

Tussen markt en overheid

1. Inleiding

Mijn bijdrage aan dit lustrumcongres van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBb) gaat over de rechtsbescherming die de bestuursrechter kan bieden indien de gedragstoezichthouder op het effectenverkeer, de Autoriteit Financiële Markten (AFM), toezichtsmaatregelen heeft genomen.

Ik breng bij u in herinnering dat de opkomst van het publiekrechtelijk effectenrecht – zo vanaf het midden van de jaren tachtig¹ – ervoor gezorgd heeft dat een deel van de activiteiten van effecteninstellingen en uitgevende instellingen werd onderworpen aan bijzondere regels waarop van overheidswege toezicht werd uitgeoefend met behulp van specifieke toezichtsbevoegdheden. U moet hierbij in het bijzonder denken aan de Wet toezicht effectenverkeer (Wte) en de daarop gebaseerde en almaar uitdijende uitvoeringsregelgeving. Bij deze vorm van overheidsstoezicht op de financiële markten behoort een bestuursrechtelijke rechtsgang. Aanvankelijk stond die rechtsgang alleen open bij het CBb. Sinds 1 januari 2000 is de rechtbank Rotterdam aangewezen als centrale rechtbank voor zaken in eerste aanleg. De behandeling van het hoger beroep is opgedragen aan het CBb.²

Tijd voor een alomvattende academische verhandeling heb ik niet. Daarom pluk ik slechts een aantal bloempjes voor de jubilaris. Ik begin met de door de toezichthouder gecontroleerde toegang tot bedrijfsactiviteiten.

2. Betrouwbaarheid van bestuurders

“Ik procedeer de pannen van het dak bij de AFM.” Die strijdlustige uitspraak werd vorige week opgetekend uit de mond van een bestuursvoorzitter van een beursgenoteerd vastgoedfonds (VHS). Deze bestuurder had te verstaan gekregen dat de AFM voornemens was een negatief betrouwbaarheidsoordeel over hem te geven. De door de AFM opgegeven reden daarvoor was dat door het Openbaar Ministerie strafvervolgning werd ingesteld wegens overtreding van de financiële toezichtswetgeving.

Hoewel de verleiding groot is, lijkt het mij niet opportuun om hier en nu op de merites van deze zaak in te gaan. Wel wil ik een aantal persoonlijke observaties aan u kwijt over dit soort zaken. Uit die observaties zult u kunnen opmaken dat ik toch enig begrip heb voor de frustraties van bestuurders waarop een dergelijke aanval wordt geopend.

Laat ik voorop stellen dat de vigerende norm helder is. Bestuurders van een vergunninghoudende effecteninstelling moeten betrouwbaar zijn. Meer precies uitgedrukt: hun betrouwbaarheid moet, naar het oordeel van de AFM, buiten twijfel staan (art. 11 lid 1 sub a Wte j° art. 10 lid 2 Besluit toezicht effectenverkeer (Bte)).³

1 De Wet effectenhandel trad in 1986 in werking. In 1992 werd deze wet vervangen door de Wte.

2 Aanleiding hiervoor was de invoering in de Wte van de mogelijkheid bestuurlijke boetes op te leggen. Deze rechtsgang is overigens niet alleen van toepassing met betrekking tot besluiten tot het opleggen van een bestuurlijke boete, maar ook met betrekking tot op grond van de financiële wetgeving door de Minister van financiën en/of de toezichthouders genomen besluiten.

3 Voor beleggingsinstellingen geldt een iets andere norm: op grond van de voornemens en antecedenten van de bestuurders moet naar het oordeel van de AFM niet waarschijnlijk zijn dat ernstig gevaar bestaat dat de belangen van de deelnemers zullen worden geschaad of dat in strijd met het bij of krachtens de wet bepaalde zal worden gehandeld (art. 2 lid 2 Besluit toezicht beleggingsinstellingen).

