
Vergaderjaar 2009–2010

31 980

Parlementair onderzoek financieel stelsel

Nr. 7

DEELONDERZOEK 2

Overzicht en analyse van het nationale en internationale toezichtssysteem binnen het financiële stelsel

uitgevoerd door de Universiteit Utrecht (Faculteit Recht, economie, bestuur en organisatie) en Loyens & Loeff Amsterdam

**DEELONDERZOEK 2: OVERZICHT EN ANALYSE VAN HET
NATIONALE EN INTERNATIONALE TOEZICHTSYSTEEM BINNEN
HET FINANCIËLE STELSEL**

Prof. dr. H. Schenk
Dr. J. Bos
Mr. Drs. N. Krol
Prof. dr. W. Oostwouder
Prof. dr. A. Ottow
Prof. dr. A. van Witteloostuijn

Met assistentie van:
F. van Doorn MSc LL.M.
Mr. A. van der Hauw
D. Kromwijk
Mr. M. Kuilman
Mr. J. van Leeuwen
M. van der Molen
Mr. J. van Poelgeest
Drs. M. Tool
E. de Vette

Faculteit Recht, Economie, Bestuur en Organisatie, Universiteit Utrecht
Loyens & Loeff N.V., Amsterdam

Onderzoek in opdracht van de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel
Stelsel, Tweede Kamer der Staten-Generaal

Inhoudsopgave

		Blz.		Blz.	
1.	Inleiding	7	6.2.7	Invulling van de nationale discreties door DNB	66
2.	Algemene uitgangspunten van het toezicht op de financiële markten	9	6.3	Kapitaaleisen voor verzekeraars	68
2.1	Algemene economische rechtvaardiging van overheidsingrijpen	9	6.3.1	Pillar I	69
2.1.1	Marktfalen	9	6.3.2	Pillar II	70
2.1.2	Publiek belang	11	6.3.3	Pillar III	71
2.2	Algemene aspecten van het toezicht	12	6.4	Conclusies	71
2.2.1	De begrippen toezicht en toezichthouder	13	7.	Systeemtoezicht door DNB	75
2.2.2	Soorten toezicht en toezichtstijlen	13	7.1	Grondslagen voor systeemtoezicht	75
2.2.3	Het legaliteitsbeginsel	14	7.2	De interbancaire markt	76
2.2.4	Discretionaire bevoegdheden en open en gesloten normen	14	7.2.1	Crisis	76
2.2.5	De geheimhoudingsplicht	15	7.2.2	Beleid	77
2.2.6	Rechterlijke toetsing	17	7.2.3	De Nederlandse situatie	78
2.3	Conclusies	18	7.2.4	Conclusies	79
3.	Het Europese raamwerk voor het financieel toezicht	19	7.3	De rol van rating agentschappen	81
3.1	Het Europees paspoort en het beginsel van home state control	19	7.3.1	Crisis	81
3.1.1	Het Europees paspoort	19	7.3.2	Beleid	82
3.1.2	Het beginsel van home state control	21	7.3.3	Conclusies	82
3.2	De Lamfalussy-procedure	23	7.4	Het depositogarantiestelsel	83
3.3	Het De Larosière-rapport	25	7.4.1	Crisis	83
3.4	Voorstellen van de Europese Commissie	27	7.4.2	Beleid	84
3.4.1	Mededeling van de Commissie: nieuwe structuur	27	7.4.3	Conclusies	86
3.4.2	Voorstellen voor nieuwe verordeningen	28	7.5	Reflectie op nationale inbedding van het systeemtoezicht	86
3.5	Conclusies	31	7.6	Naar een Europees regime van systeemtoezicht	88
4.	Het Nederlandse toezichtstelsel	33	7.7	Conclusies	89
4.1	Het functionele toezichtmodel	33	8.	Gedragtoezicht door de AFM	91
4.1.1	Ontwikkelingen richting het huidige functionele toezichtmodel	33	8.1	Grondslagen voor het gedragtoezicht	91
4.1.2	De publieke doelen van het financiële toezicht	36	8.2	Toezicht financiële verslaggeving	91
4.2	De financiële toezichthouders	38	8.3	Het toelaten van effecten: prospectusplicht	93
4.2.1	De Nederlandsche Bank N.V.	38	8.4	Toezicht op accountants	94
4.2.2	De stichting Autoriteit Financiële Markten	42	8.5	Reflectie op bevoegdheden van de AFM in het licht van de financiële crisis	95
4.2.3	De Minister van Financiën	46	9.	Handhaving	97
4.2.4	Samenwerking tussen DNB en AFM	48	9.1	De beginselplicht tot handhaving	97
4.3	Conclusies	49	9.2	Het handhavingsinstrumentarium	97
5.	De vergunningverlening	51	9.2.1	Het instrumentarium voor toezicht op de naleving	98
5.1	De taakverdeling inzake de vergunningverlening	51	9.2.2	De aanwijzingsbevoegdheid	98
5.2	Enkele vergunningsvereisten uitgewerkt	51	9.2.3	Benoeming van een stille curator	100
5.2.1	Deskundigheid en betrouwbaarheid	52	9.2.4	Activiteiten- en transactieverbod	101
5.2.2	Integere bedrijfsuitoefening en inrichting van de bedrijfsvoering	53	9.2.5	Heenzenden van accountant of actuaaris	101
5.2.3	Minimum eigen vermogen	54	9.2.6	De last onder dwangsom	102
5.2.4	Solvabiliteits- en liquiditeitseisen	54	9.2.7	De bestuurlijke boete	102
5.3	Conclusies	56	9.2.8	Publicatiebevoegdheid	104
6.	Prudentieel toezicht door DNB	59	9.2.9	Intrekken van een vergunning, ontheffing of verklaring van geen bezwaar	104
6.1	Grondslagen voor prudentieel toezicht	59	9.2.10	Herstelplan, financieringsplan en saneringsplan	105
6.2	Kapitaaleisen voor banken	59	9.2.11	Noodregeling	105
6.2.1	De aanleiding voor internationale regelgeving	59	9.2.12	Aangifte bij het OM	106
6.2.2	Regulatory competition	60	9.3	Handhaving AFM en DNB	106
6.2.3	Bazel I	61	9.3.1	Handhaving door DNB	106
6.2.4	Bazel I en het 1996 amendement	62	9.3.2	Handhaving door AFM	107
6.2.5	Bazel II	63	9.4	Conclusies	108
6.2.6	Reflectie op Bazel-normen	65	10.	De relatie tussen extern en intern toezicht	109
			10.1	Wettelijke voorschriften	110
			10.1.1	De compliancefunctie	111
			10.1.2	De interne controle functie	111
			10.1.3	De risicobeheerfunctie	111
			10.1.4	Rol van de externe accountant	112

10.1.5	De rol van de externe toezichthouder	Blz. 112	Bijlage A	Algemene instrumenten voor toezicht op de naleving	Blz. 131
10.2	Toezicht op beloningen	112			
10.3	Rol van de externe toezichthouder	114	Bijlage B	Toelichting op toezicht op solvabiliteit banken	133
11.	Samenvatting en aanbevelingen	117	Bijlage C	Toepassing Bazel II door DNB	136
11.1	Inleiding	117	Bijlage D	Toezichtmaatregelen DNB 2004–2008	150
11.2	Elementen van het Nederlandse toezichtstelsel	119	Bijlage E	Toezichtmaatregelen 2008 per type financiële onderneming	151
11.3	Europese Unie	124	Bijlage F	Toezichtmaatregelen AFM 2004–2008	152
11.4	Bazel	126			
				Literatuurlijst Deel II	153

1. INLEIDING

Hoewel gedurende het afgelopen jaar meer duidelijkheid is verkregen met betrekking tot de achtergronden van de internationale financiële crisis, en er ook reeds op vele fronten maatregelen zijn genomen om de gevolgen ervan te verzachten en mogelijke oorzaken weg te nemen, is in de Tweede Kamer der Staten-Generaal de wens ontstaan om nader in te gaan op enkele aspecten van de crisis. Op 23 juni 2009 heeft de Kamer ingestemd met het voorstel van de vaste commissie voor Financiën om een parlementair onderzoek te verrichten naar ontwikkelingen en incidenten in het financiële stelsel. Daartoe is de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel in het leven te roepen.

De Commissie heeft ons in dit kader verzocht om een breed toegankelijk overzicht en een eerste analyse van het (inter-) nationale toezichtstelsel binnen het financiële stelsel. Met het onderhavige rapport wordt aan dit verzoek invulling gegeven.

Doel van dit rapport is inzicht te verkrijgen in de wijze waarop het toezicht is georganiseerd en de facto werkt binnen het financiële stelsel. Dit inzicht ligt in het verlengde van het overzicht van de wet- en regelgeving en van de actoranalyse die wij in een gelijktijdig uitgebracht rapport hebben neergelegd (zie Schenk et al., *Overzicht en analyse van de relevante (inter-)nationale wet- en regelgeving voor het financiële stelsel*, verder hier aangeduid als «Deel I»). Wij richten ons hier met name op de opzet en het functioneren van het horizontale en verticale toezicht binnen het financiële stelsel.

De volgende algemene onderzoeksvragen zijn daarbij kaderstellend:

- Welke zijn de belangrijkste kenmerken van het interne toezicht (dat onder meer wordt uitgeoefend door interne accountants en Raden van Commissarissen) en het externe toezicht (dat wordt uitgevoerd door rijksoverheid en publieke toezichthouders alsmede externe accountants)? De aandacht gaat daarbij met name uit naar het nationale en het Europese toezicht, en in mindere mate naar het mondiale niveau. Tevens onderzoeken wij hoe de verschillende onderdelen en actoren zich tot elkaar verhouden.
- Welke belangrijke veranderingen hebben zich in het toezichtstelsel voor de financiële sector op nationaal, Europees en mondiaal niveau in het recente verleden voorgedaan?
- Welke uitgangspunten zijn bij de vormgeving van de toezichtssystemen gehanteerd; welke waren dominant op nationaal, Europees en mondiaal niveau?
- In hoeverre is er sprake van conflicterende uitgangspunten bij de opzet van het toezicht op het financiële stelsel tussen de nationale, Europese en mondiale niveaus?
- In hoeverre is sprake van leemten in het toezichtstelsel als dit wordt afgezet tegen (de uitgangspunten en doelstellingen van) de fungerende nationale, Europese en mondiale wet- en regelgeving?

