

*Spreektekst*

## **Wet op het financieel toezicht: wonder of waanzin**

*Rede 3 februari 2006*

*Mijnheer de Rector Magnificus, zeer gewaardeerde toehoorders,*

### **1. Inleiding**

Op 3 augustus 2004 is bij de Tweede Kamer ingediend het Algemeen Deel van het Voorstel van wet inzake regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop. Kortweg het wetsvoorstel voor de Wet op het financieel toezicht, ofwel de Wft. Deze wet zal dienen ter vervanging van acht bestaande financiële wetten. Tevens zal de per 1 januari 2006 van kracht geworden Wet financiële dienstverlening in de Wft worden opgenomen. Dat zijn dus al met al maar liefst 9 wetten. Daarnaast zal een aantal Europese richtlijnen, waarvoor thans implementatiewetsvoorstellen aanhangig zijn uiteindelijk in de Wft terecht komen.

Deze omvangrijke wetgevingsoperatie vormt het sluitstuk van de herverdeling van het takenpakket van de financiële toezichthouders in Nederland die op 1

september 2002 door de inwerkingtreding van een aantal algemene maatregelen van bestuur heeft plaatsgevonden. Tot die datum was het toezicht in Nederland voornamelijk sectoraal gestructureerd. De Nederlandsche Bank ('DNB') hield toezicht op de bancaire sector, de Pensioen- en Verzekeringskamer ('PVK') hield toezicht op de verzekeringssector en de Stichting Toezicht Effectenverkeer ('STE') trad op als effectentoezichthouder.

Sinds 1 september 2002 zijn wij in Nederland overgegaan naar een zogenaamd functioneel toezichtmodel. De overgang naar dit model vindt in twee fasen plaats. De eerste fase betreft de hervorming van het toezicht op basis van het bestaande wettelijk kader. Deze fase is inmiddels afgerond. Per 1 september 2002 oefent DNB, die sinds oktober 2004 is gefuseerd met de PVK, zogeheten prudentieel toezicht uit. Dat wil zeggen, dat DNB toezicht houdt op de soliditeit van financiële instellingen, en aldus beoogt het risico van faillissement bij individuele instellingen te beheersen. Het systeemtoezicht, dat betrekking heeft op het waarborgen van de financiële soliditeit *van het systeem als geheel* blijft bij DNB. Doel van het systeemtoezicht is te voorkomen dat financiële problemen bij de ene financiële instelling overslaan naar andere financiële instellingen en/of financiële markten. Net als in Nederland ligt de verantwoordelijkheid voor het *systeemtoezicht* in de meeste landen bij de centrale bank.

De STE die naar aanleiding van de wijziging van de toezichtstructuur in 2002 een naamsverandering heeft ondergaan en sindsdien Autoriteit Financiële Markten ('AFM') heet, is verantwoordelijk voor het gedragstoezicht op de financiële markten. Gedragstoezicht richt zich op het bevorderen van een ordelijk en transparant marktproces, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en in dat verband, bescherming van de consument.

De Wft beoogt de financiële wet- en regelgeving af te stemmen op het functionele toezichtmodel. Men noemt dit ook wel de 'kanteling' van de toezichtwetgeving. De thans geldende sectorale wetten inzake het toezicht op banken, verzekeraars en financiële instellingen worden zodanig gekanteld dat twee, maar eigenlijk drie nieuwe pijlers ontstaan: systeemtoezicht, prudentieel toezicht en gedragstoezicht. Aangezien het systeemtoezicht en het prudentieel toezicht onder dezelfde toezichthouder, namelijk DNB vallen, spreekt men wel van een Twin Peaks model met DNB en AFM als de twee 'peaks'.

Oorspronkelijk zou de Wft bestaan uit een algemeen deel en drie bijzondere delen. Met de eind oktober 2005 bij de Tweede Kamer ingediende Vierde Nota van Wijziging is de opzet van de Wft gewijzigd zodat deze nu uit vijf delen bestaat: één Algemeen Deel (Deel 1) en vier bijzondere delen (Delen 1A, 2, 4 en 5).

Het Ministerie van Financiën heeft ervoor gekozen om de afzonderlijke delen van de Wft een eigen wetgevingstraject te laten doorlopen. Op 3 augustus 2004 is alleen het Algemeen deel bij de Tweede Kamer ingediend, de andere delen zijn inmiddels door middel van Nota's van Wijziging druppelsgewijs bij de Tweede Kamer ingediend. In de MvT bij het Algemeen Deel geeft de minister aan dat de 'Wft zo omvangrijk is, dat het voor de meeste betrokkenen als te belastend wordt ervaren om het in één keer inhoudelijk te behandelen (...).' Of dit een steekhoudend argument is voor de gefaseerde indiening van het wetsvoorstel, lijkt mij de vraag. Er is in ieder geval veel kritiek op deze aanpak geuit.

De Wft is, zo moge inmiddels duidelijk zijn, een enorm project. De Wft heeft direct dan wel indirect veroorzaakt dat Nederland inmiddels 11 Europese richtlijnen te laat heeft geïmplementeerd. De Wft is niet alleen een groot project, het wordt tevens onder grote tijdsdruk voorbereid. De minister van Financiën heeft al een aantal malen een beoogde datum van inwerkingtreding van de Wft genoemd. De bij de indiening van de Vierde Nota van Wijziging genoemde datum van 1 juli 2006 is onlangs verlaten. De minister heeft aangegeven dat in overleg met marktpartijen een nieuwe datum van inwerkingtreding zal worden vastgesteld. Dit alles wekt de indruk dat het wetgevingstraject vrijwel is doorlopen, maar dat is zeker niet het geval. Er moet nog heel wat werk verzet

worden voordat de Wft is afgerond, om nog maar te zwijgen van alle algemene maatregelen van bestuur die ter uitwerking van de wet nodig zijn.

De wetgever heeft de Wft drie doelstellingen meegegeven: inzichtelijkheid, doelgerichtheid en marktgerichtheid.