Mijn eerste observatie is dat de normstelling een uitdrukking is van zwart/wit denken. Je bent betrouwbaar of niet. Tenslotte: een beetje integriteit bestaat niet. Staat de betrouwbaarheid van een bestuurder volgens de AFM niet (meer) buiten twijfel, dan moet de bestuurder het veld ruimen. Toch is dat denken in tegenstellingen – ook op dit terrein – niet vanzelfsprekend. In de ISD-richtlijn uit 1993⁴ wordt namelijk bepaald dat de personen die het bedrijf van de beleggingsonderneming feitelijk leiden als “voldoende betrouwbaar” bekend moeten staan. In de Europese context – en ik realiseer mij dat hier sprake is van minimum harmonisatie – wordt het bestaan van grijstinten in elk geval erkend. Gelet op de karakteristieke trekken van de effectenmarkten en de spelers die daarop werkzaam zijn, lijkt mij dat ook juist.

Mijn volgende observatie is dat het stellen van een strenge betrouwbaarheidseis gerechtvaardigd wordt door te wijzen op het noodzakelijke vertrouwen dat het publiek behoort te hebben in de integriteit van de financiële markten. Ook ik onderken dat dit vertrouwen belangrijk is, maar ik heb er moeite mee dat dit noodzakelijke vertrouwen door de AFM soms tot welhaast mythische proporties wordt opgeblazen. Er lijkt af en toe sprake te zijn van een ware smetvrees die ertoe leidt dat als een incident zich voordoet niet alleen gedwongen afscheid moet worden genomen van bestuurders waarvoor de eerder aangehaalde betrouwbaarheidsregel geldt, maar ook van andere functionarissen van een effecteninstelling. Het is mijn ervaring dat door effecteninstellingen steeds meer – óók met *first offenders* die in de uitoefening van hun beroep een beoordelingsfout hebben gemaakt – resoluut en veel te hard wordt afgerekend uit vrees dat het bestuur van een effecteninstelling door de AFM er zelf op wordt aangesproken niet krachtdadig genoeg te hebben ingegrepen.

Dan de meer inhoudelijke invulling van het begrip betrouwbaarheid door de toezichthouder.

Na eerst daartoe door het CBb⁵ aangespoord te zijn, hebben de financiële toezichthouders een beleidsregel opgesteld, de Beleidsregel betrouwbaarheidstoetsing.⁶ In die beleidsregel wordt aangegeven wat onder het begrip betrouwbaarheid wordt verstaan, op welke wijze de feiten worden vastgesteld en welke belangen tegen elkaar moeten worden afgewogen. Meermalen is reeds door de bestuursrechter geoordeeld dat niet gezegd kan worden dat de AFM met het aanleggen van de maatstaven in deze beleidsregel een onjuiste invulling heeft gegeven van de haar toekomstige beleids- en beoordelingsruimte.

Ik wil u wijzen op enkele opvallende elementen uit de beleidsregel.

Om als betrouwbaar te kwalificeren, dient de bestuurder volgens de beleidsregel eigenschappen te hebben als waarheidslievendheid, verantwoordelijkheidszin, wetsgetrouwheid, openheid, oprechtheid, prudentie, punctualiteit, onkreukbaarheid, discretie en rechtschapenheid (art. 1). Het lijkt er op dat een bestuurder van een

4 Richtlijn 93/22/EEG van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (Pb EG L 141).

5 Uitspraak van het CBb van 3 juli 1997, JOR 1997/100 (Droog & Partners/AFM), in welke uitspraak het CBb oordeelde: “Het had op de weg van verweerster gelegen deze voorvallen (...) te wegen aan de hand van nadere criteria, ontleend aan enige duiding van het object van de vereiste betrouwbaarheid (waarheidslievendheid, openheid, discretie, punctualiteit, e.d.) en (...) van de aldus beschermde belangen, alsmede de grens waarboven sprake wordt geacht van onaanvaardbaar risico.” Opvallend genoeg hebben de financiële toezichthouders deze aspecten van betrouwbaarheid één op één overgenomen in de bewuste beleidsregel.

6 De laatste versie is gepubliceerd in de Staatscourant van 28 januari 2005 (Stcrt. 2005, 20).

effecteninstelling moet beschikken over eigenschappen om zalig of zelfs heilig verklaard te kunnen worden. Voor een ieder van ons geldt toch uiteindelijk dat niets menselijks ons vreemd is?