Zoals in Deel 1 besproken, zijn de financiële markten onderwerp van een omvangrijk en complex geheel van wet- en regelgeving. Het gevolg daarvan is, dat ook het optreden van toezichthouders wordt gekenmerkt door complexiteit. Dat heeft ook weer effecten voor de mogelijkheden tot duiding van dit optreden. Of, en in welke mate, bepaalde elementen van het gedrag van toezichthouders relevant zijn voor de duiding van de gebeurtenissen op financiële markten wordt soms pas duidelijk door het

identificeren van algemene tendenzen. Soms lijken bepaalde elementen nauwelijks de moeite van observatie waard, terwijl zij in combinatie met andere elementen ineens grote waarde krijgen. In dit rapport komt dat ook naar voren. Per onderdeel lijken de conclusies soms niet erg waardevol, terwijl zij in combinatie met andere conclusies, die op zich wellicht evenmin zwaarwegend lijken, toch een algeheel beeld lijken op te leveren dat van grote betekenis is c.q. was voor de ontwikkelingen. Deze algemene tendenzen en de importantie van afzonderlijke elementen komen met name aan de orde in het laatste concluderende hoofdstuk.

Voor de goede orde zij nog het volgende opgemerkt. Het door ons bestreken veld is momenteel aan permanente verandering onderhevig. Voortdurend worden nieuwe beleidsinitiatieven aangekondigd of zelfs doorgevoerd. Wetenschappelijke discussies over aard en oorzaken van de crisis leiden dagelijks tot nieuwe bijdragen. Het is daarom vrijwel ondoenlijk om een rapport als het onderhavige volledig actueel te houden. Uitzonderingen daargelaten is het bijgewerkt tot en met november 2009. Daarmee zij overigens niet beweerd dat dit rapport volledig is tot aan die datum. Wij hebben gestreefd naar een zo groot mogelijke volledigheid, maar houden ons aanbevolen voor suggesties en opmerkingen voor het geval dat niet is gelukt.

2. ALGEMENE UITGANGSPUNTEN VAN HET TOEZICHT OP DE FINANCIËLE MARKTEN

Alvorens in te gaan op de vormgeving en uitvoering van het toezicht op financiële markten is het van belang eerst in een korte introductie na te gaan welke beweegredenen ten grondslag kunnen liggen aan de interventie in financiële markten en hoe daar in beginsel vorm aan wordt gegeven.

2.1 Algemene economische rechtvaardiging van overheidsingrijpen

Over de redenen voor overheidsingrijpen in de financiële markten lopen de meningen uiteen.¹ Over het algemeen kan worden gesteld dat er momenteel nog weinigen zijn die van oordeel zijn dat er in dit opzicht geen belangrijke rol voor de overheid is weggelegd. Dit is niet altijd zo geweest. In de jaren zeventig meenden velen dat alle (relevante) publieke informatie en toekomstverwachtingen in de prijs van effecten, zoals aandelen, verwerkt zijn en dat bestuurders (c.q. managers) tot taak hebben de waarde van het aandelenkapitaal van een onderneming te maximaliseren.² Deze ideeën worden doorgaans aangemerkt als onderdeel van de «efficiënte markt hypothese». Deze hypothese is naar aanleiding van enkele excessen in de financiële markten sterk bekritiseerd en wordt momenteel als onjuist bestempeld, en wel om twee redenen: markten kunnen falen en het publieke belang hoeft niet per definitie samen te vallen met maximalisering van de waarde van het aandelenkapitaal.

2.1.1 Marktfalen

In de economische theorie worden over het algemeen vier vormen van marktfalen erkend: marktmacht, informatieasymmetrie, externaliteiten en publieke goederen. Hieronder zal kort aangegeven worden wat deze vormen van marktfalen inhouden, in welke mate ze van toepassing zijn op de financiële markt en in hoeverre ze van belang zijn in het licht van de financiële crisis.³

Een eerste vorm van marktfalen is marktmacht. Indien een onderneming over marktmacht beschikt, dan wordt hij door de structuur van de markt in staat gesteld om een prijs te hanteren die hoger is dan zijn marginale kosten. Dit resulteert onder meer in hogere prijzen en lagere en inefficiënte productie. Toezicht op marktmacht wordt in principe uitgeoefend door de mededingingsautoriteiten, in Nederland door de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa), of door sectorspecifieke toezichthouders. Dit toezicht wordt in het onderhavige rapport niet onderzocht.

Een belangrijke vorm van marktfalen in de financiële markten betreft het bestaan van informatieasymmetrie. In het kort komt het bestaan van informatieasymmetrie erop neer dat niet alle partijen over de «juiste» informatie beschikken. In tegenstelling tot wat onder de «efficiënte markt hypothese» wordt verondersteld blijken financiële markten niet steeds in staat om voldoende informatie te genereren.⁴ Hierdoor kunnen consumenten en ondernemingen moeilijk kwaliteit en veiligheid van financiële producten beoordelen. Het nemen van de «juiste» beslissingen wordt daardoor bemoeilijkt. Informatieasymmetrie doet zich in verschillende vormen voor binnen de context van financiële markten. Doordat zij de werkelijke kwaliteit van producten of diensten niet goed kunnen beoor-

¹ Zie bijvoorbeeld Krugman (2009) voor een kritische beschrijving van verschillende stromingen.

² Fama 1970.

³ Zie bijvoorbeeld Stiglitz e.a. 1993 en de aldaar opgenomen verwijzingen.

⁴ Zie bijvoorbeeld Stiglitz e.a. 1993; Bikker en Mosch 2008.

delen, nemen afnemers vaak de prijs als enige informatie mee in hun beslissingen. Hierdoor kan kwalitatief goede dienstverlening uit de markt verdwijnen. Dit fenomeen wordt averechtse selectie («adverse selection») genoemd.⁵ Ook kan informatieasymmetrie ertoe leiden dat bepaalde markten zelfs in het geheel niet tot stand komen («missing markets»).⁶

Een andere uitwerking van informatieasymmetrie betreft het zogeheten moreel risico («moral hazard»). In algemene zin komt dit fenomeen erop neer dat partijen de neiging hebben zich minder afkerig van risico te gaan gedragen nadat zij zich verzekerd hebben, ten nadele van de verzekeraar (en de maatschappij). In het kader van de financiële markten doet moreel risico zich bijvoorbeeld voor bij securitisatie, waardoor financiële ondernemingen in feite in staat zijn zich door middel van het opknippen en doorverkopen («originate and distribute») van hypotheek en leningen te verzekeren tegen risico. Hierdoor ontstaat echter het gevaar dat zij minder belang hechten aan een adequate wijze van risicobeperking.⁷ Den Butter wijst er in dit verband op dat securitisatie in feite last heeft van het probleem van de vloek van de winnaar (de «winner's curse»): doordat degenen die het kredietrisico het laagst schatten eigenaar van het risico worden, is er een kans dat de risico's systematisch worden onderschat. Daarbij wijst Den Butter er op dat risicospreiding door middel van securitisatie niet het risico op macroniveau doet afnemen.⁸ Door inschakeling van (private) ratingagentschappen wordt getracht het probleem van informatieasymmetrie te mitigeren, maar dit leidt tot twee andere problemen. Ten eerste bestaat er een kans dat alleen grote beursgenoteerde instellingen gewaardeerd worden, terwijl het voor het publiek tevens van belang is dat dit ook van toepassing is op kleine instellingen. Ten tweede kan de objectiviteit van ratingagentschappen in gevaar komen omdat de onderneming die beoordeeld wordt belang heeft bij een gunstige waardering, terwijl de beoordelaar belang heeft bij een goede commerciële relatie met zijn klant.⁹

Een volgende vorm van marktfalen die zich voordoet in de financiële markten betreft het bestaan van externaliteiten. In algemene zin leidt het bestaan van externe effecten (een indirect effect van de productie of consumptie van een goed of dienst op de productie of consumptie van een ander goed of een dienst) tot een verstoring van prikkels op de markt. Ook in de financiële markten doen zich dergelijke effecten voor. Een duidelijk voorbeeld hiervan is het bestaan van systeemexternaliteiten: doordat individuele banken uit zichzelf geen rekening houden met de invloed die hun handelen heeft op andere banken of op het financiële systeem als geheel, ontstaat er een systeemrisico. Indien slechts gekeken wordt naar risico's op het niveau van individuele instellingen zou dit risico over het hoofd kunnen worden gezien.¹⁰

Een ander voorbeeld van externaliteiten in de financiële markten betreft externe vertrouwenseffecten. Een externaliteit van het bestuur van een financiële instelling is de invloed op het (consumenten)vertrouwen. Excessen op het niveau van bepaalde financiële ondernemingen kunnen het vertrouwen in het financiële stelsel als geheel ernstige schade berokkenen, terwijl voor het opbouwen van dit vertrouwen veel inspanning nodig is.¹¹

Een laatste klassieke vorm van marktfalen die van toepassing is op de financiële markten betreft het bestaan van publieke goederen. Publieke goederen zijn goederen (of diensten) die voor eenieder beschikbaar zijn (anders geformuleerd: niemand kan van afname van deze goederen/

⁵ Akerlof 1970.

⁶ Stiglitz e.a. 1993.

⁷ Zie onder andere CPB 2009; Van Ewijk en Teulings 2009.

⁸ Den Butter 2009a.

⁹ Bikker en Mosch 2008, p. 37.

¹⁰ Zie bijvoorbeeld CPB 2009.

¹¹ Zie onder andere Stiglitz e.a. 1993; Bikker en Mosch 2008.

diensten uitgesloten worden) terwijl de afname ervan door de ene consument niet ten koste gaat van de afname door een andere. Hierdoor kan de prikkel verdwijnen een investering te doen in het creëren van deze goederen (of diensten). Toegepast op de financiële markten kan hierbij gedacht worden aan informatie. Dit kan tot ongewenste resultaten leiden in combinatie met het bestaan van informatieasymmetrie. Informatie, bijvoorbeeld over de waardering van een financieel product of een onderneming, kan immers door oneindig veel partijen gebruikt worden («nonrivalrous»). Verder is het onmogelijk (of erg kostbaar) om partijen uit te sluiten van gebruikmaking van deze informatie («nonexcludable»). Doordat nieuwe informatie over waardering van een onderneming of een financieel product in beginsel in een oogwenk verwerkt wordt in de prijs en het verkrijgen van informatie een investering door partijen vergt, hebben partijen (consumenten, aandeelhouders, enz.) de neiging mee te liften («free riding») op de investering van anderen. Hierdoor treedt er een verstoring op van de prikkels tot informatievergaring, en dit kan zelfs leiden tot een situatie waarin niemand de moeite neemt een investering te doen of de waarde van een bedrijf behoorlijk te schatten.

De hierboven beschreven vormen van marktfalen rechtvaardigen een rol van de overheid in de vorm van financieel toezicht. Hieraan wordt in beginsel in de praktijk uitwerking gegeven door middel van de onderscheidenlijke functies van systeem-, prudentieel en gedragstoezicht.

