gedragsregels (bijvoorbeeld met betrekking tot *cold calling*, *churning*, *know your customer* en *best execution*).

Kenmerkend voor deze regelgeving is dat op een globale wijze een bepaald gedrag wordt voorgeschreven; we treffen in de NR veel open gebodsnormen aan en maar zeer weinig specifieke verbodsnormen. Dit gegeven benadrukt dat het primair de effectenininstelling zelf is die verantwoordelijk is voor een goede naleving van de wet. De instelling zal in eerste instantie zelf de juiste keuzes moeten maken.

Het effectenbedrijf blijkt hiermee af en toe moeite te hebben. Wij hebben dat recent nog gezien met de introductie van de figuur van de animateur of liquiditeitsverschaffer, een instelling die liquiditeit aan de markt toevoegt door voor eigen rekening koop- en verkooporders af te geven. Hier spelen enige mogelijke problemen zoals de omgang met koersgevoelige informatie in de relatie tot de beursverenootschap en in de relatie tot het overige bedrijf van de animateur. Ook bestond de vrees dat de animateur wel eens verweten zou kunnen worden een schijnliquiditeit te hebben gecreëerd. Een aantal effectenininstellingen heeft geprobeerd daarover meer duidelijkheid te krijgen van Euronext en de Autoriteit-FM. Heel veel houvast hebben ze uiteindelijk niet van deze instanties gekregen. Ik kan eigenlijk wel enig begrip opbrengen voor het verlangen van de onder toezicht staande instellingen om meer guidance te krijgen van de toezichthouder. Het zal toch niet de bedoeling zijn dat effectenininstellingen door schade en schande wijzer moeten worden. De ontwikkeling en toepassing van normen dienen bij voorkeur in samenwerking met de toezichthouder plaats te vinden. Daarin ligt een *actieve* rol van de toezichthouder opgesloten.

3.2. Ondertoezichtgestelden

De Autoriteit-FM oefent onder meer toezicht uit op effectenininstellingen. De instelling is daarbij het primaire aangrijpingspunt. Zo wordt de vergunning aan de instelling verleend. Het is ook de effectenininstelling op wie de plicht rust doorlopend aan de vergunningvoorwaarden te voldoen. Eén van die vergunningvoorwaarden is dat de bestuurders van een effectenininstelling voldoende deskundig zijn en dat de betrouwbaarheid van deze bestuurders buiten twijfel staat.¹³ Hiermee komen ook de bestuurders voor het toezicht in het vizier. Bovendien houdt de Autoriteit-FM toezicht op houders van gekwalificeerde deelnemingen in effectenininstellingen.¹⁴

Hoe staat het met de medewerkers van een effectenininstelling? In het verleden is er wel voor gepleit om een stelsel van persoonlijke vergunningen in te voeren.¹⁵ Zover is het echter nooit gekomen. Ik denk dat uit het stelsel van de wet volgt dat er een bewuste keuze is gemaakt de medewerkers van een effectenininstelling buiten het bereik van het toezicht te houden. Het *Dutch Securities Institute* (DSI) voorziet inmiddels in dit toezichtsvacuüm.¹⁶ Toch is er een plek in de NR aan te wijzen waaruit blijkt dat de Autoriteit-FM die medewerkers van een effectenininstelling niet geheel los wil laten. Uit art. 42 NR volgt dat een effectenininstelling een bepaalde gedragslijn moet volgen bij het aannemen van personeel. Zo is een effectenininstelling verplicht in het kader van

het te vormen oordeel over de deskundigheid en betrouwbaarheid van nieuwe medewerkers referenties in te winnen bij de laatste werkgever(s).

Een geheel ander probleem ontstaat doordat sommige bepalingen van de Wte 1995 gericht zijn tot eenieder. Een bekend voorbeeld is het verbod op gebruik van voorwetenschap (art. 46 lid 1 Wte 1995).¹⁷ Deze verbodsbepaling is een vreemde eend in de bijt, omdat de overige bepalingen van de Wte 1995 zo concreet gericht zijn op toezicht en wel op bepaalde categorieën ondertoezichtgestelden (zoals effectenininstellingen, uitgevende instellingen en effectenbeurzen).