Bij een beoordeling van de betrouwbaarheid wordt volgens de beleidsregel gelet op de antecedenten van de bestuurder (art. 2). Tot die antecedenten behoren onder meer strafrechtelijke, toezichts- en overige antecedenten.

Wat volgens mij het hart zou moeten zijn van een betrouwbaarheidstoetsing – namelijk de belangenafweging – wordt niet alleen in de beleidsregel (art. 3), maar ook in concrete door de AFM over betrouwbaarheid genomen besluiten stiefmoederlijk behandeld.

Uit de beleidsregel blijkt dat sommige feiten zo ernstig worden gevonden – zoals een onherroepelijke veroordeling wegens voorwetenschap, diefstal of valsheid in geschrifte⁷ – dat een belangenafweging in het geheel niet hoeft plaats te vinden. In een dergelijk geval wordt de bestuurder als onbetrouwbaar bestempeld, zonder enige beoordeling van de feiten, zonder enige belangenafweging. Hoewel dit uitgangspunt velen zal aanspreken, wordt de werkelijkheid hier te simplistisch voorgesteld. Kort gezegd: de ene handel met voorwetenschap is de andere niet. Zoals altijd *kunnen* en *behoren* de bijzondere omstandigheden van het geval ertoe te leiden dat een ander besluit wordt genomen dan men eerder als hoofdregel in gedachten had.

Heeft nog geen onherroepelijke veroordeling plaatsgevonden, dan moet volgens de beleidsregel steeds een belangenafweging plaatsvinden (vgl. ook art. 3:2 Awb). Tot die af te wegen belangen behoren: (a) de belangen die de toezichtswet beoogt te beschermen en (b) de overige belangen van de financiële instelling en de betrokkene. Mijn bezwaar tegen de huidige praktijk is dat veel te veel nietszeggende, gestandaardiseerde toverformules worden gebruikt, zoals ‘de ernst van de gesignaleerde overtredingen’ of ‘de adequate werking van de effectenmarken’. Te veel wordt nagelaten om concreet inzicht te geven *waarom* een bepaalde gedraging – hoewel misschien in strijd met de wet – rechtvaardigt dat een zeer ingrijpende beslissing wordt genomen om iemand als onbetrouwbaar te bestempelen. Maatgevend zou volgens mij moeten zijn: (a) of gegronde vrees voor herhaling te duchten is en (b) of voorlichting van beleggers over de misstap van de bestuurder in dit soort zaken niet een alternatieve maatregel zou kunnen zijn.

Ten slotte: mijn laatste observatie is dat het debat over de betrouwbaarheid van een bestuurder niet helemaal fair plaatsvindt.

Uitgangspunt in dat debat is veelal het vaststaande gegeven dat het OM een strafrechtelijk onderzoek is begonnen. Niet verwonderlijk is het dan dat de bestuursrechter weinig ruimte aanwezig acht om het betrouwbaarheidsoordeel van de AFM dan nog te toetsen. Zo oordeelde het CBb⁸:

“Naar het oordeel van het College kan verweerster, ook zonder dat sprake is van een oordeel van een strafrechter inzake de vraag of een (kandidaat)bestuurder van een effecteninstelling een ten laste gelegd strafbaar feit heeft gepleegd, in geval van een strafrechtelijk onderzoek op basis van zulk een verdenking zich in beginsel redelijkerwijs op het standpunt stellen dat de betrouwbaarheid van de betreffende (kandidaat)bestuurder niet buiten twijfel staat.”

7 Het gaat om de onherroepelijke veroordeling van strafbare feiten als vermeld op bijlage A2 van de beleidsregel.

8 Zie bijv. de uitspraak van het CBb van 18 april 2002, *JOR* 2002/117.

Het oneerlijke aan dit debat is dat de toezichthouder zich verschuilt achter de brede rug van het OM. Hoewel de AFM soms al geruime tijd op de hoogte is van de relevante feiten en ook zelf aangifte heeft gedaan, lijkt zij pas bereid te zijn de betrouwbaarheidsvraag te beantwoorden als het OM vergevorderd is met het strafrechtelijk onderzoek. Hiermee voorkomt de AFM dat zij zelf verantwoording moet afleggen over de door haar genomen beslissing. Het is immers zoveel makkelijker erop te wijzen wat het OM van de zaak vindt. Unfair lijkt het in elk geval om dit talmen van de AFM te belonen met een minder diepgaand onderzoek door de bestuursrechter naar de vraag of de AFM op juiste grond heeft geoordeeld dat de betrouwbaarheid van de bestuurder niet (meer) buiten twijfel staat.