2.1.2 Publiek belang

Een andere reden voor overheidsingrijpen in de financiële markten betreft het feit dat er een publiek belang moet worden geborgd dat niet zomaar aan de markt overgelaten kan worden. In de praktijk komt het borgen van een publiek belang er vaak op neer dat de uitkomsten van de markt – efficiënt of niet – onwenselijk worden geacht. Zo is de Nederlandse overheid van mening dat toegang tot een goed functionerend en stabiel financieel stelsel in beginsel voor iedereen mogelijk moet zijn. Daarnaast vervullen financiële instellingen vaak taken die cruciaal zijn voor de stabiliteit van het financiële systeem en het functioneren van de economie, zoals kredietverlening aan bedrijven, het in stand houden van het betalingsverkeer en de mogelijkheid om te sparen.¹² Hierdoor kan het onwenselijk zijn als deze instellingen – mogelijk in tegenstelling tot «normale» ondernemingen – failliet gaan. Dat kan leiden tot door de overheid ingeroepen of uitgevoerde reddingsacties. Deze situatie doet zich eerder voor naarmate de rol van de financiële instelling belangrijker is voor de maatschappij; de instelling is dan «too big to fail» of «too interconnected to fail» geworden.

Vooraf in het kader van de aanwezigheid van een publiek belang is het van belang op te merken dat er in de economische literatuur een trend aan het ontstaan is, waarin overheidsingrijpen tevens als wenselijk wordt gezien omdat individuen en ondernemingen zich niet altijd «rationeel» gedragen. Zo wordt er door gedragseconomen («behavioural economics») op gewezen dat aan beslissingen van individuen hele andere motivaties ten grondslag kunnen liggen dan wordt aangenomen in de traditionele (neoklassieke) theorie. Deze laatste theorie stelt immers dat – in de afwezigheid van marktfalen en een publiek belang – de maatschappij kan vertrouwen op de prikkel van het eigen belang. Dit veronderstelt echter wel dat deze actoren weten wat hun eigen belang is, en weten op welke wijze zij dat het beste kunnen dienen. Uit verschillende bijdragen van de gedragseconomie blijkt echter dat er grenzen zijn aan de menselijke

¹² Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II 2008/09*, 32 013, nr. 1, p. 32 e.v.

capaciteit (en beschikbare tijd) om bijvoorbeeld kansen te berekenen en gevaren te schatten, waardoor men een toevlucht zoekt in bijvoorbeeld gewoontes, ezelsbruggetjes en gebruiken.¹³ Zo blijken individuen vaak gebruik te maken van een zogeheten «availability heuristic», waarin de kans dat iets gebeurt wordt geschat aan de hand van herinneringen betreffende eerdere soortgelijke gebeurtenissen¹⁴ Ook lijkt het beslissingsproces vaak aan «hindsight bias», waardoor individuen een kans dat een situatie zich voordoet hoger schatten alleen al omdat zo een situatie zich recent heeft voorgedaan.¹⁵ Ten slotte hebben mensen de neiging te menen dat zij zelf minder gevoelig zijn voor een bepaald risico dan anderen ondanks het feit dat daar goed beschouwd geen enkele «objectieve» reden voor is; ze zijn dan overoptimistisch.¹⁶

De «efficiënte markt hypothese» gaat ervan uit dat individuen zich rationeel gedragen. Actoren in de financiële markten zijn echter geen uitzondering op de constatering dat individuen hun keuzes in belangrijke mate laten beïnvloeden door gewoonten en gebruiken, vuistregels en psychologische prerogatieven.¹⁷ In dit kader dient met name gewezen te worden op de aanwezigheid van zogenaamd rationeel imitatiegedrag en minimax-spijtgedrag.¹⁸ Bij het eerste fenomeen staat centraal dat de ontoereikende kennis, waarover actoren doorgaans beschikken, prikkelt tot varen op het kompas van eerdere beslissers. Het zelfde geldt wanneer beslissingsprocessen niet zozeer gehinderd worden door een gebrek aan kennis doch door de inherente beperkingen van deze processen zelf – beslissers kunnen soms niet overweg met de enorme hoeveelheid informatie die hen ter beschikking is gekomen omdat hun verwerkingscapaciteit én -capabiliteit imperfect is. Door imitatie van het gedrag van eerdere beslissers kan daarom gemakkelijk een aaneenschakeling van «foute» beslissingen voorkomen die uiteindelijk tot een catastrofe leidt. De theorie van het minimax-spijtgedrag stelt daarnaast dat actoren zich niet zozeer laten leiden door het zicht op gewin (in extreme vorm geduid als winstmaximalisatie) als wel door het minimaliseren van spijt. Gewoonlijk ervaren actoren minder spijt wanneer zij samen met anderen (zogenaamde «peers») hebben gefaald dan wanneer anderen (achteraf) succesvol blijken te zijn geweest terwijl zij zelf een andere keuze hebben gemaakt.

Opgemerkt dient te worden dat de constatering dat individuen hun keuzes in belangrijke mate laten beïnvloeden door gewoonten en gebruiken, vuistregels en psychologische prerogatieven des te problematischer is indien er een gewichtig publiek belang in de markt aanwezig is. Dergelijk «irrationeel» gedrag kan dan immers tot zeer onwenselijke resultaten leiden. Dit geldt ook voor het naast elkaar bestaan van publieke belangen en marktfalen; het bestaan van een publiek belang vormt niet alleen op zichzelf een reden voor overheidsingrijpen in de markt, het versterkt tevens het belang van het toezicht ter remediëring van marktfalen. Hier dient dan ook op adequate wijze rekening mee gehouden te worden door de verschillende toezichthouders inzake hun werkwijze en taakopvatting.

2.2 Algemene aspecten van het toezicht

Hierboven zijn enkele redenen aangegeven waarom overheidsingrijpen in de vorm van toezicht op de financiële markten wenselijk wordt geacht. Hieronder wordt kort stilgestaan bij enkele algemene juridische aspecten inzake de algemene invulling van het financieel toezicht. Het juridisch kader wordt gevormd door de Wet op het financieel toezicht (Wft, zie Deel I).

¹³ Strikt gezien hoeft dit gedrag overigens niet als irrationeel bestempeld te worden; het gebruiken van dergelijke heuristieken kan immers als gevolg hebben dat de kosten van het maken van een keuze (de som van «decision» en «error costs») geminimaliseerd worden. Zie hierover Sunstein 2000, p. 14–15.

¹⁴ Tversky en Kahneman 1974.

¹⁵ Zie bijvoorbeeld Fischhoff 1975; Sunstein et al. 2002.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld Weinstein 1980.

¹⁷ Zie bijvoorbeeld De Jongh 2009; Hodgson 2007.

¹⁸ Zie hierover bijvoorbeeld Bartel et al. 2002; Schenk 2008.

2.2.1 De begrippen toezicht en toezichthouder

Het begrip toezicht wordt gebruikt in de «reguleringsbetekenis» en niet in de zin die het begrip in het bestuursrecht heeft. In dit rapport wordt met deze term bedoeld op alle (beleidsmatige) activiteiten van een toezichthouder in ruime zin, gericht op normnaleving, preventie, het bevorderen van normnaleving en sanctionering.

In het bestuursrecht heeft het begrip toezicht de engere betekenis van «toezicht op de naleving», zoals geregeld in Afdeling 5.2 Awb. Daarbij richt het toezicht zich met name op het opsporen van overtredingen (repressief toezicht). In dit rapport zal tevens de term handhaving worden gebruikt. Deze term wordt gehanteerd in de zin van het bestuursrechtelijke begrip handhaving, zoals geregeld in Afdeling 5.2 Awb. Dit betreft het inzetten van de toezichtinstrumenten ter beëindiging en het sanctioneren van overtredingen.

Daarnaast is het begrip toezichthouder in dit onderzoek van belang. Er zijn toezichthouders in diverse soorten en maten. Voor het onderhavige onderzoek zijn de toezichthouders DNB en AFM relevant. DNB oefent prudentieel en systeemtoezicht uit. Het toezicht richt zich op de soliditeit van financiële instellingen en de stabiliteit en integriteit van het financieel stelsel. De AFM oefent gedragstoezicht uit. Een gedragstoezichthouder is een autoriteit die het gedrag van ondernemingen volgt en controleert in het belang van – in dit geval – consumenten en andere gebruikers. Beide autoriteiten worden aangeduid met de term toezichthouders.

2.2.2 Soorten toezicht en toezichtstijlen

Er zijn in de theorie globaal twee toezichtstijlen te onderscheiden, die verschillende visies op het verantwoordelijkheidsbeginsel weerspiegelen: het *verticale* en het *horizontale* toezicht (zie Ottow 2009). Bij verticaal toezicht worden met name de traditionele toezichtinstrumenten (zoals de last onder dwangsom en de bestuurlijke boete) ingezet. Er is hier sprake van het klassieke *command-and control model*. Er is sprake van verticale sturing, waarbij van bovenaf gedrag wordt gecorrigeerd. Daar tegenover staat een horizontale benadering, waarbij samenwerking met de onder toezicht gestelde wordt gezocht. Deze variant is gebaseerd op vertrouwen tussen toezichthouder en de onder toezicht gestelde. Voorbeelden van horizontaal gericht toezicht zijn zelfregulering, co-regulering, eventueel met daaraan gekoppeld een systeemtoezicht, convenanten en het stimuleren van *compliance* (regelnaleving) programma's. In de praktijk worden mengvormen van beide toezichtstijlen naast elkaar gehanteerd. Een ander onderscheid dat wordt gehanteerd betreft formeel versus informeel toezicht. In het geval van formeel toezicht wordt slechts gebruik gemaakt van de formele, bestuursrechtelijke instrumenten die de toezichthouder ter beschikking staan op grond van de toepasselijke wetgeving. Bij informeel toezicht gebruikt de toezichthouder zijn autoriteit om normovertredingen te voorkomen of te doen beëindigen. De onder toezicht gestelde ondernemingen worden op hun eigen verantwoordelijkheid gewezen en er wordt bij overtreding op aangedrongen (al dan niet onder dreiging van formele sancties) deze zo spoedig mogelijk te beëindigen. In de praktijk is informeel toezicht niet ongebruikelijk (bijvoorbeeld het zogenaamde bestuurlijke, normoverdragende gesprek), aangezien dit onder omstandigheden sneller en effectiever kan zijn. Aandachtspunt vormt daarbij wel het ontbreken van transparantie en het

afleggen van verantwoording door de toezichthouder. Bovendien mag dit niet leiden tot willekeur of rechtsongelijkheid.

2.2.3 Het legaliteitsbeginsel

In Nederland heeft het legaliteitsbeginsel een belangrijke invloed op de positionering van een onafhankelijke toezichthouder.¹⁹ Het uitgangspunt vormt daarbij dat de overheid slechts bevoegd is tot optreden indien die bevoegdheid berust op een wet, welke is vastgesteld door een vertegenwoordigend orgaan. Aan het legaliteitsbeginsel ligt het democratiebeginsel ten grondslag, hetgeen betekent dat de regels voor overheids-optreden door de vertegenwoordigende lichamen (de formele wetgever) moeten worden vastgesteld. Het legaliteitsbeginsel kent de volgende drie elementen: (i) de eis van de wettelijke grondslag; (ii) de eis van de inhoudelijke normering; en (iii) de eis dat het bestuur de wet toepast. De nadruk wordt gelegd op het feit dat het overheidshandelen een wettelijke grondslag vereist: inbreuken op en beperkingen van vrijheid en eigendom van de burger kunnen slechts plaats hebben bij of krachtens de wet.