Met inzichtelijkheid bedoelt de wetgever dat de voorgenomen Wft een helder inzicht beoogt te geven in de samenhang en de verschillen tussen de normen die gelden in de financiële marktsector. Dit geschiedt onder meer door een splitsing in een algemeen deel en in bijzondere delen.

Met doelgerichtheid wordt bedoeld dat de structuur van de voorgenomen Wft geheel is geënt op het functionele toezichtmodel.

Met de derde hoofddoelstelling, marktgerichtheid, wordt bedoeld dat de nieuwe wetgeving wil bijdragen aan de concurrentiekracht van de Nederlandse financiële sector in nationaal en internationaal perspectief.

Een van de vragen die de wetgever zich niet alleen bij de start van zo'n omvangrijk wetgevingsproject moet stellen maar ook gaandeweg, is of de beoogde doelstellingen worden bereikt. Een belangrijke voorvraag is echter of de wijziging van het Nederlandse toezichtmodel van sectoraal naar functioneel

verstandig was. Als deze vraag ontkennend moet worden beantwoord is de daaropvolgende vraag of het wetsvoorstel Wft nog wel voldoende is gelegitimeerd.

## *2. Nu eerst wat over de historie.*

De Amsterdamse effectenbeurs heeft sinds haar oprichting halverwege de 19<sup>e</sup> eeuw tot halverwege de jaren tachtig van de vorige eeuw haar eigen regels gemaakt. Officieel stond de beurs onder toezicht van de minister van Financiën, in de praktijk werd van de uitoefening van dat toezicht weinig gemerkt. In de jaren tachtig kwam de discussie op gang over de vraag hoe het toezicht op de effectenmarkten moest worden vormgegeven. Besloten werd dat niet langer de minister van Financiën maar een onafhankelijke toezichthouder toezicht zou moeten houden op het effectenwezen. Dit leidde in 1988 tot de oprichting van de STE, thans genaamd AFM. De minister van Financiën belaste deze onafhankelijke toezichthouder met ingang van 1 februari 1989 met het toezicht op de effectenbeurzen. In eerste instantie werden aan de STE echter weinig concrete bevoegdheden toegekend. Dit veranderde op 1 januari 1997. Toen werd de toezichthoudende rol van de STE versterkt doordat een andere taak- en bevoegdheidsverdeling werd afgesproken met AEX, de toenmalige beurshouder. Inmiddels is de beurshouder nogmaals van naam veranderd ter gelegenheid van de fusie op 22 september 2000 met de beurzen van Parijs en Brussel. De

gefuseerde beurzen heten sindsdien Euronext. Begin 2002 sloot de beurs van Lissabon zich aan bij Euronext.

Op 1 februari 1999 trad de Wet Herijking Wte 1995 in werking waardoor de twee jaar tevoren gemaakte afspraken tussen (toen nog) STE en AEX, werden voorzien van een wettelijke basis en de zelfregulerende bevoegdheden van de beurshouder aanzienlijk werden ingeperkt.

Door de implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik eind vorig jaar is het toezicht op informatieverplichtingen van aan Euronext Amsterdam genoteerde instellingen overgedragen door Euronext aan AFM. Ten gevolge van de implementatie van de Prospectusrichtlijn per 1 juli 2005 heeft het gewijzigde Fondsenreglement een nieuwe naam gekregen: Euronext Rule Book (I en II). De zelfregulerende bevoegdheden van de beurs zijn hierdoor nog verder beperkt.

Medio 1999 werd de – in 2004 weer opgeheven - Raad van Financiële Toezichthouders ('RFT') ingesteld. Dit was een samenwerkingsverband van het toen nog bestaande drietal financiële toezichthouders: AFM, DNB en PVK. De bedoeling was dat door middel van dit samenwerkingsverband de drie toezichthouders 'gelijkgerichte' regelgeving en beleid tot stand zouden brengen. Opmerkelijk is dat op het moment dat de samenwerking van de toezichthouders in de RFT werd voorzien van een wettelijke basis, alweer een andere

toezichtstructuur werd aangekondigd, namelijk het eerder genoemde en per 1 september 2002 ingevoerde, functionele toezichtmodel.

### *3. Waarom zijn we eigenlijk overgegaan naar een ander toezichtmodel?*

In de Memorie van Toelichting bij de indiening van het Algemeen deel van de Wft geeft de minister aan dat de Wft het slot vormt van een herziening van het toezicht op de financiële marktsector waartoe in 2002 is besloten. Aan de plannen tot herziening is voor het eerst uitdrukking gegeven door de minister van Financiën in de Nota Hervorming van het toezicht op de financiële marktsector van 26 november 2001. In de Nota wordt een nationale en internationale ontwikkeling geschetst die ertoe leidt dat de grenzen tussen bankieren, verzekeren en beleggen vervagen. Deze vervaging geldt zowel voor de instellingen zelf als voor de producten die door deze instellingen op de markt worden gebracht. Als gevolg hiervan vindt er, aldus de minister in de Nota, steeds meer cross-sectoraal toezicht plaats in Nederland. Dit geldt zowel in de prudentiële sfeer als in de sfeer van het gedragstoezicht en integriteit. De minister zet zich vervolgens aan de beantwoording van de volgende vraag: zijn ook in de toekomst de belangen van de consument en van financiële instellingen optimaal gediend met de voorzetting van het op dat moment bestaande sectorale model, of – ik citeer – ‘moet gezocht worden (mede in internationaal perspectief) naar een model dat gericht is op de ambitie die de Nederlandse



financiële sector traditioneel heeft gekenmerkt.’ Deze ietwat hoogdravende ambitie licht de minister niet verder toe.