De Autoriteit-FM wordt dus geacht een centrale rol te spelen bij onderzoeken naar mogelijk gebruik van voorwetenschap. Problematisch is echter dat het aan de Autoriteit-FM toegekende toezichtsinstrumentarium veelal ontoereikend is om een aangifte goed te kunnen onderbouwen (behoudens wellicht de gevallen dat de *insider* verbonden is aan een effectenininstelling of een uitgevende instelling). Het toezichtsinstrumentarium is *niet* toegekend voor – en ook niet afgestemd op – dergelijke onderzoeken. Art. 1:6 Algemene wet bestuursrecht (Awb) vermeldt overigens met zoveel woorden dat de wet niet van toepassing is op opsporing van strafbare feiten.

Insiders die niets te maken hebben met het (reguliere) toezicht (omdat zij niet zijn verbonden aan een effectenininstelling of een uitgevende instelling), hoeven van de Autoriteit-FM weinig te vrezen.¹⁸ Hen kan slechts beleefd worden verzocht een bezoek te brengen aan het kantoor van de Autoriteit-FM om onder het genot van een kopje koffie een toelichting te geven op de toch wel opmerkelijke effectentransacties die zij hebben verricht.

Wordt het niet eens tijd om na te denken over een iets agressievere aanpak, waarbij ook verhoorsituaties door de Autoriteit-FM kunnen worden afgedwongen? Hiervoor zal niet alleen een wetswijziging nodig zijn, maar mijns inziens ook een cultuuromslag bij de Autoriteit-FM.

3.3. Controle

Cruciaal voor het gedragstoezicht is de controle door de Autoriteit-FM of de effectenininstelling wel voldoet aan de voorschriften van de NR. Anders dan bij prudentieel toezicht – waar veelal zal gelden dat meten weten is – zal bij gedragstoezicht een andere methodiek moeten worden gevolgd. Hoe zou de Autoriteit-FM immers kunnen bepalen of een effectenininstelling in voldoende mate de verspreiding van koersgevoelige informatie binnen de instelling voorkomt? Of dat de effectenininstelling telkens op een passende wijze een cliëntenprofiel vaststelt? Het systematisch uitoefenen van gedragstoezicht is in het massale effectenbedrijf met honderden ondertoezichtgestelden fysiek gesproken onmogelijk.

Op goede gronden heeft de Autoriteit-FM er dan ook voor gekozen bij de uitvoering van haar controles de medewerking te vragen van de ondertoezichtgestelden. De Autoriteit-FM heeft een zogenaamd bijdragemodel ontwikkeld, waarbij de onder toezicht staande instellingen zelf wordt ge-

13. Art. 10 Bte 1995.

14. Art. 16 Wte 1995.

15. Zie D.H. Cross, 'Het toezicht op het effectenverkeer', in: *Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 1997*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 58, p. 32-33.

16. Zie S.L.M. Follender Grossfeld, 'Dutch Securities Institute', *TvE* 1999, p. 121-123.

17. Hetzelfde geldt voor het verbod van publieksmisleiding (art. 47 Wte 1995).

18. Zo legt art. 29 lid 1 Wte 1995 de inlichtingenplicht slechts op aan de ondertoezichtgestelden (uitgevende instellingen, effectenininstellingen en effectenbeurzen).

vraagd om op diverse terreinen aan te geven of, en zo ja in welke mate, zij menen dat een bijdrage wordt geleverd aan de toezichtsdoelstellingen van de Wte 1995. De uitkomsten van het bijdragemodel en de gesprekken die de Autoriteit-FM met het management voert, leiden tot het bepalen van bijzondere aandacht van de Autoriteit-FM ten aanzien van bepaalde functionele deelgebieden binnen de effecteninstelling. Per 1 september 2001 worden de controles door de Autoriteit-FM volgens deze nieuwe controlestrategie uitgevoerd.

Een dergelijke controlestrategie is er één op basis van een coöperatiemodel. Het is gebaseerd op vertrouwen, kent een zekere gelijkwaardigheid van partijen en is gericht op preventie. Dit model staat tegenover het criminalisatiemodel, dat uitsluitend gericht is op reactie en bestraffing in geval van overtreding. Dat model is juist gebaseerd op wantrouwen en kent een ongelijkwaardigheid van partijen. Ook ik voel mij meer thuis bij het coöperatiemodel. Het geeft aan dat de Autoriteit-FM *niet* tegenover de markt staat, maar er deel van uitmaakt en daarin een specifieke regulerende en toezichthoudende functie vervult.

Hier past nog wel een waarschuwing. Van Everdingen¹⁹ heeft in zijn preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht verdedigd dat het belangrijk is in het oog te houden dat hoe perfect ook regelgeving en het toezicht op de naleving daarvan zal zijn georganiseerd, de zaak staat of valt met het aanleveren door de ondertoezichtgestelden van de juiste informatie bij de toezichthouder. Het is duidelijk dat Van Everdingen over de *Nusse Brink*-zaak spreekt.