De eis van de wettelijke grondslag vormt een belangrijke inkadering van de activiteiten van een toezichthouder: zonder bevoegdheden geen optreden. In concreto betekent dit dat de aan DNB en AFM bij of krachtens de Wft toegekende bevoegdheden het uitgangspunt voor hun handelen vormt. Indien deze wettelijke bevoegdheden ontbreken, kunnen deze toezichthouders niet in actie komen en zijn activiteiten niet gereguleerd. Deze bevoegdheden kunnen nader worden ingevuld aan de hand van doelstellingen en taken, zoals neergelegd in het wettelijk kader, doch de toezichthouders kunnen niet slechts op grond van deze doelstellingen en taken handelen. Doelstellingen en taken vormen niet meer dan een richtinggevend kader bij de uitoefening van bevoegdheden.²⁰

2.2.4 Discretionaire bevoegdheden en open en gesloten normen

De wetgever kan met open of gesloten normen werken. Naarmate de normen, waarop de toezichthouder zijn bevoegdheden dient uit te oefenen, gedetailleerder in de wet zijn vastgelegd, heeft de toezichthouder minder speelruimte deze normen nader in te vullen en te concretiseren (*gesloten normen*). Bij het ontwikkelen van een wettelijk kader doet zich evenwel het probleem van de dynamiek van de markt voor. In het geval van te gedetailleerde wetgeving, wordt de wet door de maatschappelijke en technische ontwikkelingen ingehaald en schiet de wetgeving zijn doel voorbij. Voor een wetgever, die voldoende wil kunnen inspelen op toekomstige ontwikkelingen, is het dan ook onontkoombaar een algemeen kader te scheppen, met voldoende *open normen*, die naar de omstandigheden van het geval, nader kunnen worden ingevuld door de toezichthouder in zijn toepassingspraktijk. De toezichthouder heeft in dat geval ruimte om zijn bevoegdheden op verschillende wijzen (nader) in te vullen, zogenaamde discretionaire bevoegdheid.²¹ Zo overwoog de wetgever in de toelichting bij de Wft expliciet dat beoordelingsvrijheid en beleidsvrijheid essentieel zijn voor slagvaardig financieel toezicht.²²

Daarbij staat de toezichthouder zelf ook weer voor de keuze deze normen zeer concreet in te vullen en op te leggen aan de onder toezichtgestelde ondernemingen of deze ondernemingen enige vrijheid te laten in de wijze waarop zij deze normen wensen uit te voeren. Dit betreft het onderscheid tussen *rule-based* vs. *principle-based* toezicht. Het voordeel van open normen is, als gezegd, het kunnen inspelen op nieuwe ontwikkelingen.

¹⁹ Zie over een uitvoerige behandeling van het legaliteitsbeginsel met betrekking tot onafhankelijke toezichthouders Ottow 2006, p. 86–96.

²⁰ Ottow 2006, p. 90–93.

²¹ In het bestuursrecht wordt een onderscheid gemaakt tussen beleids- en beoordelingsvrijheid. In toezichtwetten wordt regelmatig termen als «naar het oordeel van» gehanteerd. De wetgever heeft dan beoordelingsvrijheid aan het bestuursorgaan toegekend. Het wordt aan het oordeel van de toezichthouder overgelaten of aan de wettelijke voorwaarden wordt voldaan. Bij beleidsvrijheid heeft het bestuursorgaan de vrijheid zijn bevoegdheden op nadere wijze in te vullen, waarbij hij zelf tot een belangenafweging kan komen en zijn beleid kan vaststellen op basis van algemene wettelijke normen.

²² *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 18.

Het nadeel betreft het aspect van rechtsonzekerheid: de onder toezicht gestelden weten niet waar zij aan toe zijn en invulling vindt ad hoc plaats. Dit kan gedeeltelijk door middel van beleidsregels van de toezichthouder worden opgevangen. Tegelijkertijd dient er voor te worden gewaakt dat er weer niet te gedetailleerde regelgeving ontstaat, die de werkzaamheden van de betrokken ondernemingen belemmert. De wetgever en de toezichthouders dienen hier naar het juiste evenwicht te streven.

2.2.5 De geheimhoudingsplicht

De Wft kent een geheimhoudingsplicht, in navolging van Europese regelgeving.²³ Een geheimhoudingsplicht wordt in het algemeen opgelegd om enerzijds te bewerkstelligen dat de toezichthouder een vertrouwensrelatie met de onder toezichtgestelde onderneming krijgt zodat de toezichthouder zijn werk goed kan doen, en anderzijds om de rechten van derden te beschermen.²⁴ De Europese financiële toezichtlijnen kennen een strikt geheimhoudingsregime met een stelsel van limitatief omschreven uitzonderingen op de geheimhouding. Een voorbeeld hiervan is artikel 44 e.v. van de Bankenrichtlijn inzake de geheimhouding bij het prudentiële toezicht.²⁵

Artikel 44 Bankenrichtlijn

1. De lidstaten bepalen dat alle personen die werkzaam zijn of zijn geweest voor de bevoegde autoriteiten, alsmede accountants of deskundigen die in opdracht van de bevoegde autoriteiten handelen, aan het beroepsgeheim gebonden zijn. De vertrouwelijke gegevens waarvan zij beroepshalve kennis krijgen, mogen aan geen enkele persoon of autoriteit bekend worden gemaakt, behalve in een samengevatte of geaggregeerde vorm, zodat individuele kredietinstellingen niet kunnen worden geïdentificeerd, zulks onverminderd de gevallen die onder het strafrecht vallen. Indien een kredietinstelling failliet is verklaard of op grond van een rechterlijke uitspraak moet worden geliquideerd, mogen echter vertrouwelijke gegevens die geen betrekking hebben op derden welke betrokken zijn bij pogingen om de kredietinstellingen te redden, in het kader van civiele of handelsrechtelijke procedures openbaar worden gemaakt.
2. Lid 1 belet niet dat tussen de bevoegde autoriteiten van de verschillendlidstaten uitwisseling van gegevens plaatsvindt als bedoeld in onderhavige richtlijn alsmede in andere richtlijnen die van toepassing zijn op kredietinstellingen. Deze gegevens vallen onder het in lid 1 bedoelde beroepsgeheim.

Artikel 45 Bankenrichtlijn

De bevoegde autoriteit die uit hoofde van artikel 44 vertrouwelijke gegevens ontvangt, mag deze alleen gebruiken voor de uitoefening van haar taken en alleen voor de volgende doeleinden:

- a) voor het onderzoek van de voorwaarden voor de toegang tot de werkzaamheden van kredietinstellingen en voor het vergemakkelijken van de bewaking, op individuele en op geconsolideerde basis, van die werkzaamheden worden uitgeoefend, in het bijzonder ten aanzien van het toezicht op de liquiditeit, de solvabiliteit, de grote posities, de administratieve en boekhoudkundige procedures en de interne controle;
- b) voor het opleggen van straffen;
- c) in het kader van een administratief beroep tegen een besluit van de bevoegde autoriteit; of
- d) bij rechtszaken die aanhangig zijn gemaakt overeenkomstig artikel 55 of overeenkomstig bijzondere bepalingen van zowel de onderhavige richtlijn als andere richtlijnen betreffende kredietinstellingen.

Dit gesloten stelsel is, evenals dat in de bestaande toezichtwetten het geval is, overgenomen in de Wft.²⁶ In bepaalde limitatief opgesomde

²³ Zie ook Grundmann-van de Krol 2008, p. 615–633.

²⁴ Boshuizen en Jager 2008, p. 26.

²⁵ Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (PbEG 2006 L177/1).

²⁶ Kamerstukken II 2003–2004, 29 708, nr. 3, p. 46.

gevallen mag de toezichthouder vertrouwelijke informatie verstrekken aan bepaalde personen of instanties.

De hoofdregel is dat het een ieder die uit hoofde van de toepassing van de Wft of van krachtens de Wft genomen besluiten enige taak vervult of heeft vervuld, verboden is verder of anders gebruik te maken van vertrouwelijke gegevens of inlichtingen of daaraan verder of anders bekendheid te geven dan voor de uitvoering van zijn taak of door de Wft wordt geëist.²⁷ In de Wft is geen definitie van vertrouwelijke gegevens opgenomen. Krachtens de toelichting gaat het daarbij in ieder geval om

«gegevens van financiële ondernemingen over de bedrijfsvoering, de liquiditeitspositie, de (maand)rapportages, gegevens over (potentiële) bestuurders (...), solvabiliteitsmarges, gegevens over debiteuren, crediteuren of cliënten, gegevens van de afdeling R&D, plannen voor fusies of overnames en marketing/verkoopstrategieën.»²⁸

Openbare informatie valt echter niet onder de geheimhoudingsplicht. Informatie betreffende de financiële onderneming of afzonderlijke personen die door de betreffende onderneming of personen zelf kenbaar is gemaakt aan derden die niet aan geheimhouding zijn gebonden of informatie die met expliciete of stilzwijgende instemming van de betrokken onderneming of personen kenbaar is geworden aan derden, geldt niet als vertrouwelijk en wordt beschouwd als openbare informatie. Hierbij kan gedacht worden aan elementen uit het jaarverslag zoals de winst, omzet en algemene gegevens zoals namen van financiële ondernemingen en de beleidsbepalers.²⁹ Het staat een toezichthouder in beginsel dus vrij om niet-vertrouwelijke informatie ten aanzien van bijvoorbeeld overtredingen of aanwijzingen, mits zorgvuldig, openbaar te maken. Volgens de wetgeschiedenis zal de toezichthouder «alleen tot een dergelijke openbaarmaking mogen overgaan als het uit een behoorlijke vervulling van de aan hem opgedragen taak voortvloeit. Ook bij dergelijke publicaties, ook al zijn het geen besluiten, zijn wel de algemene beginselen van behoorlijk bestuur van toepassing. Eisen van zorgvuldigheid en een verbod van willekeur weerhouden een bestuursorgaan om «zomaar» de openbaarheid te zoeken, ook al bestaan er geen wettelijke belemmeringen daartoe.»³⁰

Het is derhalve afhankelijk van de aard van het toezicht hoe ver de geheimhoudingsplicht gaat. Dit komt sterk tot uitdrukking bij het publiceren van sancties en/of overtredingen. Zo blijkt uit het door DNB en AFM gepubliceerde handhavingsbeleid dat er voor de AFM in beginsel geen aanleiding zal zijn om af te zien van publicatie, terwijl DNB – gelet op de doelstellingen van het prudentiële toezicht – rekening moet houden met de potentiële impact van de publicatie op de financiële stabiliteit van de sector, de potentiële schade die wordt toegebracht aan het vertrouwen in de financiële sector en andere potentiële schade die relevant kan zijn.³¹ Met andere woorden, geheimhouding door DNB heeft mede ten doel om het vertrouwen in het financiële stelsel te beschermen, teneinde bijvoorbeeld een zogeheten «bank run» te voorkomen.