De minister stelt drie criteria vast aan de hand waarvan de drie mogelijke toezichtmodellen worden getoetst. Deze criteria - die overigens erg lijken op de doelstellingen van de Wft - zijn doeltreffendheid, marktgerichtheid en efficiëntie. De drie mogelijke modellen van toezicht zijn: het sectorale model, dat wil zeggen één toezichthouder per sector, het concentratiemodel met één algemene toezichthouder, en het functionele model met één toezichthouder per toezichtdoelstelling. Doelstellingen van toezicht kunnen overigens vrijelijk worden bepaald.

Het voornaamste bezwaar van de minister tegen het bestaande sectorale model is dat met de samenwerking van de sectorale toezichthouders, DNB, PVK en AFM in de RFT de mogelijkheden voor cross-sectoraal samenwerken zijn uitgeput. Verdere uitbouw van de samenwerking zou alleen mogelijk zijn door aan de RFT eigen formele bevoegdheden toe te kennen en een eigen apparaat toe te wijzen. Dan zou een vierde toezichthouder ontstaan die, aldus de minister, zou veroorzaken dat op elk van de drie genoemde criteria slecht gescored zou worden.

Het belangrijkste bezwaar van het concentratiemodel waarbij één, in de woorden van de minister, ‘megatoezichthouder’ functioneert is dat de interne organisatie

onvoldoende recht kan doen aan de onderscheiden doelstellingen van toezicht, ten detrimente van zowel de slagvaardigheid van het beleid als de doeltreffendheid en de efficiëntie van de uitvoering.

De minister oordeelt dat het derde model, één toezichthouder per toezichtdoelstelling, analytisch goed scoort op elk van de drie criteria. De minister geeft aan dat het de bedoeling is het toezicht in Nederland langs twee hoofdlijnen te laten evolueren. Ten eerste leggen DNB/PVK zich toe op het prudentieel toezicht op banken, beleggingsinstellingen, effecteninstellingen en verzekeraars. Ten tweede evolueert de STE tot een nieuwe, cross-sector gedragstoezichthouder voor alle financiële instellingen. Daarbij is de naamswijziging van STE in AFM, volgens de minister, passend aangezien het takenpakket van gedragstoezichthouder AFM ruimer zal zijn dan dat van de sectorale toezichthouder, STE.

#### *4. Welke modellen van financieel toezicht zijn er in andere landen?*

Qua structuur van het toezicht lijkt Nederland een weg in te hebben geslagen die in geen enkel financieel centrum wordt gevolgd. Voor zover ik heb kunnen nagaan bestaat het Nederlandse model waarbij het prudentieel toezicht op onder andere banken en verzekeraars rechtstreeks wordt uitgeoefend door de centrale bank in geen enkel ander Europees land. Overigens betekent het niet dat het Nederlandse model daarom slecht zou zijn. De eerder geschetste, ingrijpende,

ontwikkelingen op de markt van financiële dienstverlening hebben ertoe geleid dat men ook in diverse andere landen is gaan nadenken over de vraag of een sectorale indeling van toezicht en regelgeving nog wel toereikend is. Het wekt weinig verbazing dat deze vraag in de verschillende landen verschillend is beantwoord. Er kunnen grofweg twee benaderingen worden onderscheiden:

- 1) het concentratiemodel waarbij één toezichthouder wordt aangesteld die alle toezichtdoelstellingen in zich verenigt. Dit model is enkele jaren geleden in het Verenigd Koninkrijk ingevoerd, en
- 2) het functionele model waarbij er één toezichthouder per toezichtdoelstelling wordt aangesteld. Dit model is enkele jaren geleden in Australië ingevoerd.

In mijn geschreven tekst die binnenkort in gedrukte vorm zal verschijnen, bespreek ik deze modellen uitgebreid. Ik volsta nu met het noemen van de belangrijkste overeenstemming tussen het Engelse en het Australische model. Die is, dat zowel in het Verenigd Koninkrijk als in Australië de centrale bank geen prudentieel toezicht uitoefent. Dat wil zeggen dat de centrale bank geen toezicht houdt op andere banken en/of verzekeringsmaatschappijen. In beide landen vervult de centrale bank - slechts - de functie van lender of last resort. Volgens de Australische Wallis Committee wiens rapport aan de basis heeft gestaan van de volledige herziening, in 1997, van het Australische toezichtmodel op de financiële markten, zijn aan het belasten van de centrale

bank met het uitoefenen van prudentieel toezicht weliswaar voordelen verbonden, maar moeten de nadelen zwaarder wegen. Deze nadelen vloeien vooral voort uit het feit dat de centrale bank zelf ook een bank is waardoor het gevaar dreigt dat de centrale bank regelgeving vanuit een te beperkt gezichtspunt benadert. Daar komt bij dat de combinatie van de functie van lender of last resort en prudentieel toezichthouder een mogelijk belangenconflict in zich bergt. De centrale bank zou, ter voorkoming van schade aan haar eigen reputatie als toezichthouder, wellicht te snel kunnen besluiten tot liquiditeitssteun. Hieraan wordt nog toegevoegd dat er weinig centrale banken in de wereld te vinden zijn die ernaar hebben gestreefd dan wel zijn gevraagd om, de verantwoordelijkheid voor het volledige prudentiële toezicht op zich te nemen. Tevens leidt de koppeling tussen de functie van lender of last resort en prudentieel toezichthouder volgens de Wallis Committee tot de perceptie bij het publiek dat banken niet failliet kunnen gaan. Ontkoppeling maakt duidelijk dat dat niet juist is.

Ter voorbereiding van de wijziging van het Nederlandse toezichtmodel is door een delegatie van het Ministerie van Financiën in 2001 een studiebezoek gebracht aan Australië. Doel van het bezoek was het in kaart brengen van de eerste praktische ervaringen met het nieuwe Australische model. De ervaringen in Australië bleken goeddeels positief. De delegatie kwam tot de conclusie dat

de sector geen bijzondere voor- of nadelen ondervindt door het prudentieel toezicht te scheiden van de centrale bank.