Het standpunt van de AFM dat bij handhaving van de bestuurder het vertrouwen in het financiële stelsel zou worden geschaad, boet in elk geval aan geloofwaardigheid in als de AFM zelf meent het zich te kunnen veroorloven om lang te wachten met het afgeven van een betrouwbaarheidsoordeel.

3. Privaatrechtelijke handhaving door middel van de aanwijzingsbevoegdheid?

Ik stap snel over op een ander onderwerp.

Bekend is dat de AFM op grond van de Wte een uitgebreid toezichtsinstrumentarium tot haar beschikking heeft. Zo heeft de AFM de bevoegdheid om *inlichtingen in te winnen* en een onderzoek uit te voeren teneinde na te gaan of de wettelijke bepalingen wel worden nageleefd (art. 29 Wte, vgl. ook art. 5:15 Awb). De AFM heeft verder de mogelijkheid om een *stille curator* aan te stellen wanneer een effecteninstelling in een kritieke fase verkeert (art. 28 lid 4 sub a Wte). Ook kan de AFM door middel van een *openbare kennisgeving* beleggers waarschuwen tegen personen of instellingen die in strijd met de Wte effecten of effectendiensten aanbieden (art. 48n Wte). Tot slot: sinds 1 januari 2000 heeft de AFM de bevoegdheid een *last onder dwangsom* of een *bestuurlijke boete* op te leggen bij overtreding van de effectenregelgeving (art. 48b onderscheidenlijk 48c Wte).

Met dit toezichtsinstrumentarium wordt beoogd de AFM in staat te stellen te waarborgen dat de effectenregelgeving daadwerkelijk wordt nageleefd. Het zal u niet verbazen dat een ambitieuze toezichthouder – en dat is de AFM – vroeg of laat uitgekeken raakt op dit welhaast eendimensionale instrumentarium.

Zeer recent heeft de AFM ontdekt dat de Wte ook een ander ongekend machtig wapen kent met vele toepassingsmogelijkheden. Ik doel op de *aanwijzingsbevoegdheid* van artikel 28 lid 2 Wte. Die bevoegdheid houdt in dat, indien een ondertoezichtgestelde instelling de effectenregels overtreedt, de AFM aan die instelling een aanwijzing kan geven om ten aanzien van met name aan te geven punten een bepaalde gedragslijn te volgen. De AFM kan die aanwijzing geven met het oog op (i) een adequate functionering van de effectenmarkten of (ii) de positie van de beleggers op die markten. Niet-naleving van een dergelijke aanwijzing levert een economisch delict op.

Op het eerste gezicht dus een ideaal instrument om de wereld naar je hand te kunnen zetten; de Wte lijkt immers geen beperkingen te stellen aan deze aanwijzingsbevoegdheid anders dan een nogal vanzelfsprekende verwijzing naar de doeleinden van deze wet.

De AFM heeft inmiddels creatief gebruik gemaakt van deze aanwijzingsbevoegdheid jegens uitgevende instellingen die de prospectusplicht zouden hebben geschonden. Zoals u weet, dient een uitgevende instelling die effecten aan het publiek aanbiedt in beginsel een prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen. In dit prospectus dient gedetailleerde informatie verstrekt te worden over het aanbod van effecten en de financiële positie van de uitgevende instelling. Dit alles met het doel de belegger in staat te stellen zich een verantwoord oordeel te vormen over de beleggingspropositie.

Wat houden die door de AFM gegeven aanwijzingen dan concreet in?