Uit het bovenstaande blijkt dat de geheimhoudingsverplichting in de Wft een ruime reikwijdte kent. Alhoewel er veel te zeggen valt voor geheimhouding, belemmert deze de transparantie van het toezicht- en daarmee ook het onderzoek naar dit toezicht. De vraag is aan de orde of een vergaande geheimhoudingsplicht wel onder alle omstandigheden gerechtvaardigd is. Vergelijkt men de Nederlandse praktijk bijvoorbeeld met de toepassingspraktijk in de Verenigde Staten dan kan worden

²⁷ Artikel 1:89, lid 1 Wft.

²⁸ *Kamerstukken II 2003–2004*, 29 708, nr. 3, p. 47.

²⁹ *Kamerstukken II 2003/04*, 29 708, nr. 3, p. 47.

³⁰ *Kamerstukken II 2006/07*, 31 086, nr. 3, p. 73–74.

³¹ Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank, p. 8.

geconstateerd dat aldaar meer gegevens tot het publieke domein behoren en er sprake is van meer transparantie van het toezicht. Nu het hier een Europese verplichting tot geheimhouding betreft, dient de reikwijdte van deze verplichting op Europees niveau aan de orde te worden gesteld.

2.2.6 Rechterlijke toetsing

Het uitgangspunt vormt de rechtmatigheidstoetsing: de bestuursrechter dient het besluit van het bestuursorgaan te toetsen op rechtmatigheid.³² Daarbij doet zich de vraag voor in welke mate de rechter de besluiten van het bestuursorgaan kan en mag toetsen. De (omvang van de) rechterlijke toetsing vormt een belangrijk aspect bij de toetsing van besluiten van de onafhankelijke toezichthouder. De intensiteit van de rechterlijke toetsing bepaalt in belangrijke mate aan welk «toezicht» de toezichthouder door de rechter is onderworpen. Een onderscheid dient te worden gemaakt tussen de toetsing van bevoegdheden en de toetsing van de uitoefening van bevoegdheden door het bestuursorgaan. In het eerste geval beoordeelt de rechter of sprake is van een wettelijke grondslag voor het optreden van het betrokken bestuursorgaan. Indien sprake is van een wettelijke bevoegdheid toetst de rechter vervolgens of de wijze waarop het bestuursorgaan de verstrekte bevoegdheden heeft uitgeoefend in overeenstemming is met de wet en de algemene beginselen van behoorlijk bestuur. De toetsing van de rechter kan zowel zien op de feitenvaststelling door het bestuursorgaan als de uitleg van wettelijke voorschriften.

Indien eenmaal de horde van de wettelijke bevoegdheden is genomen, is vervolgens de vraag aan de orde of de uitoefening van de wettelijke bevoegdheden in overeenstemming is met de toepasselijke wet, de Algemene wet bestuursrecht, in het bijzonder de algemene beginselen van behoorlijk bestuur.

De intensiteit van deze rechterlijke toetsing is – in de systematiek van de Algemene wet bestuursrecht – afhankelijk van de vraag of sprake is van beoordelingsruimte danwel beoordelingsvrijheid c.q. beleidsvrijheid. Kort samengevat komt het systeem van de Algemene wet bestuursrecht er op neer dat naar mate het bestuursorgaan over meer vrijheden beschikt, de intensiteit van de rechterlijke toetsing afneemt: volle toetsing in het geval van slechts beoordelingsruimte en marginale toetsing in het geval van beoordelings- en beleidsvrijheid. In laatste geval is sprake van een belangenafweging door het bestuursorgaan en dient de bestuursrechter zich terughoudend op te stellen. Daarbij wordt tevens aangenomen dat de rechter ook niet via het stellen van scherpe eisen aan de motivering van een besluit (en de daaraan ten grondslag liggende bewijsvoering) de grenzen van de marginale toetsing mag overschrijden, aangezien daarmee de beleids- en beoordelingsvrijheid van het bestuursorgaan zou worden aangetast.³³

De jurisprudentie overziende, kan worden geconcludeerd dat door een hoge bewijsstandaard te hanteren en zware eisen te stellen aan de motivering van het besluit, een indringende toetsing door de Nederlandse bestuursrechter plaatsvindt bij toetsing van toezichthouders, als DNB en AFM. De economische bestuursrechter stelt zich in beginsel niet terughoudend op bij de vaststelling van de feiten en de door het bestuursorgaan verstrekte onderbouwing van het besluit. De aan de bewijsvoering en motivering gestelde eisen worden als zelfstandig te toetsen onderdelen van het besluit beschouwd, waarop de geconstateerde beoordelings-

³² Zie over de rechterlijke toetsing in algemene zin: Damen e.a. 2002, Deel 2, p. 192–199.

³³ Damen e.a. 2002, deel 2, p. 194.

vrijheid van het bestuursorgaan weinig invloed lijkt te hebben. De beoordelingsvrijheid leidt derhalve niet automatisch tot een marginale toetsing in economische kwesties. Ook Lavrijssen³⁴ geeft aan dat de toetsing door het CBB in deze zaak niet meer als marginaal valt aan te duiden. De preadviseurs Verhey & Verheij sluiten zich hierbij aan en merken in hun preadvies³⁵ op dat het CBB bij de toetsing van besluiten van economische toezichthouders «iets doet wat tussen volle en marginale toetsing inzit». De toezichthouders hebben bij het bepalen van (de omvang van) hun interventies met deze context rekening te houden.

2.3 Conclusies

In dit hoofdstuk is kort ingegaan op de redenen voor financieel toezicht. In tegenstelling tot wat zou kunnen respectievelijk dienen te worden afeleid uit de «efficiënte markt hypothese» is er een rol voor de overheid weggelegd in de financiële markten wegens de aanwezigheid van marktfalen en een publiek belang. Daarnaast zijn enkele algemene begrippen toegelicht inzake de vormgeving van het toezicht. Daarbij is tevens stilgestaan bij de geheimhoudingsplicht die, in navolging van Europese regelgeving, is neergelegd in de Wft. Hoewel de geheimhoudingsplicht mede ertoe dient om de toezichthouder zijn werk adequaat te laten uitvoeren, kan opgemerkt worden dat deze de transparantie van het toezicht belemmert, en daarmee tevens het onderzoek naar dit toezicht.

³⁴ Lavrijssen (2006).

³⁵ Verhey & Verheij 2005, p. 315.

3. HET EUROPESE RAAMWERK VOOR HET FINANCIËEL TOEZICHT

Bij het Europese toezicht voor de financiële sector is gekozen voor het zogenaamde *home state control*-systeem. In de banken- en verzekeringsrichtlijnen is, op basis van het door het Europese Hof van Justitie ontwikkelde systeem van wederzijdse erkenning, gekozen voor een systeem, waarbij op basis van toelating en erkenning middels de verkrijging van een vergunning in het land van herkomst (*home country*) in andere lidstaten diensten kunnen worden aangeboden (*host country*). De onderneming is onderworpen aan het toezicht in het land van herkomst en slechts in zeer beperkte mate in het gastland, waar werkzaamheden kunnen worden verricht door middel van het vestigen van een bijkantoor of door middel van het verrichten van diensten. De nationale toezichthouder in het land van herkomst is verantwoordelijk voor het toezicht op alle activiteiten. De nationale toezichthouder van het gastland heeft slechts in zeer beperkte mate bevoegdheden voor de activiteiten die vanuit een andere lidstaat, al dan niet door middel van een bijkantoor, in zijn land plaatsvinden. Dit systeem heeft een grote impuls geleverd voor de liberalisering en internationalisering van nationale financiële markten. In de financiële richtlijnen zijn eisen aan het nationale toezicht gesteld en regels voor harmonisatie ontwikkeld.

3.1 Het Europees paspoort en het beginsel van *home state control*

In 1989 is de Tweede Coördinatie Richtlijn³⁶ uitgevaardigd. Deze richtlijn beoogde een wezenlijke, noodzakelijke en voldoende harmonisatie tot stand te brengen met als doel wederzijdse erkenning van de vergunningen en van de stelsels van bedrijfseconomisch (prudentieel) toezicht. Binnen de Europese Economische Ruimte (EER) werd een en dezelfde vergunning, een zogenaamd «Europees paspoort», geldig en werd het toezicht uitgeoefend door de lidstaat van herkomst.³⁷ Wederzijdse erkenning, «mutual recognition», vormt zo de basis voor een tweetal concepten: «*home state control*» en harmonisatie van minimumstandaarden.³⁸

3.1.1 Het Europees paspoort

De Bankenrichtlijn³⁹ heeft een systeem ingevoerd waarbij een financiële instelling die in de lidstaat van herkomst (*home country*) een vergunning heeft verkregen, de vrijheid heeft om in een andere lidstaat (*host country*) werkzaamheden, opgenomen in de bijlage van die Richtlijn, uit te oefenen door middel van het vestigen van een bijkantoor óf door het verrichten van diensten vanuit de lidstaat van herkomst. Omdat de werkzaamheden uitgeoefend kunnen worden – hetzij door het openen van een bijkantoor, hetzij door het verlenen van diensten – zonder dat daarvoor een aparte vergunning is vereist, wordt de initiële vergunning ook wel een Europees paspoort genoemd. Het systeem steunt op wederzijdse erkenning, waarbij vertrouwen tussen de lidstaten in de afgegeven vergunningen een grote rol speelt.

Indien een bank een dergelijk Europees paspoort heeft gekregen, kan hij zich derhalve met een bijkantoor vestigen in een andere lidstaat zonder daarvoor een nieuwe vergunning nodig te hebben. Hierbij is het van belang in acht te nemen dat de systematiek van onderlinge erkenning en *home state control* niet alleen geldt voor de lidstaten van de EU, maar ook voor de landen die partij zijn bij de Overeenkomst betreffende de

³⁶ Richtlijn 89/646/EEG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 1989 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, alsmede tot wijziging van Richtlijn 77/780/EEG (89/646/EEG).

³⁷ Deze uitgangspunten zijn herhaald in de (herziene) Bankenrichtlijn, Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, voorheen Geconsolideerde Bankenrichtlijn, 2000/12/EG.

³⁸ Cervellati en Fioriti 2006, p. 3.

³⁹ Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, voorheen Geconsolideerde Bankenrichtlijn, 2000/12/EG.