##### *5. Waarom heeft Nederland gekozen voor het functioneel toezichtmodel?*

De in Nederland gemaakte keuze voor het functionele model wordt door de minister van Financiën naar mijn mening niet of nauwelijks inhoudelijk onderbouwd. In feite wordt louter verwezen naar veranderingen in de financiële markten zowel wat betreft de structuur van financiële instellingen als voor wat betreft het soort producten dat wordt aangeboden. Tevens stelt de minister dat als er slechts één financiële toezichthouder optreedt de kans bestaat dat ofwel het prudentiële aandachtsgebied ofwel het gedragstypische aandachtsgebied ondersneeuwt.

In andere - in de financiële wereld als niet onbelangrijk bekend staande landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk - deelt men deze mening niet. Beide landen hebben één toezichthouder op de financiële markten aangesteld, die alle toezichttaken vervult.

Op de vraag waarom wij in Nederland, in tegenstelling tot de meeste andere landen, ervoor kiezen om het prudentieel toezicht op banken tevens onder te brengen bij DNB wordt evenmin een onderbouwd antwoord gegeven. Toch is ook dit punt van groot belang. Het hoofdmotief voor het Twin Peaks model is nu

juist gelegen in het institutioneel scheiden van de potentieel conflicterende doelstellingen van consumentenbescherming en handhaving van de stabiliteit van het systeem. Hiervan is in het door de regering inmiddels ingevoerde model geen sprake. Dit leidt ertoe dat binnen DNB het belang van bijvoorbeeld depositohouders of verzekeringnemers moet worden afgewogen tegen het belang van stabiliteit van het financiële systeem. Ik denk dat DNB vrijwel altijd aan het ‘grote belang’ van het financiële systeem voorrang zal geven. En dat lijkt mij in zijn algemeenheid ook goed. De achterliggende vraag is echter: is het juist dat DNB überhaupt voor een dergelijke afweging kan komen te staan?

Wereldwijd is, zoals ook de Wallis Committee constateerde, de afgelopen jaren een duidelijke tendens waarneembaar dat centrale banken hun prudentiële toezichttaken verliezen. De Nederlandse keuze om DNB wèl met het prudentieel toezicht te belasten had dan ook grondig onderbouwd moeten worden.

5.2 Tijdens de voorbereiding van de kanteling van het financiële toezicht is van diverse zijden forse kritiek op dit voornemen geuit, waarmee zo lijkt het, door de minister weinig tot niets is gedaan. Ik noem één kritiekpunt - in mijn geschreven tekst vindt u meer voorbeelden – en dat is de kritiek die door de Nederlandse Vereniging van Banken (‘NVB’) naar voren is gebracht tijdens een aan het wetsvoorstel voorafgegane consultatieronde. De NVB heeft toen grote zorg uitgesproken over de beoogde scheiding tussen prudentieel toezicht en gedragstoezicht omdat volgens de NVB ‘bepaalde aspecten van gedragstoezicht

onlosmakelijk zijn verbonden aan het prudentiële toezicht. Ik citeer uit de brief van de NVB van 31 oktober 2001 aan minister Zalm

*‘In dit verband roepen wij in herinnering dat ook u in het eerdergenoemde gesprek heeft erkend dat een afbakening tussen prudentieel en gedragstoezicht nog geen goede, scherpe scheiding tussen toezichthouders impliceert en dat het voor alle betrokkenen duidelijk moet zijn welke toezichthouder in een bepaalde situatie (eind)verantwoordelijk is.’*

Het voornaamste bezwaar van de NVB is dus de onduidelijke (lees: functionele) scheiding van toezichtaspecten en daarmee van de taken en bevoegdheden van de verschillende toezichthouders.

Naar aanleiding van het op 23 november 2005 georganiseerde rondetafelgesprek over de Wft bleek dat velen zich inmiddels, soms wat morrend, hebben neergelegd bij de keuze voor het functionele model, maar dat nog steeds veel kritiek bestaat op de taakafbakening tussen DNB en AFM. De kritiek richt zich zowel op de keuze om bepaalde onderwerpen als ‘prudentieel’ of juist als ‘gedrag’ te kwalificeren, als op de keuze om sommige onderwerpen niet exclusief in één categorie onder te brengen.

### ***5.3. Wat valt onder gedragstoezicht?***

Tijdens de parlementaire behandeling wordt door en namens de minister van Financiën steeds benadrukt dat de eventuele risico's van overlap of competentiegeschillen onder het functioneel toezichtmodel waarop van diverse zijden is gewezen, kan worden vermeden door een 'heldere taakafbakening, zowel in toezichttaken als bij de uitoefening van toezicht'. Ik deel dit optimisme niet. De wettelijke definities zijn algemeen gesteld en dat kan ook eigenlijk niet anders. Dit leidt tot een potentieel bevoegdheidsconflict tussen DNB en AFM. Ik noem bijvoorbeeld de in de Wft aan AFM toebedeelde bevoegdheid om in bepaalde gevallen een boete op te leggen aan een bank die de regels van Deel 4 Wft (gedragstoezicht) heeft overtreden, terwijl DNB toezicht houdt op de bedrijfsvoering van die bank.

Corporate governance is een onderwerp dat door beide toezichthouders wordt geclaimd.

Volgens de minister behoort corporate governance tot de algemene aspecten van de bedrijfsvoering zodat het de vergunningverlenende toezichthouder is die zal toezien op de naleving van de desbetreffende regels. Dit betekent dus dat DNB toezicht houdt op corporate governance regels bij banken aan wie zij een vergunning verleent en AFM toezicht houdt op corporate governance bij die instellingen voor wie zij als vergunningverlenende instantie optreedt. In theorie is hier sprake van een duidelijke afbakening van verantwoordelijkheden, ..... of



dat in de praktijk ook zo zal werken, lijkt mij de vraag. Immers veel instellingen hebben zowel een vergunning van AFM als van DNB.