In één geval werd door de AFM aan een uitgevende instelling een aanwijzing gegeven dat zij de beleggers waarmee zij een overeenkomst had gesloten schriftelijk op de hoogte moest stellen van het feit (i) dat zij in strijd met de Nederlandse effectenwetgeving heeft gehandeld door effecten aan te bieden zonder daartoe een prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen en (ii) dat dit een strafbaar feit oplevert.⁹

In een ander geval moest de uitgevende instelling – nadat alsnog een prospectus verkrijgbaar was gesteld – de beleggers in de gelegenheid stellen hun overeenkomst met de uitgevende instelling binnen een redelijke termijn te heroverwegen. Deze heroverweging zou volgens het aanwijzingsbesluit van de AFM ertoe moeten kunnen leiden dat de belegger de overeenkomst ontbindt.¹⁰

Kunnen dit soort aanwijzingen door de AFM wel gegeven worden? In het eerste geval heeft de aanwijzing in feite het karakter van – wat ik zou willen noemen – “zelfincriminatie op bevel”, wat mij betreft een variatie op de middeleeuwse duimschroef. In het andere geval betreedt de AFM onmiskenbaar het domein van het privaatrecht door op grond van een aanwijzingsbesluit rechten voor beleggers te creëren.

In beide gevallen heeft de Rotterdamse voorzieningenrechter inmiddels als voorlopig oordeel te kennen gegeven dat niet aanstonds evident is dat de AFM aldus handelt conform het doel en de strekking van de aanwijzingsbevoegdheid.

De voorzieningenrechter stelt dat de aanwijzingen een wel zeer faciliterend karakter hebben voor een concrete groep beleggers, zodat de vraag kan worden gesteld of die aanwijzingen het publieke belang nog in overwegende mate dienen. Daar komt nog bij dat het niet tijdig opvolgen van de aanwijzingen een economisch delict oplevert. Met recht stelt de voorzieningenrechter dan ook de vraag of de scheidslijn tussen het publieke en private belang hiermee niet teveel uit het oog wordt verloren en daarmee de verhouding tussen de publiekrechtelijke en civielrechtelijke handhavingsmogelijkheden.

De voorzieningenrechter heeft daarom de aanwijzingsbesluiten op deze punten geschorst totdat uitspraak is gedaan in het beroep.

Naar mijn oordeel heeft de bestuursrechter hier de spijker op zijn kop geslagen. De aan de AFM toegekende aanwijzingsbevoegdheid behoort in functie te staan van de *publieke* taken en de daarbij behorende *specifieke bevoegdheden* die de AFM krachtens de Wte heeft. Tot die taken behoort niet – in elk geval nog niet – de mogelijkheid ondertoezichtgestelden voor te schrijven of, en zo ja, op welke wijze eventueel geleden

⁹ Zie de uitspraak van de Voorzieningenrechter Rechtbank Rotterdam van 28 januari 2005, *JOR* 2005/68 (X BV/AFM).

¹⁰ Zie de uitspraak van de Voorzieningenrechter Rechtbank Rotterdam van 5 april 2005, *JOR* 2005/126 (Borderline Constructions c.s./AFM).

nadeel als gevolg van overtreding van de effectenregelgeving gecompenseerd dient te worden.

Ik ben mij ervan bewust dat de zeer machtige *US Securities and Exchange Commission* (SEC) dit soort privaatrechtelijke bevoegdheden wel heeft. Als wij in Nederland die weg ook op willen, dan behoort daar in elk geval eerst een uitdrukkelijke wettelijke grondslag voor geschapen te worden en zal nagedacht moeten worden over de wijze waarop in adequate rechtsbescherming zal worden voorzien.

Dit proefballonnetje van de AFM lijkt mij in elk geval op juiste gronden voorlopig te zijn doorgeprikt door de bestuursrechter.

4. Reclamerichtlijnen

Ik geef nog een ander voorbeeld van een situatie waarbij het bloed van de AFM kruipt waar het niet gaan kan.

De uitvoeringsregelgeving van de Wte bevat diverse voorschriften met betrekking tot de informatie die aan cliënten van een effecteninstelling verstrekt dient te worden. Tot die voorschriften behoren ook de reclamerichtlijnen die, kort gezegd, zien op het adverteren door of namens een effecteninstelling. Deze richtlijnen bevatten zonder meer een aantal nuttige voorschriften.¹¹

Wordt bijvoorbeeld informatie verstrekt waarin toekomstverwachtingen worden uitgesproken of waarin wordt gerefereerd aan in het verleden behaalde resultaten, dan dienen de zinnen te worden opgenomen:

“De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.”