Europese Economische Ruimte (EER). Dit houdt in dat een bank met een statutaire zetel in een land dat niet lid is van de EU maar wel van de EER, zoals IJsland, die daar een vergunning heeft gekregen, onder dezelfde voorwaarden een bijkantoor op kan richten als een bank met een vergunning uit een EU-land.⁴⁰ Indien een Europees paspoort door een moederonderneming is verkregen, moeten lidstaten ervoor zorgen dat er geen enkele belemmering is voor de uitoefening van de werkzaamheden die onder de wederzijdse erkenning vallen, voorzover zij niet in strijd zijn met de vigerende wettelijke bepalingen van algemeen belang van de lidstaat van ontvangst. Krachtens artikel 23 Bankenrichtlijn dient de ontvangende lidstaat ervoor te zorgen dat de financiële instellingen de werkzaamheden waarvoor de vergunning is afgegeven, zonder beperkingen kan uitoefenen.

Artikel 24 van de Bankenrichtlijn bepaalt voorts dat de wederzijdse erkenning van de vergunning ook geldt indien de werkzaamheden worden verricht, zowel door middel van het vestigen van een bijkantoor als door middel van het verrichten van diensten, door een financiële instelling die dochteronderneming is van een kredietinstelling, mits deze dochteronderneming is opgenomen onder het toezicht op geconsolideerde basis waaraan haar moederonderneming is onderworpen, en aan strenge voorwaarden voldoet.⁴¹ De vervulling van deze voorwaarden wordt voorts geverifieerd door de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst. Het systeem geldt echter niet voor de dochterondernemingen zelf. Een dochteronderneming is een zelfstandige juridische entiteit met een eigen plaats van vestiging. In het geval dat een bank activiteiten wil uitoefenen door middel van een dochteronderneming in een andere lidstaat is hiervoor wel een aparte vergunning van de toezichthouder van de lidstaat van vestiging vereist.⁴²

Artikel 25 van de Bankenrichtlijn stelt dat iedere kredietinstelling die op het grondgebied van een andere lidstaat een bijkantoor wenst te vestigen, de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst daarvan in kennis stelt. Artikel 25 Bankenrichtlijn bepaalt dat de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst bezien of er redenen zijn om te twijfelen aan de deugdelijkheid van de administratieve structuur of van de financiële positie van de aanvragende instelling. Zijn er geen redenen om te twijfelen dan wordt het voornemen tot het uitoefenen van het recht van vestiging kenbaar gemaakt aan de autoriteiten van de ontvangende lidstaat. Artikel 26 stelt dat de autoriteiten van de ontvangende lidstaat vanaf het moment van de in artikel 25 bedoelde mededeling, twee maanden de tijd hebben, om het toezicht op de kredietinstelling voor te bereiden en om de voorwaarden aan te geven waaronder deze werkzaamheden om redenen van «algemeen belang» in de lidstaat van ontvangst moeten worden uitgeoefend. Volgens overwegingen 17 en 18 van de Bankenrichtlijn beperkt de mogelijkheid tot het stellen van voorwaarden zich tot onderwerpen die niet in de Richtlijn zijn geharmoniseerd. De voorwaarden dienen tevens niet in strijd te zijn met de vrijheid van vestiging of dienstverlening in het algemeen. Artikel 28 voegt daaraan toe dat de instelling die voor het eerst haar diensten wil aanbieden in een andere lidstaat, de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst daarover inlicht. Vervolgens doet de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst mededeling van deze kennisgeving aan de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van ontvangst. De artikelen 25 en 26 van de Richtlijn behandelen de te volgen procedure voor het uitoefenen van het recht van vestiging.

⁴⁰ Zie hierover De Moor-Van Vugt en Du Perron 2009.

⁴¹ Zie de voorwaarden in artikel 24 lid 1 van de Bankenrichtlijn.

⁴² Brief van 24 juni 2009, kenmerk FM/2009/1394 M.

3.1.2 Het beginsel van home state control

De harmonisatie van het financiële toezicht hanteert het beginsel van home state control. Het beginsel van home state control houdt in dat het toezicht op de financiële onderneming is toevertrouwd aan de bevoegde autoriteiten van het land van herkomst. Omdat het beginsel is gebaseerd op het Europees paspoort geldt voor dochterondernemingen echter dat het toezicht in het land van vestiging plaatsvindt. Voor het uitoefenen van de werkzaamheden middels het vestigen van een bijkantoor of door het verrichten van een dienst geldt dus dat het toezicht wordt uitgeoefend door de toezichthouder van de lidstaat waar de moederonderneming is gevestigd of, indien de activiteit vanuit de dochteronderneming wordt verricht, de lidstaat waar de dochteronderneming is gevestigd. De systematiek is neergelegd in artikel 40 van de Bankenrichtlijn.

Artikel 40 Bankenrichtlijn

1. Het bedrijfseconomisch toezicht op een kredietinstelling, met inbegrip van het bedrijfseconomisch toezicht op de werkzaamheden die deze instelling overeenkomstig het bepaalde in de artikelen 23 en 24 uitoefent, berust bij de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst, onverminderd de bepalingen van de onderhavige richtlijn welke een bevoegdheid van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst inhouden.
2. Lid 1 laat het toezicht op geconsolideerde basis op grond van de onderhavige richtlijn onverlet.

De systematiek van home state control beperkt de handhavingsbevoegdheden van de ontvangende lidstaat. Dit blijkt onder meer uit artikel 30 Bankenrichtlijn.

Artikel 30 Bankenrichtlijn

1. Indien de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van ontvangst constateren dat een kredietinstelling die op hun grondgebied een bijkantoor heeft of werkzaam is in het kader van het verrichten van diensten, niet de wettelijke bepalingen naleeft welke deze lidstaat heeft vastgesteld ter uitvoering van de bepalingen van deze richtlijn die een bevoegdheid van de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van ontvangst inhouden, eisen zij dat de betrokken kredietinstelling een eind maakt aan deze onregelmatige situatie.
2. Indien de betrokken kredietinstelling niet het nodige doet, stellen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van ontvangst die van de lidstaat van herkomst daarvan in kennis.
Deze laatste treffen zo spoedig mogelijk alle passende maatregelen om te bewerkstelligen dat de betrokken kredietinstelling een eind maakt aan deze onregelmatige situatie. De aard van deze maatregelen wordt medegedeeld aan de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van ontvangst.
3. Indien de kredietinstelling, in weerwil van de aldus door de lidstaat van herkomst getroffen maatregelen, of omdat deze maatregelen ontoereikend zijn of die lidstaat geen maatregelen treft, inbreuk blijft maken op de in lid 1 bedoelde, in de lidstaat van ontvangst geldende wettelijke bepalingen, kan de lidstaat van ontvangst, na de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst daarvan in kennis te hebben gesteld, passende maatregelen treffen om verdere onregelmatigheden te voorkomen of te bestraffen en, voorzover zulks noodzakelijk is, kan hij deze kredietinstelling beletten nieuwe transacties op zijn grondgebied aan te vangen. De lidstaten dragen er zorg voor dat de voor die maatregelen vereiste stukken op hun grondgebied aan de kredietinstellingen kunnen worden betekend.

Ingevolge artikel 30 Bankenrichtlijn zijn de toezichthoudende autoriteiten van de lidstaat van ontvangst, indien zij misstanden constateren, niet direct bevoegd zelfstandig op te treden, maar dienen zij eerst de toezicht-

houdende autoriteiten van de lidstaat van herkomst te informeren, waarna deze maatregelen dienen te treffen. Slechts wanneer de lidstaat van herkomst geen passende maatregelen neemt en de misstanden blijven voortduren, kan de lidstaat van ontvangst ingrijpen. Artikel 33 Bankenrichtlijn voegt daaraan toe dat de toezichthoudende autoriteiten van de lidstaat van ontvangst in spoedeisende gevallen conservatoire maatregelen mogen treffen die onontbeerlijk zijn voor de bescherming van de belangen van inleggers, beleggers of andere personen voor wie diensten worden verricht.

Uit de systematiek van het beginsel van home state control volgt derhalve dat toezichthoudende instanties in hoge mate dienen te vertrouwen op de kwaliteit en effectiviteit van het toezicht in de lidstaat van herkomst. Het belang van een goede en nauwe samenwerking tussen de toezichthouders van de verschillende lidstaten wordt ook erkend in de Bankenrichtlijn. Artikel 42 Bankenrichtlijn gaat in op de samenwerking en stelt dat de toezichthoudende autoriteiten elkaar alle gegevens dienen te verstrekken betreffende de leiding, het beheer en de eigenaars van de betrokken kredietinstellingen. Hierdoor kan het toezicht op kredietinstellingen en het onderzoek van de voorwaarden voor het verlenen van een vergunning aan die instellingen worden vergemakkelijkt, evenals alle gegevens die het toezicht op deze instellingen, in het bijzonder op het gebied van de liquiditeit, de solvabiliteit, de depositogarantie, de beperking van grote posities, de administratieve en boekhoudkundige procedures en de interne controle kunnen vergemakkelijken.

Een uitzondering op de hoofdregel van home state control vormt artikel 41 Bankenrichtlijn. Ingevolge artikel 41 Bankenrichtlijn heeft de ontvangende lidstaat (*host country*) wel bevoegdheden ten aanzien van bijkantoren van een kredietinstelling.

Artikel 41 Bankenrichtlijn

Tot aan een latere coördinatie blijft de lidstaat van ontvangst, in samenwerking met de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst, belast met het toezicht op de liquiditeit van de bijkantoren van een kredietinstelling.

Onverminderd de maatregelen die noodzakelijk zijn ter versterking van het Europees Monetair Stelsel, blijft de lidstaat van ontvangst volledig verantwoordelijk voor de maatregelen die voortvloeien uit de tenuitvoerlegging van zijn monetair beleid.

Deze maatregelen mogen geen discriminerende of restrictieve behandeling inhouden uit hoofde van het feit dat aan de kredietinstelling in een andere lidstaat vergunning is verleend.

De systematiek van de Bankenrichtlijn zorgt er derhalve voor dat het toezicht van de lidstaat van herkomst zich richt op de solvabiliteit en de liquiditeit van de gehele bank, terwijl het de ontvangende lidstaat slechts is toegestaan om toezicht te houden op de liquiditeit van het bijkantoor. De Moor-van Vugt en Du Perron stellen in dit kader dat het toezicht op een bijkantoor in wezen gedeeld toezicht vormt; op de bank als geheel, met inbegrip van het bijkantoor, wordt toezicht gehouden door de lidstaat van herkomst en op het bijkantoor in een beperkt opzicht (liquiditeitstoezicht) mede door de lidstaat van ontvangst.⁴³

⁴³ De Moor-van Vugt en Du Perron 2009, p. 18. Zie tevens over de Icesave zaak: paragrafen 3.3.1 en 5.2.4.