Ten gevolge van de scheiding prudentieel- en gedragstoezicht onder het functionele toezichtmodel heeft AFM als gedragstoezichthouder een groot aantal extra taken toebedeeld gekregen. Dit is tot op zekere hoogte logisch. Immers, vrijwel alle activiteiten van financiële instellingen gaan gepaard met een zekere vorm van gedrag waardoor beargumenteerd kan worden dat deze activiteiten onder toezicht zouden moeten staan van AFM. Het takenpakket van AFM is dan ook intussen zeer divers geworden en nog immer groeiend.

Ik geef een kort overzicht van belangrijkste nieuwe taken waarmee AFM dit jaar zal worden belast.

6. Ten eerste de implementatie van de zogenoemde MiFID-richtlijn (Markets in Financial Instruments Directive). Deze richtlijn geeft onder andere invulling aan de gedragsregels voor effecteninstellingen en zorgt voor een regelgevend kader voor gereguleerde markten. De minister verwacht dat de nationale regelgeving ter implementatie van de MiFID per 1 mei 2007 in werking zal treden.

Ten tweede zal naar verwachting in de nieuwe Pensioenwet worden geregeld dat AFM toezicht houdt op de informatieverstrekking van pensioenuitvoerders aan aanspraak- en pensioengerechtigden. De Pensioenwet treedt vermoedelijk op 1 januari 2007 in werking.

Ten derde treedt naar verwachting over enkele maanden de Wet toezicht accountantsorganisaties in werking. AFM zal ten gevolge van deze wet worden belast met het onafhankelijke publieke toezicht op accountantsorganisaties.

Ten vierde de Wet toezicht financiële verslaggeving. Ook bij deze wet wordt AFM als toezichthouder aangewezen.

Ten vijfde is eind 2005 de Richtlijn Marktmissbruik ingevoerd ten gevolge waarvan AFM de taken van Euronext voor wat betreft het toezicht op publicatie van koersgevoelige informatie heeft overgenomen.

Ten zesde is met ingang van 1 januari jongstleden de Wet financiële dienstverlening ('Wfd') van kracht geworden. Op grond van deze wet heeft AFM de exclusieve bevoegdheid gekregen om het toezicht uit te oefenen op het gebied van financiële diensten. Dit brengt met zich dat AFM haar consumententoezicht heeft moeten uitbreiden. Marktpartijen hebben in overleg met AFM de Stichting Financiële Dienstverlening in het leven geroepen. De

bedoeling is dat deze stichting betrokkenen zal ondersteunen bij de naleving van de Wfd hetgeen, aldus de jaaragenda 2006 van AFM ‘een verlaging van de toezichtinspanning van de AFM tot gevolg heeft.’

7. Daarnaast maakte AFM twee dagen geleden bekend de Commissie Financiële Consument te hebben geïnstalleerd. Deze commissie adviseert de AFM over, – ik citeer – ‘haar toezicht- en voorlichtingstaken in relatie tot de invulling van de rol van AFM op het gebied van de financiële consument.’ Tevens heeft de commissie als taak vanuit het perspectief van de consument als discussiepartner op te treden inzake beleidsvoornemens, concept regelgeving en interpretatievraagstukken. Parallel aan deze ontwikkeling loopt de instelling van de ConsumentenAutoriteit (‘CA’). De Europese Verordening over samenwerking tussen nationale instanties die verantwoordelijk zijn voor handhaving van wetgeving inzake consumentenbescherming, verplichtte de Lidstaten om uiterlijk op 29 december 2005 de nationale instantie aan te wijzen die belast wordt met consumentenbescherming. Op 1 december 2005 is een dienstonderdeel binnen het Ministerie van Economische Zaken (‘EZ’) aangewezen als CA. De verhouding van de CA tot EZ zal als volgt geregeld worden: de CA blijft een onderdeel van EZ, de minister draagt zijn taken en bevoegdheden die uit de nog vast te stellen Wet Handhaving Consumentenbescherming voortvloeien via mandaat op aan een of meer ambtenaren. Deze ambtenaren blijven hiërarchisch volledig ondergeschikt aan

de minister van EZ. Deze minister kan dan ook aanwijzingen geven in individuele gevallen.

Voor wat betreft de verdeling van toezichtbevoegdheden tussen AFM en de CA is het de bedoeling dat AFM het toezicht behoudt op de financiële sector. AFM en de CA dienen hun activiteiten op elkaar af te stemmen, aldus de staatssecretaris van Economische Zaken. Interessant is dat de staatssecretaris in haar brief van 29 april 2005 waarbij zij de Tweede Kamer inlicht over de instelling van de CA kennelijk uitgaat van de gedachte dat wij in Nederland nog leven met sectoraal toezicht. Ik citeer een passage:

*‘Er bestaan in het Nederlandse rechtsstelsel overigens al de nodige sectorale toezichthouders die ‘oneerlijke handelspraktijken’ bestuursrechtelijk handhaven (...)’*

Samenvattend berust de taak van het beschermen van consumenten dus deels bij AFM, namelijk voor zover het financiële diensten betreft en overigens, bij de hiërarchisch onder de minister van EZ vallende, CA.

8. De conclusie die uit deze ontwikkelingen lijkt te volgen is dat het kennelijk noodzakelijk wordt geacht het toezicht op bepaalde sectoren en activiteiten onder te brengen bij een andere autoriteit dan AFM. Het is wat mij betreft zeer de vraag of het verstandig is om AFM, binnen het huidige functionele

toezichtmodel, met het ruime scala aan activiteiten te belasten als waarmee zij thans belast is en nog zal gaan worden. Ik noem die huidige en nieuwe taken nog maar eens:

de AFM houdt toezicht op effecten- en beleggingsinstellingen, bemiddelaars en adviseurs, banken en kredietaanbieders, accountantorganisaties, verzekeraars en pensioenfondsen, beurzen en markten, uitgevende instellingen en beleggers. De verschillende leden van deze groepen hebben op het eerste gezicht geen grote gemene deler. Wat hebben accountants en beleggers met elkaar gemeen dat rechtvaardigt dat zij onder dezelfde toezichthouder vallen?