Ten onrechte wordt mijns inziens gesuggereerd dat een toezichthouder geen toezicht meer kan uitoefenen als onjuiste informatie wordt verschaft en dat die toezichthouder bij falend toezicht om die reden zich daarvoor zou moeten kunnen disculperen. De norm uit het vonnis van de Amsterdamse rechtbank²⁰ in de zaak *Nusse Brink* tegen de Vereniging voor de Effectenhandel – gewezen na het preadvies – is duidelijk: van een toezichthouder mag worden verwacht dat het beschikbare toezichtsinstrumentarium wordt benut. Dat de Autoriteit-FM onderdeel uitmaakt van de markt is prima, maar van haar mag wel worden verlangd dat zij de aangeleverde informatie niet zonder meer voor zoete koek aanneemt. De Autoriteit-FM moet gewoon haar ogen open houden en haar gezonde boerenverstand gebruiken. Dat lijkt mij niet teveel gevraagd.

3.4. Geheimhoudingsplicht

Traditioneel wordt geleerd dat op een toezichthouder van financiële instellingen een geheimhoudingsplicht behoort te rusten. Het bestaan van een dergelijke geheimhoudingsplicht wordt veelal aldus gemotiveerd dat de onder toezicht staande instellingen zonder terughoudendheid inlichtingen en stukken omtrent hun bedrijfsvoering aan de toezichthouder moeten verstrekken. In ruil daarvoor dient de geheimhouding van de aan de toezichthouder verstrekte informatie gewaarborgd te zijn. Kortom: voor wat hoort wat. Hollandser kan het bijna niet.

Deze ruilbenadering ligt ook ten grondslag aan de in art. 31 Wte 1995 neergelegde geheimhoudingsplicht van de Autoriteit-FM. Gegevens en inlichtingen die bij of krachtens de Wte 1995 omtrent afzonderlijke ondernemingen of instellingen zijn verstrekt of zijn verkregen, mogen door de Autoriteit-FM niet worden gepubliceerd en zijn geheim. Dat het primaat bij de geheimhoudingsplicht ligt, is voor wat betreft het prudentieel toezicht misschien nog wel goed te begrijpen. De concurrent ligt namelijk op de loer. Naar mijn oordeel kan het gedragstoezicht toch eigenlijk slechts naar behoren worden uitgeoefend indien de Autoriteit-FM in voorkomend geval bepaalde toezichtsinformatie aan het belegend publiek mag verstrekken. Of dat de Autoriteit-FM gewoon haar oordeel mag geven over een mogelijke

overtreding van de effectenregelgeving door één van de ondertoezichtgestelden.

Mij zou kunnen worden tegengeworpen dat de Autoriteit-FM toch niet helemaal monddood is gemaakt. De wetgever heeft immers uitzonderingen op de geheimhoudingsplicht toegestaan.²¹ Dat is echter zeer mondjesmaat gebeurd. Zo heeft de Autoriteit-FM bijvoorbeeld een waarschuwingsbevoegdheid indien een effecteninstelling diensten verricht zonder over een vergunning te beschikken.²² De Autoriteit-FM maakt geregeld gebruik van deze bevoegdheid en waarschuwt het belegend publiek tegen malafide bemiddelaars. Een ander voorbeeld is de bevoegdheid van de Autoriteit-FM om bepaalde gegevens ter openbare kennis te brengen indien een bestuurlijke boete of een dwangsom aan een effecteninstelling is opgelegd.²³ Het gaat dan om een kennisgeving van (i) het feit, (ii) het overtreden voorschrift en (iii) de NAW-gegevens van de betrokkene. Het feit dat een boete is opgelegd, mag openbaar worden gemaakt maar die bevoegdheid geldt blijkens art. 48m Wte 1995 'overminderd (de geheimhoudingsplicht)' van de Autoriteit-FM. Waarschijnlijk is deze formulering een politiek compromis geweest, maar dan wel één van het slechtste soort. Wat prevaleert hier nu eigenlijk: de bevoegdheid tot openbaarmaking of de geheimhoudingsplicht? Het onvermijdelijke gevolg zal in elk geval zijn dat de Autoriteit-FM in voorkomend geval weinig zinvolle informatie zal kunnen verstrekken over de reden waarom een boete is opgelegd.