⁴⁴ Zie het advies van Prof. Grundmann-van de Krol naar aanleiding van de Icesave zaak d.d. 7 juni 2009 (en de verwijzingen daarin), verzonden als bijlage bij de brief van DNB aan Minister van Financiën van 14 juli 2009, alsook *Kamerstukken II 1991/92*, 22 665, nr. 3, p. 10.

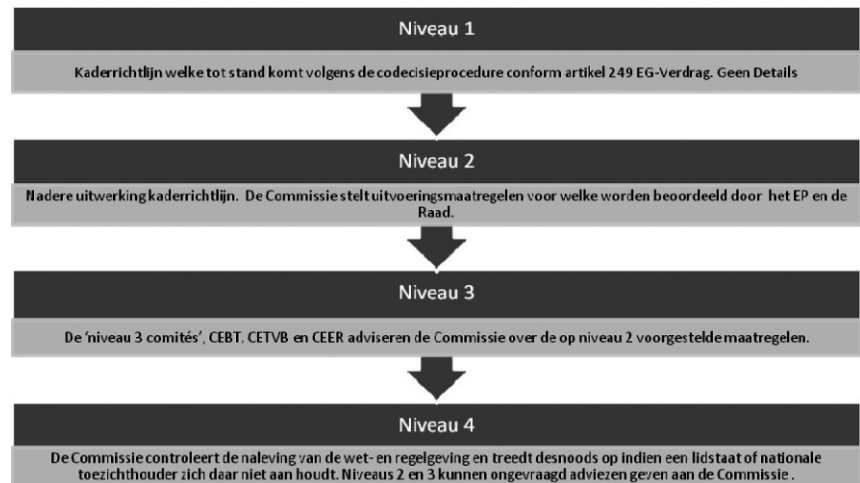
Deze uitzondering op het beginsel van home state control is opgenomen omdat er ten tijde van het opstellen van de Tweede Bankenrichtlijn nog in onvoldoende mate harmonisatie was op het terrein van liquiditeit en monetair beleid, waartussen immers een nauwe band bestaat.⁴⁴ Meer specifiek levert het bestaan van verschillende valutagebieden binnen de

EG problemen op voor het liquiditeitstoezicht omdat de liquiditeit gemeten wordt in de valuta van de zone waarin de onderneming zich begeeft.⁴⁵

3.2 De Lamfalussy-procedure⁴⁶

De «Lamfalussy-procedure» is een besluitvormingsprocedure met betrekking tot financiële wetgeving verspreid over vier niveaus die in 2001 is ingevoerd.⁴⁷ De structuur van de «Lamfalussy-procedure» ziet er als volgt uit (zie de figuur).

De structuur van de Lamfalussy-procedure



Niveau 1 van de «Lamfalussy-procedure» wordt gevormd door een kaderrichtlijn welke tot stand komt volgens de codecisieprocedure conform artikel 249 EG-Verdrag.⁴⁸ Deze kaderrichtlijn bevat hoofdpunten en gaat verder niet in op details.

Op niveau 2 van de procedure wordt het kader nader uitgewerkt. De Commissie stelt op dit niveau uitvoeringsmaatregelen voor. De voorstellen dienen te worden goedgekeurd door het Europees Parlement («EP») en de Raad van Ministers («de Raad»). De Raad wordt vertegenwoordigd door comités, ook wel de comitologie-comités genoemd, bestaande uit ambtenaren van de ministeries van financiën van de lidstaten. Deze comités zijn zowel regelgevend als adviserend en vertegenwoordigen drie financiële sectoren te weten de pensioen-, banken- en verzekeringssector.

Op niveau 3 brengen de «niveau 3 comités», het Comité van Europese banktoezichthouders («CEBT»), het Comité van Europese toezichthouders op verzekeringen en bedrijfspensioenen («CETVB») en het Comité van Europese effectenregelgevers («CEER»), advies uit aan de Commissie over de op niveau 2 voorgestelde maatregelen. In deze comités nemen uit elke lidstaat vertegenwoordigers van de nationale toezichthoudende autoriteiten plaats. De comités vervullen een belangrijke rol bij de consequente en eenvormige uitvoering van richtlijnen door bij te dragen tot een efficiëntere samenwerking tussen de nationale toezichthouders en tot de convergentie van de toezichtpraktijken.

Op niveau 3 van de «Lamfalussy-procedure» zijn eveneens «colleges van toezichthouders» werkzaam. De «colleges van toezichthouders» zijn

⁴⁵ Van der Vossen 1991, p. 25; Tison 1999, p. 634.

⁴⁶ Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities Markets, 15 February 2001.

⁴⁷ Alford 2006, p. 397.

⁴⁸ De codecisieprocedure (of medebeslissingsprocedure) is een wetgevingsprocedure waarbij op voordracht van de Commissie het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie gezamenlijk beslissen.

informele samenwerkingsverbanden, geformeerd ten behoeve van het toezicht voor een specifieke internationaal opererende financiële instelling. Binnen het college komen de nationale toezichthouders bijeen uit die lidstaten, waar de instelling actief is. Binnen een «college van toezichthouders» geldt dat de toezichthouder van het land waar de financiële instelling is gevestigd de zogenaamde «lead supervisor» is. Deze neemt coördinerende taken op zich. De «lead supervisor» werkt samen met de andere toezichthouders in de colleges. De samenwerking in het college gaat in eerste instantie om (vrijwillige) informatie-uitwisseling. Als het nodig is, komt een college ook fysiek samen om specifieke toezichtaspecten te bespreken.

De «niveau 3 comités» zijn werkzaam op het gebied van «coordinated implementation», «monitoring», «supervisory convergence» en «regulatory convergence».⁴⁹ «Coordinated implementation» betekent dat de nationale toezichthouders, voor zover toegestaan op nationaal niveau, de bevoegdheid hebben bepaalde Europese technische maatregelen om te zetten in nationale regels. Ook kunnen zij, formeel of informeel, optreden als adviseur voor de wetgever bij de implementatie van Europese wetgeving. De toezichthouders vervullen ook een monitorfunctie voor het functioneren van de markt, de Europese wetgeving en de implementatie en de uitvoering hiervan door de lidstaten. «Regulatory convergence» houdt in dat de nationale toezichthouders een uniforme en effectieve decentrale uitvoering van EU-wetgeving bevorderen door het opstellen van gezamenlijke standpunten, het formuleren van «best practices» en het houden van «peer reviews» om de consistente invoering van niveau 3-maatregelen te bewaken.⁵⁰

«Supervisory Convergence» houdt in dat toezichthouders samenwerken bij de concrete uitvoering en handhaving van de Europese regels door informatie-uitwisseling en de coördinatie van nationale procedures.⁵¹ De «niveau 3 comités» maken hierbij gebruik van een protocol welke beoogt mogelijke onenigheden tussen de comités te voorkomen. Dit zogenaamde «mediation mechanism» is door elk van de «niveau 3 comités» opgezet, maar de uitkomsten van dit mechanisme zijn niet bindend en niet afdwingbaar en veel hangt dan ook af van «mutual recognition» en onderling vertrouwen tussen de nationale toezichthouders.⁵²

Op «niveau 4» houdt de Commissie de hand aan de tijdige en correcte omzetting van de EU-wetgeving in nationaal recht. De Commissie kan bij strijdigheid met het Europese recht nalatigheidacties jegens de betrokken lidstaat instellen. Op het vierde niveau controleert de Commissie de naleving van de wet- en regelgeving en wordt desnoods opgetreden indien een lidstaat of nationale toezichthouder zich daar niet aan houdt. De Europese Commissie signaleert verschillen in impact, welke aanleiding kunnen zijn anders op te treden. Niveaus 2 en 3 kunnen ongevraagd adviezen geven aan de Commissie om bepaalde verschillen in het toezicht, veroorzaakt door regelgeving, aan te pakken.⁵³

Komen op niveau 1 en 2 bindende richtlijnen en verordeningen tot stand, op niveau 3 zijn dat richtsnoeren, aanbevelingen en standaarden op het gebied van toepassing van de Europese regelgeving. Deze zijn niet bindend (zogenaamde «soft law»⁵⁴) en werken slechts indirect – via de nationale toepassingspraktijk⁵⁵ – door. De niveau 3 comités hebben geen bevoegdheid tot het treffen van bindende maatregelen of besluiten. Naleving van deze regelgeving is dus afhankelijk van de bevoegdheden van de nationale toezichthouder. Heeft deze nationale toezichthouder

⁴⁹ Dankers 2008, p. 365.

⁵⁰ Dankers 2008, p. 365. (Dankers verwijst naar: CESR: Protocol on Review Panel of the Committee of European Securities regulators, CESR/07-070b. Het Review Panel van CESR was al in 2003 ingesteld, zie: «Terms of reference for the Review Panel», CESR/03-061 en «General Methodology for implementation reviews undertaken by CESR», CESR/04-711b, in: <http://www.cesr.eu>. CEBS: Review Panel, Protocol 15 oktober 2007, zie: <http://www.c-esb.org/formupload/90/90c41b11-537f-4ba6-a9aff1b0923db55d.pdf>.

⁵¹ Lavrijssen en Hancher 2007.

⁵² CESR: Protocol on Mediation Mechanism of the Committee of European Securities Regulators, CESR/06-286b, 2 augustus 2006, zie: <http://www.cesr.eu/index.php?docid=3893>. CEBS: Protocol of the CEBS Mediation Mechanism, 25 september 2007, zie: <http://www.c-esb.org/formupload/fa/fa06fa4b-9441-41b1ad4b-0a1a-ae33d123.pdf>. CEIOPS: Protocol on Mediation Mechanism between Insurance and Pension Supervisors. CEIOPS-doc-14/07, zie:

http://www.ceiops.eu/media/docman/public_files/publications/protocols/.

⁵³ <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/vz/40-141944.html>.

⁵⁴ Zie hierover Duijkersloot 2007.

⁵⁵ In enkele uitspraken van nationale rechters wordt bij de toepassingspraktijk van de nationale toezichthouder wel rekening gehouden met deze niet-bindende Europese aanbevelingen.

geen regelgevende bevoegdheden, dan is hij voor de implementatie van deze regels afhankelijk van de nationale wetgever.