Het antwoord op deze vraag luidt: gedrag.

Hieruit blijkt dat de term gedrag weinig tot geen onderscheidend vermogen heeft. Het gevolg is een gedragstoezichthouder die ofwel heel breed georiënteerd moet zijn en talloze verschillende interne afdelingen nodig heeft om het toezicht op al deze verschillende activiteiten en specialismen uit te oefenen. Ofwel een toezichthouder die zich genoodzaakt ziet een deel van zijn taken uit te besteden aan ‘sectorale’ toezichthouders.

Op dit moment vindt beide plaats.

Bij AFM zijn thans zo'n 400 mensen werkzaam. Met de uitbreiding van de taken die AFM te wachten staat zal dit aantal onherroepelijk groter moeten worden tenzij AFM aan 'outsourcing' gaat doen door ofwel specifieke taken over te dragen aan andere, eventueel nieuw op te richten, toezichthouders, ofwel door bepaalde werkzaamheden 'onder regie' te laten uitvoeren door niet AFM-personeel.

9. Is AFM bij het aan haar onder het functionele model toebedeelde gedragtoezicht, wel in staat een zo breed pakket aan taken uit te voeren? De Algemene Rekenkamer heeft al in 2004 zijn bezorgdheid uitgesproken over de uitbreiding van het takenpakket van AFM.

Wat te denken van de mogelijke belangenconflicten die binnen AFM kunnen spelen? Het feit dat AFM het gedragstoezicht op financiële verslaggeving zal gaan combineren met het toezicht op accountantsorganisaties is al kritisch besproken.

Zijn wij niet ongemerkt aan het toegaan naar een model waarbij één toezichthouder (AFM) meer macht heeft dan de andere (DNB) zodat er geen sprake meer is van een stabiele Twin Peaks? Dreigt de ene Peak niet sterker te worden dan de andere?

Als dit de trend is die door de regering wordt ingezet zou dan niet de volgende stap moeten zijn de overgang naar een model, waarbij slechts één toezichthouder werkzaam is?

Opvallend is dat de minister al in 2001, in de Nota hervorming toezicht aangeeft *‘Mocht Europa uiteindelijk tenderen naar het model van een enkele toezichthouder, dan laten de thans te zetten stappen toe dat Nederland daarin meegaat (integratie DNB/PVK en AFM).’*

Kennelijk is de minister toch niet geheel overtuigd van de merites van het functionele toezichtmodel?

10. Moeten we niet nu, nu daarvoor nog de kans bestaat, een duidelijke keuze maken?

Ik beantwoord deze vraag bevestigend en ben van mening dat wij zouden moeten kiezen uit een van de twee volgende modellen:

1. ofwel we ‘pakken door’ en gaan naar een model waarbij één enkele toezichthouder functioneert met daaronder verschillende sectorale, met wat ik voor het gemak maar zal noemen ‘sub-toezichthouders’. Dit model lijkt op het concentratiemodel maar verschilt daarvan in dit opzicht dat onder de top-toezichthouder sectorale toezichthouders functioneren;

## 2. ofwel we keren terug naar het oude sectorale model.

Wat mijns inziens pleit voor het eerste model is ten eerste dat de verantwoordelijkheden en toezichttaken onder één overkoepelend orgaan samenkomen, hetgeen een oplossing biedt voor de gesignaleerde ontwikkeling op de financiële markten dat de grenzen tussen instellingen en de door hen aangeboden producten vervagen.

Ten tweede wordt het overkoepelend orgaan tevens belast met het prudentieel toezicht zodat Nederland internationaal in de pas zal gaan lopen.

Ten derde zou een sectoraal toezichtmodel waarboven één overkoepelende toezichthouder is aangesteld de kwaliteit van het toezicht ten goede komen. De overkoepelende toezichthouder zou naar mijn mening als hoofdtaak hebben kwaliteitsbewaking van het door de diverse sectorale toezichthouders uitgeoefende toezicht.

Ook als men zich niet aan het creëren van een ‘top-toezichthouder’ wil wagen, lijkt terugkeer naar het oude sectorale model een betere oplossing dan handhaving van het huidige functionele model.

Ik heb hiervoor de volgende argumenten:



## A. Europese ontwikkelingen

De institutionele toezichtstructuur is in veruit de meeste EU-landen, net als overigens in de Verenigde Staten, geënt op het sectorale model. De conclusie die de minister van Financiën trekt in de Memorie van Toelichting bij het Algemeen Deel van de Wft, dat in de meeste Europese landen sprake is van een ontwikkeling in de richting van een cross-sectoraal model, kan ik niet delen. Daar komt bij dat binnen de EU zelf, juist sectoraal wordt gedacht. Dit blijkt onder meer uit het volgende. De EU kent drie sectoraal overkoepelende organen. Ten eerste het Comité van Effectentoezichthouders ('CESR'), waarvan AFM-voorzitter Docters van Leeuwen, ook voorzitter is. Ten tweede het Bankencomité, de Europese organisatie van banktoezichthouders, en ten derde het Verzekeringscomité, de Europese organisatie van toezichthouders op het gebied van verzekeringen en pensioenen.

Het sectoraal denken komt tevens naar voren uit de meeste Europese (financiële) richtlijnen. Hoewel de richtlijnen niet met zoveel woorden aangeven welke toezichthouder door de lidstaten moet worden aangewezen komt uit de tekst van de richtlijnen wel het sectoraal denken naar voren.

## B. Efficiëntie.

Naar mijn mening geldt ook voor een toezichthouder dat als hij zich specifiek op één sector kan en mag richten, hij efficiënter, deskundiger en meer kostenbewust

kan opereren en beter op de hoogte is van de specifieke problemen die in de bewuste sector spelen dan een toezichthouder die moet toezien op een zodanig breed assortiment activiteiten dat er een reëel risico bestaat dat de bewuste toezichthouder te ver van de realiteit af staat of te zeer een eigen beleid vormt.