Art. 31 lid 2 Wte 1995 maakt ook nog een zekere uitzondering op de geheimhoudingsplicht. Het is de Autoriteit-FM namelijk slechts verboden van gegevens of inlichtingen 'verder of anders gebruik te maken of daaraan verder of anders bekendheid te geven dan voor de uitoefening van zijn taak of door deze wet wordt geëist'. Zoals zo vaak schuilt ook hier het venijn in de staart. Het gehanteerde taalgebruik verraadt dat wij ons weinig illusies moeten maken over de aan de Autoriteit-FM geboden speelruimte.

3.5. Handhaving

De wetgever heeft ervoor gekozen om de niet-naleving van diverse bepalingen van de Wte 1995 strafrechtelijk te sanctioneren. Die sanctionering heeft plaatsgevonden op grond van de Wet op de economische delicten (WED). Het behoort dan ook tot de taak van de Autoriteit-FM om in voorkomend geval aangifte te doen bij het OM van overtreding van één of meer van de in art. 1 onder 2° WED opgesomde bepalingen door een effecteninstelling. De aan de Autoriteit-FM toebedachte taak is daartoe echter niet beperkt gebleven.

Wij hebben eerder gezien dat aan de Autoriteit-FM een zeer ruime regelgevende bevoegdheid toekomt. De Autoriteit-FM heeft in dezelfde mate de bevoegdheid om strafrechtelijk gesanctioneerde voorschriften uit te vaardigen. Dat komt omdat de strafbaarstelling met de Franse slag is gedaan. De wetgever heeft simpelweg volstaan met opname van art. 11 lid 1 Wte 1995 – en daarmee dus van alle door de Autoriteit-FM opgestelde regels, rijp en groen – in art. 1 on-

19. H.G. van Everdingen, 'Enige opmerkingen over de structuur van het toezicht op de financiële sector', in: *Aspecten van toezicht*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 61, p. 32.

20. Vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 7 juni 2000, *JOR* 2000, 153, m.nt. K. Frielink.

21. Zie hierover: H.J. Sachse, 'Informatie-uitwisseling in het effectenverkeer', in: *Aspecten van toezicht*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 61, p. 89 e.v.

22. Zie art. 32 sub c Wte 1995. Deze waarschuwingsbevoegdheid is aan de Autoriteit-FM toegekend 'voor zover nodig in afwijking van artikel 31'.

23. Zie art. 48m Wte 1995.

der 2° WED. Het zal u niet verbazen dat ik met deze gang van zaken moeite heb.

De bevoegdheid strafrechtelijk gesanctioneerde voorschriften uit te vaardigen, is ongetwijfeld een krachtig toezichtsinstrument. Een ambitieuze toezichthouder zal daarvoor stellig in zijn arsenaal een plaats willen inruimen. Een vraag die daarbij in de literatuur²⁴ terecht wordt opgeworpen is of de Autoriteit-FM wel is gebleven binnen de grenzen die door het legaliteitsbeginsel worden getrokken. Een onderdeel van dit beginsel is immers dat strafrechtelijk gesanctioneerde voorschriften duidelijk en voorspelbaar moeten zijn in hun toepassing (lex certa-beginsel).

Inmiddels denkt de wetgever anders over de wijze waarop de financiële wetgeving moet worden gehandhaafd. De wetgever is van oordeel dat de verantwoordelijkheid voor de handhaving van een wet primair dient te berusten bij het bestuursorgaan dat met de uitvoering van die wet is belast. Dit betekent dus een accentverschuiving van strafrechtelijke naar bestuursstrafrechtelijke handhaving. In veel gevallen zal dat ook aanspreken. Met behulp van een bestuurlijke boete of een dwangsom kan veel directer en effectiever door het bestuursorgaan worden opgetreden bij overtredingen die relatief veel voorkomen, eenvoudig zijn vast te stellen en die een geringe normatieve lading hebben.

Ook de Autoriteit-FM is sinds 1 januari 2000 uitgerust met dit nieuwe toezichtsinstrument.²⁵ Ik zou met betrekking tot dit onderwerp twee opmerkingen willen maken.