Bij informatieverstrekking over een product waarbij krediet wordt verschaft voor beleggingsdoeleinden en waarbij het risico voor rekening van de belegger komt, dient de zin te worden opgenomen:

“U belegt (deels) met geleend geld. Dit betekent dat u het risico loopt dat u uw inleg verliest of zelfs een schuld overhoudt.”

Het nut van dit soort voorschriften is evident. Wij raken hier immers de kern van het effectenrecht dat goeddeels handelt over transparante informatieverstrekking aan beleggers opdat zij daarmee rekening kunnen houden als beleggingsbeslissingen worden genomen.

Van een geheel andere orde - en daar gaat het mij nu om - is het voorschrift in de reclamerichtlijnen dat de informatieverstrekking inhoudelijk juist en niet misleidend behoort te zijn. Het gaat hier om een bij uitstek civielrechtelijke norm die ontleend is aan artikel 6:194 van het Burgerlijk Wetboek. Volgens deze bepaling is het maken van misleidende reclame onrechtmatig.

¹¹ Zie art. 33 lid 2 j° bijlage 7 NR 2002.

Tegen het aldus dupliceren van civielrechtelijke normen in dat deel van het effectenrecht dat een publiekrechtelijke snit heeft, heb ik principiële bezwaren.

Ten eerste: als gevolg van de introductie van de term “misleitend” in de reclamerichtlijnen kan de AFM bij vermeende overtreding van die norm een bestuurlijke boete aan een effecteninsetting opleggen.

Wij weten dat het in het civiele recht te doen gebruikelijk is om te werken met open normen, zoals ‘de redelijkheid en billijkheid’ en ‘hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt’. Die normen moeten dan verder door de rechtspraak worden ingevuld. Voor strafrechtelijke normen – waartoe ook het bestuursstrafrecht gerekend mag worden – geldt echter de eis dat die normen zo scherp omgrensd moeten zijn als redelijkerwijs mogelijk is (het *lex certa* beginsel). Die eis geldt ook voor de AFM als regelgever van strafrechtelijk gesanctioneerde normen. De term misleitend voldoet mijns inziens niet aan die eis. Wat de één misleitend acht, zal een ander met evenveel redelijkheid niet misleitend achten. In *civilibus* kan dan ook zeer langdurig worden gedebatteerd over de vraag wat de term misleitend exact inhoudt, welke maatstaven daarbij moeten worden aangelegd en of een concrete reclame-uiting al dan niet misleitend is. Voor het gebruik van een dergelijke vage term in bestuursstrafrechtelijk gesanctioneerde reclamevoorschriften bestaat mijns inziens dan ook geen rechtvaardiging.

Ten tweede: het lijkt mij niet wenselijk en ook ongerijmd dat de AFM lopende civielrechtelijke procedures zou kunnen doorkruisen door met een eigen, zelfstandig oordeel te komen over de vraag of de aan beleggers verstrekte informatie misleitend is.¹² Die vraag is immers reeds daar neergelegd waar die vraag thuishoort, te weten bij de civiele rechter. De expertise van de AFM – en ik denk dat dat ook geldt voor de bestuursrechter – ligt niet op het terrein van het burgerlijk recht. Kortom, schoenmaker blijf bij je leest.

5. Uitleiding

Ik rond af. Het CBb heeft er met de financiële toezichtswetgeving een nieuw werkterrein bij gekregen. Op dit terrein is een ambitieuze toezichthouder werkzaam, die – zoals ik heb proberen aan te geven – zeer ingrijpende toezichtsmaatregelen mag nemen en die er ook niet voor schuwt om nieuw terrein te ontginnen. Ik zou willen zeggen: iedere toezichthouder hoort de rechter te krijgen die hij verdient. Die rechter mag dus wat mij betreft – waar nodig – blijf geven van een kritische houding met daarbij een open oog voor óók datgene wat de turbulente effectenmarkten en de spelers daarop bezighoudt.

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

¹² Zie bijvoorbeeld de publicatie d.d. 22 juli 2004 van de aan Dexia Bank opgelegde boete op de website van de AFM (www.afm.nl).