### C. Opbouw Wft

Mijn laatste argument voor de terugkeer naar een sectoraal toezichtmodel, al dan niet met één overkoepelende toezichthouder, kortom een argument dat pleit voor beide door mij voorgestelde modellen, is dat ook uit de opbouw van de Wft blijkt dat de minister van Financiën de nodige moeite heeft om het functionele toezichtmodel perfect in de wet vast te leggen. Het sectorale denken voert de boventoon.

#### *11. Wat betekenen de twee door mij voorgestelde modellen voor het takenpakket van AFM?*

Onder Model 1 zou de verantwoordelijkheid van AFM aanzienlijk worden uitgebreid, maar wat inhoud betreft worden gewijzigd. In mijn optiek zou AFM namelijk de rol van top-toezichthouder toebedeeld behoren te krijgen. AFM zou dan haar operationele taken behoren over te dragen aan onder haar ressorterende sectorale toezichthouders waardoor zij per saldo alleen nog optreedt als een echte toezichthouder: zij houdt toezicht op toezichthouders. De naam heeft zij er al voor: Autoriteit Financiële Markten.

Onder Model 2 zouden de taken van AFM juist aanzienlijk worden beperkt. AFM zou naar mijn mening in dit scenario terug moeten keren tot de taken die zij had toen zij nog STE was. AFM oefent dan het toezicht uit op al hetgeen waarmee een beursgenoteerde onderneming te maken krijgt, eventueel aangevuld met het toezicht op jaarverslaggeving. Dit heeft als voordeel dat AFM een duidelijke focus kan aanbrengen in de vaststelling en uitvoering van haar beleid.

Als AFM uitsluitend effectentoezichthouder zou worden zouden de door haar af te stoten taken, evenals onder Model 1, moeten worden overgedragen aan de diverse andere sectorale toezichthouders.

12. Dan nog een woord over de Wft zelf en de legitimering van het wetsvoorstel. De Wft voorziet de overgang van sectoraal naar functioneel toezicht van een wettelijke basis. De herverdeling van toezichttaken tussen DNB en AFM is op dit moment immers gebaseerd op algemene maatregelen van bestuur.

De Vierde Nota van Wijziging bestaat uit welgeteld 280 pagina's A4. Dat is veel. Voeg daarbij de elf aangekondigde algemene maatregelen van bestuur die vastgesteld dienen te worden ter uitwerking van de Wft, en de wetsvoorstellen ter implementatie van diverse Europese richtlijnen die uiteindelijk ook in de Wft zullen worden opgenomen en het resultaat is indrukwekkend. Een omvangrijke

wetgevingsoperatie die, als niet wordt opgepast, een waar Sisyphus karwei dreigt te worden. Zulks ten eerste, omdat nog enkele belangrijke Europese richtlijnen geïmplementeerd dienen te worden in de Wft hetgeen vanzelfsprekend met wetswijziging gepaard zal gaan. Ten tweede, omdat vanwege de grote tijdsdruk waaronder de Wft wordt voorbereid het onvermijdelijk is dat deze foutjes, slordigheden en inconsistenties zal bevatten die door middel van een of meer veegwetten zullen moeten worden gecorrigeerd. De operatie ‘stofkam’ heeft al veel van deze problemen en probleempjes opgelost, maar perfect is het wetsvoorstel, ik zou haast zeggen, vanzelfsprekend, nog niet. Een volgende operatie ‘fijn-stofkam’ is dan ook aangekondigd.

12.2 Als naar de inhoudsopgave van de Wft wordt gekeken valt op dat (ook) de wetgever moeite lijkt te hebben om het onderscheid functioneel- en gedragstoezicht volledig door te voeren. In elk Deel wordt eerst een aantal algemene bepalingen gegeven om vervolgens in detail de wettelijke regels weer te geven die van toepassing zijn op de verschillende sectoren. Het resultaat is een wet die, als goed gekeken wordt, begint met een indeling op basis van het functionele toezichtmodel, maar bij nadere bestudering goeddeels een sectorale opbouw blijkt te kennen.

13. Moeten we nu het Algemeen Deel van de Wft (Deel 1) invoeren zodra dat is goedgekeurd door de Eerste Kamer?

Mij lijkt dat onverstandig.

Naar mijn mening is een grondige heroverweging van de Wft geboden. Ik sta hierin niet alleen, ook de Raad van State is van mening dat de Wft integraal dient te worden heroverwogen.

Een tot op zekere hoogte van buitenaf komend praktisch argument om de Wft nog eens te evalueren is de al eerder genoemde omstandigheid dat nog diverse Europese richtlijnen in de Wft moeten worden geïncorporeerd. De Europese Unie is bezig met de afronding van het Financial Services Action Plan. Als gevolg hiervan is een groot aantal richtlijnen op het terrein van het effectenrecht vastgesteld en zal nog een enkele richtlijn vastgesteld worden. De grote stroom aan richtlijnen waarmee wij de afgelopen jaren te maken hebben gekregen, zal naar verwachting substantieel afnemen. Dit pleit ervoor om de vastgestelde richtlijnen (waarvan de implementatiedata bekend zijn en die allen uiterlijk in 2007 liggen, zoals de MiFID) nu op te nemen in de Wft en niet als separate implementatiewetsvoorstellen in te dienen om ze vervolgens via een wetswijziging op te nemen in de Wft. De kans op inconsistenties wordt aldus verkleind.

Daar komt bij dat de nieuwe Europese richtlijnen in het algemeen niet meer uitgaan van minimumharmonisatie, maar van volledige harmonisatie. Dit kan ertoe leiden dat de rol van de nationale wetgevers op het terrein van het effectenrecht hoe dan ook aan een heroverweging dient te worden onderworpen.