Ten eerste valt het te betreuren dat bij gelegenheid van de introductie van de bestuurlijke boete er niet voor is gekozen om in art. 1 onder 2° WED de verwijzing naar art. 11 lid 1 Wte 1995 te schrappen. Men had er beter voor kunnen kiezen om slechts bepaalde voorschriften strafrechtelijk te sanctioneren. Een goede reden voor decriminalisering is – wat mij betreft – gelegen in de opkomst van de intimidatieadvocaat. Ik doel niet op het gewone werk van een advocaat dat door sommigen al intimiderend genoeg wordt gevonden, maar op het maatschappelijk ongewenste verschijnsel dat advocaten een oplossing voor typisch civielrechtelijke effectengeschillen trachten te forceren door te dreigen met de inzet van het strafrecht. Zo heet het niet-nakomen van afspraken over vermogensbeheer opeens verduistering. In dit soort geschillen zou het een advocaat toch moeten gaan om het verkrijgen van schadevergoeding voor zijn cliënt. De inzet van het overwegend stompe wapen van het strafrecht is daarentegen gericht op vergelding en maakt – net als onmatig gebruik van alcohol – meer kapot dan nodig.

Een tweede opmerking betreft het feit dat de boetewetgeving – behoudens één enkele uitzondering voor crepeergevallen (art. 48d lid 4 Wte 1995) – ten onrechte is gebaseerd op vaste tarieven. Beleidsvrijheid bij de bepaling van de hoogte van de boete heeft de Autoriteit-FM niet. Straftoemeting volgens een middeleeuwse methode: diefstal wordt bestraft met het afhakken van de hand. Wat gestolen is, doet er niet toe.

Naar mijn oordeel brengt het strafkarakter van de bestuurlijke boete in de zin van art. 6 EVRM mee dat de rechter volledig kan en mag toetsen aan beginselen van behoorlijke straftoemeting.²⁶ Ook de Autoriteit-FM behoort die vrijheid te hebben om de sanctie af te kunnen stemmen op de overtreding (proportionaliteit). Art. 6 EVRM levert een rechtvaardiging op voor ambtelijke ongehoorzaamheid om – waar de wet dat niet toestaat – aan straftoemeting te doen met inachtneming van proportionaliteitsafwegingen.

4. Slotbeschouwing

Het is mijns inziens nog te vroeg om precies te kunnen aangeven wat het effect van het toezicht op effecteninstellingen is. Een reden daarvoor is dat de Autoriteit-FM nog steeds in een sterk veranderende wereld opereert; haar positie en de

vigerende regelgeving zijn nog onvoldoende tot rust gekomen. Dit proces zal nog zeker enige jaren voortduren.

Ik kan wel aangeven hoe mijns inziens een maximaal effect van toezicht bereikt zou kunnen worden. Het eerste sleutelwoord daarbij is *daadkracht*. Mijns inziens ligt het accent nog steeds sterk op uitbreiding van bevoegdheden. Zoals gezegd, ben ik daar in beginsel geen tegenstander van. Van groter belang is echter dat van bestaande bevoegdheden ook daadwerkelijk effectief gebruik wordt gemaakt. Aldus worden situaties vermeden – en dat is in het verleden het geval geweest – dat de Autoriteit-FM de aanblik biedt van een tandenloze tijger.

Het tweede sleutelwoord is *samenwerking*. Het gaat dan primair om de samenwerking met de ondertoezichtgestelden om concreet handen en voeten te geven aan de abstracte doelstellingen waarvan de financiële toezichtswetgeving uitgaat. Essentieel zal ook worden de afstemming met de toekomstige prudentiële toezichthouder, waarbij ieder vanuit zijn eigen verantwoordelijkheid handelend zal optreden. Méér aandacht zou de Autoriteit-FM kunnen schenken aan de samenwerking met het OM, dat daar dan wel voor open moet staan. Als ten slotte nog de samenwerking op gang komt met de wetgever om een aantal van de eerder besproken wijzigingen door te voeren, dan valt er nog de nodige winst te boeken.

Kortom: de Autoriteit-FM als een spin in het web van de effectensector. Een positie die haar als gedragstoezichthouder bij uitstek behoort toe te komen.

Mr. G.T.J. Hoff is advocaat te Amsterdam.

24. Zie A.J.P. Tillema, 'Nadere regels STE in strijd met de mensenrechten', *Het Financieele Dagblad* van 6 februari 1999.

25. Zie F.L. Tanke & J.N.A. Dijkman, 'Bestuurlijke dwangsom en boete', *TvE* 1999, p. 80-85.

26. Vergelijk ook de ontwikkeling die het fiscale boetestelsel heeft doorgemaakt en de jurisprudentie van de belastingkamer van de Hoge Raad (bijvoorbeeld HR 4 december 1991, *BNB* 1992, 221).