14. Terwijl van diverse kanten de roep klinkt om heroverweging van de Wft, wil Financiën dóór. Dat Financiën dat wil is begrijpelijk. In een zodanig groot project moet vaart gehouden worden. Maar niet tegen beter weten in. Naar mijn mening worden de door de minister aan de wet meegegeven doelstellingen niet of nauwelijks gerealiseerd. De zeer omvangrijke Wft is complex, waardoor de wet niet alleen moeilijk toegankelijk is maar ook kwetsbaar vanwege de grote kans op fouten. Ook op het punt van inzichtelijkheid scoort de Wft naar mijn mening onvoldoende.

De kans dat de Wft en de daaraan ten grondslag liggende toezichtstructuur aan een integraal heroverwegingsproces zal worden onderworpen, acht ik, ondanks alles, uiterst gering. Ik ga er derhalve van uit dat de Wft over een jaar of wat kracht van wet heeft. Wat brengt de Wft ons dan?

Is de Wft een wonder of waanzin?

Een politiek correct antwoord op deze vraag luidt vermoedelijk: geen van beiden. Een wellicht iets minder correct antwoord is het volgende. De Wft zou

wel eens een zo omvangrijke wet kunnen blijken te zijn, die zo weinig transparant en toegankelijk is, dat deze slechts door specialisten geraadpleegd zal worden. Daarenboven acht ik de kans groot dat op termijn het toezicht op de financiële markten in Nederland in plaats van op basis van de Wft op basis van Europese richtlijnen zal worden uitgeoefend. Immers, deze eisen – zoals gezegd - steeds vaker volledige harmonisatie. Daarmee zou de Wft wel eens kunnen verworden tot een papieren tijger.

De Wft is dus naar mijn mening geen wonder. Is de Wft dan waanzin?

Welnu, voor Financiën is te hopen dat de volgende uitspraak van Seneca van toepassing zal zijn op deze vraag. Seneca zei: ‘Nooit was er een groot talent zonder een tikje waanzin’.

## **Slotwoord**

Graag sluit ik mijn rede met een dankwoord af.

Het College van Bestuur, de Faculteit der Rechtsgeleerdheid en de Stichting Effectenhandelaren Rotterdam dank ik voor het in mij gestelde vertrouwen. Het is een eer aan deze faculteit als hoogleraar te mogen werken. Ik hoop zowel bij het geven van onderwijs als bij het verrichten van onderzoek mijn enthousiasme voor het bank- en effectenrecht over te kunnen brengen.

Ik noem graag een aantal personen, die weliswaar niet allen vandaag aanwezig konden zijn, maar die wel direct of indirect hebben bijgedragen aan het feit dat ik hier vandaag sta en die ik daarom graag, ten overstaan van u allen, bedank.

Waarde Van Schilfgaarde, beste Peter,

Ik heb van jou veel geleerd en doe dat nog steeds. Zestien jaar geleden schreef ik jou een brief waarin ik vroeg of je mijn promotor wilde zijn. Dat wilde je. De begeleiding van mijn promotie typeerde zich door vermaningen van jouw kant dat ik mij meer moest richten op mijn kindertjes en niet zo moest drammen met mijn promotieonderzoek. Dat boek zou er wel komen. Je had gelijk, het boek is er gekomen. Na mijn promotie zou ik bij jou bij De Brauw Blackstone Westbroek zijn komen werken. Door ons vertrek naar Londen is het daar helaas nooit van gekomen. Desondanks ben je in mijn ogen nog steeds mijn belangrijkste leermeester, niet eens zozeer vanwege de prachtige boeken en artikelen die je schrijft, maar vooral vanwege jouw vermogen om precies de zwakke schakel in een redering aan te kunnen wijzen en dan juist daarover een vraag te stellen. Ik ben jou veel dank verschuldigd voor al hetgeen je mij hebt geleerd. Jouw vriendschap stel ik zeer op prijs.

Waarde Wezeman, beste Jan Berend,

Ik denk niet dat je had verwacht dat ik jou zou noemen. Toch vind ik het belangrijk om jou nu vandaag ook eens officieel te bedanken voor jouw steun en vriendschap. Van jouw vermogen om welk probleem dan ook steeds op diverse manieren te benaderen heb ik veel geleerd. ‘Think out of the box’ is jouw lijfspreuk. Ik hoop dat wij nog vele jaren met tenminste evenveel plezier zullen samenwerken.

Waarde Willems, beste Huub,

Weliswaar heb ik pas sinds een jaar de eer om deel uit te maken van de Ondernemingskamer, toch wil ik je vandaag bedanken omdat jij als Voorzitter van die kamer zo veel betekent voor de ontwikkeling van het ondernemingsrecht en soms ook als jou daartoe de kans werd geboden, voor het effectenrecht. Van jouw intelligente en onbevreesde aanpak van zaken heb ik nu al veel geleerd en hoop ik in de toekomst nog veel meer te leren.

Dames en heren studenten,

U kent mij inmiddels al een paar jaar. Ik hoop u ook in de toekomst te kunnen laten zien dat het bank- en effectenrecht een boeiend vak is dat ook zeer actueel is. Ik verheug mij op uw vragen die het geven van onderwijs voor mij zo interessant maken.

Waarde mevrouw Honée, beste Lyda,

Jij hebt mij de eer gegund om vandaag hier te staan in de toga van wijlen Harry. Ik beloof dat ik mijn uiterste best zal doen om de functie van hoogleraar met evenveel toewijding en enthousiasme uit te oefenen als Harry dat deed. Ik draag



de toga met veel plezier en hoop dat deze een klein beetje van Harry's inspirerende geest op mij zal overdragen.

Lieve Dominique, Colette en Annabelle,

Toen ik jullie zei dat ik graag zou willen dat jullie bij mijn oratie zouden zijn, vroegen jullie: die gaat toch niet over het recht? Dat is saai!

Toen ik vervolgens, eigenlijk nogal trots, mijn toga showde was het commentaar: 'mama, je ziet er uit als een rare hoge priesteres'.

Jullie zijn drie geweldige dochters!

Lieve Bas,

Tegen jou zeg ik alleen dit: jouw liefde en steun betekenen alles voor mij!

*Ik heb gezegd*