De Lamfalussy-procedure beoogt een efficiënt mechanisme op te zetten dat ten doel heeft, enerzijds, de convergentie van de toezichtpraktijken in de Europese financiële sector op gang te brengen en, anderzijds, ervoor te zorgen dat de communautaire wetgeving op het gebied van financiële diensten snel en flexibel kan inspelen op de ontwikkelingen die zich op de financiële markten voordoen. In het kader van deze in 2001 ingevoerde benadering wordt op twee niveaus financiële regelgeving uitgevaardigd.⁵⁶

3.3 Het De Larosièrereport

Het huidige Europese toezichtstelsel staat of valt met de kwaliteit van de nationale toezichtstelsels en is gebaseerd op het onderling vertrouwen tussen de toezichthouders. Naar aanleiding van de financiële crisis is de vraag gesteld of dit stelsel – voor de financiële sector – niet dringend aan herziening toe is. In diverse rapporten is geconstateerd dat dit stelsel, waarbij het nationale toezicht het uitgangspunt vormt, niet langer opgewassen is tegen een markt die zich sterk internationaal ontwikkeld heeft. In het bijzonder is veel aandacht getrokken door het rapport van De Larosièrereport.⁵⁷

Allereerst stelt het rapport dat er een gebrek bestaat aan macroprudentieel toezicht. Het huidige toezicht richt zich teveel op individuele ondernemingen en verliest daarbij het grote geheel uit het oog. Verder ontbreekt het aan een adequaat waarschuwingsmechanisme, aldus het «De Larosièrereport»:

«Insofar as macro-prudential risks were identified (and there was no shortage of comments about worrying developments in both macroeconomic imbalances and the lowering price of risk, for example) there was no mechanism to ensure that this assessment of risk was translated into action.»⁵⁸

Het «De Larosièrereport» laakt tevens de samenwerking tussen de nationale toezichthoudende autoriteiten. In de woorden van het rapport:

«As the crisis developed, in too many instances supervisors in Member States were not prepared to discuss with appropriate frankness and at an early stage the vulnerabilities of financial institutions which they supervised. Information flow among supervisors was far from being optimal, especially in the build-up phase of the crisis. This has led to an erosion of mutual confidence among supervisors.»⁵⁹

⁵⁶ Europese Commissie, Mededeling van de Commissie Evaluatie van de Lamfalussy-procedure Bevorderen van de toezichtconvergentie, Brussel, 20.11.2007 COM(2007) 727 definitief, p. 2.

⁵⁷ De Larosièrereport, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosièrereport, Brussels, 25 February 2009.

⁵⁸ De Larosièrereport, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosièrereport, Brussels, 25 February 2009, p. 40.

⁵⁹ De Larosièrereport, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosièrereport, Brussels, 25 February 2009, p. 41.

Het rapport wijst tevens op een gebrek aan middelen en bevoegdheden op «niveau 3» van de «Lamfalussy procedure». Het gebrek aan middelen beperkte het reactievermogen van de toezichthoudende autoriteiten. Tot slot stelt het «De Larosièrereport» dat er geen stimulans bestond voor de toezichthoudende autoriteiten om samen te werken. De voornaamste reden hiervoor ligt volgens het rapport in het ontbreken van wettelijke bevoegdheden besluiten te nemen en rekening te houden met nationale belangen.

Het «De Larosièrereport» geeft enkele aanbevelingen om het Europees financieel toezicht te hervormen. Allereerst gaat het rapport in op de rol van de Europese Centrale Bank (ECB). Het rapport geeft daarbij expliciet aan dat de ECB op macroprudentieel niveau een rol dient te spelen en niet op microprudentieel niveau. Het rapport stelt dat de combinatie van taken

de hoofdtaak van de ECB (het Europese monetaire beleid) en haar onafhankelijkheid in gevaar zou kunnen brengen.⁶⁰

Daarnaast stelt het rapport dat het noodzakelijk is het macroprudentieel toezicht voor alle financiële activiteiten te hervormen. Het rapport doet enkele aanbevelingen, waaronder het invoeren van een nieuw Europees lichaam dat aanbevelingen moet doen over de ontwikkelingen op macro-prudentieel niveau. Daarnaast moet volgens het rapport een effectief waarschuwingssysteem bijdragen aan verbeterd Europees financieel toezicht.⁶¹ Op microprudentieel niveau moet volgens het rapport de structuur en de rol van de «niveau 3-comités» van de «Lamfalussy-procedure» worden herzien. Het «De Larosière-rapport» wil naar een Europees systeem van financiële toezichthouders, waarbij de «level 3 comités» worden omgevormd tot daadwerkelijke Europese toezichthouders met eigen bevoegdheden. Daarbij is nog steeds een belangrijke rol weggelegd voor de nationale toezichthouders, doch deze moeten kunnen worden geadviseerd, aangestuurd en zo nodig gecorrigeerd door de Europese toezichthouders.⁶² Hoewel het volgens de rapporteurs aan te bevelen zou zijn het toezicht niet meer per sector te organiseren, houden zij uiteindelijk toch aan dit sectorale model vast. Het samenvoegen van de drie sectoren achten zij binnen het huidige tijdsgewricht vooralsnog niet realistisch.

In afwachting van deze nieuwe maatregelen zijn de rapporteurs van mening dat per direct de structuur van «colleges of supervisors» dient te worden versterkt, zodat het geïntegreerde, grensoverschrijdende toezicht op internationale concerns effectief wordt uitgevoerd.⁶³

De gesignaleerde tekortkomingen van het huidige Europese systeem kunnen als volgt worden samengevat:

- Het systeem van home state control is niet meer opgewassen tegen vergaande internationalisering van de financiële markten.
- De samenwerking tussen de nationale toezichthouders schiet tekort: de coördinatie en het onderlinge vertrouwen is onvoldoende.
- Er is onvoldoende systeemtoezicht op nationaal en Europees niveau.
- Er is sprake van ver uiteenlopende toezichtpraktijken op nationaal niveau (microtoezicht).
- Er worden te lage kapitaaleisen aan banken gesteld.
- Er is een gebrek aan harmonisatiemaatregelen ten aanzien van bepaalde soorten instellingen (credit rating agencies, hedgefondsen).
- Er zijn te weinig toezichtbevoegdheden bij nationale toezichthouders en er is een te grote divergentie in hun uitvoeringspraktijk.
- Er bestaat geen Europese structuur c.q. instrumentarium voor crisissituaties.
- De fiscale autonomie van de lidstaten: er bestaat geen gemeenschappelijk systeem voor zogenaamde «burden sharing» in geval een financiële instelling in financiële problemen komt.

Op deze tekortkomingen werd reeds in 2004 gewezen in het Preliminary progress report «Which supervisory tools for the EU Securities markets. An analytical paper of CESR».⁶⁴ Er werd onder meer aandacht gevraagd voor het gebrek aan coördinatie, de uiteenlopende nationale toezichtpraktijken en het ontbreken van scenario's in geval van een crisis. Deze roep om noodzakelijke verandering vond evenwel weinig gehoor binnen de Europese Gemeenschap.

⁶⁰ De Larosière-report, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, p. 44.

⁶¹ De Larosière-report, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, p. 46.

⁶² De Larosière-report, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, p. 47 en 48.

⁶³ De Larosière-report, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, p. 51–52.

⁶⁴ ESR, October 2004, ref. 04-33f.

Inmiddels heeft de financiële crisis aangetoond dat de architectuur van het toezicht niet bestand is gebleken tegen de dynamiek van de markt. Een grotere mate van coördinatie en een verdergaande mate van grensoverschrijdende aanpak lijkt noodzakelijk:

«Nationally-based supervisory models have lagged behind the integrated and interconnected reality of today's European financial markets, in which many financial firms operate across borders. The crisis exposed serious failures in the cooperation, coordination, consistency and trust between national supervisors.»⁶⁵

De *Icesave affaire* is illustratief voor deze constatering. In het Icesave rapport wordt onderzocht in hoeverre de Nederlandsche Bank (DNB) over bevoegdheden beschikte ten aanzien van de (internetbank)activiteiten van de IJslandse bank Icesave in Nederland.⁶⁶ De hoofdvestiging van Icesave was gevestigd in IJsland en in Nederland beschikte deze bank slechts over een bijkantoor. De onderzoekers constateren dat uit het stelsel van het Europees paspoort en de Bankenrichtlijn⁶⁷ volgt dat de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst (in dit geval DNB) slechts beperkte bevoegdheden heeft. Zodra deze toezichthouder maatregelen nodig acht die het toezicht op de liquiditeit van het bijkantoor te boven gaan, heeft hij medewerking van de toezichthouder in de lidstaat van herkomst nodig (in dit geval de IJslandse toezichthouder FME).⁶⁸ De rapporteurs adviseren in het rapport onder meer dat het Europese stelsel grondig moet worden herzien door de toezichthouders in het ontvangende land meer bevoegdheden tot ingrijpen te geven.⁶⁹ Inmiddels zijn door de Commissie de eerste stappen gezet om te komen tot een wijziging van het Europese toezichtstelsel.

3.4 Voorstellen van de Europese Commissie

3.4.1 Mededeling van de Commissie: nieuwe structuur

De Commissie heeft op grond van het «De Larosière-rapport» de eerste stappen gezet het Europees financieel toezicht te wijzigen. In de mededeling van de Commissie van 27 mei 2009 doet de Commissie enkele voorstellen het Europees financieel toezicht te wijzigen.⁷⁰ Volgens de Commissie heeft de crisis aangetoond dat er sprake is van ernstige manco's in de samenwerking, de coördinatie, de consistentie en het vertrouwen tussen nationale toezichthouders. De Commissie wil de door de crisis blootgelegde tekortkomingen in het toezicht verhelpen door de creatie van een nieuw Europees toezichtkader.

De Commissie stelt een nieuw kader voor het Europees financieel toezicht voor, dat volgens de Commissie uit de volgende twee pijlers bestaat:

- Een Europese Raad voor Systeemrisico's (ERSR) die zal worden belast met het opsporen en evalueren van mogelijke bedreigingen voor de financiële stabiliteit welke voortvloeien uit macro-economische ontwikkelingen en uit ontwikkelingen in het financiële stelsel als geheel («macroprudentieel toezicht»), en
 - Een Europees Systeem van Financiële Toezichthouders (ESFT) dat bestaat uit een robuust netwerk van nationale financiële toezichthouders die samenwerken met nieuwe Europese toezichthoudende autoriteiten om de financiële soliditeit op het niveau van de individuele financiële instellingen veilig te stellen en consumenten van financiële diensten te beschermen («microprudentieel toezicht»).
- ⁷¹

⁶⁵ Commissie voorstel, p. 2. Vgl. De Larosière-report, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, p. 41 («led to an erosion of mutual confidence among supervisors») and p. 72 («distrust between supervisors»).

⁶⁶ De Moor-Van Vugt en Du Perron, Icesave Rapport 2009.

⁶⁷ Artikel 29–37 van de herziene Bankenrichtlijn (Richtlijn 2006/48/EG van het Europees parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, voorheen Geconsolideerde Bankenrichtlijn 2000/12/EG).

⁶⁸ De Moor-Van Vugt en Du Perron 2009 Icesave rapport, p. 31.

⁶⁹ De Moor-Van Vugt en Du Perron 2009 Icesave rapport, p. 69. Zie tevens paragraaf 5.2.4.

⁷⁰ Europese Commissie, Mededeling van de Europese Commissie, Europees financieel toezicht, Brussel 27 mei 2009, COM(2009) 252.

⁷¹ Europese Commissie, Mededeling van de Europese Commissie, Europees financieel toezicht, Brussel 27 mei 2009, COM(2009) 252, p. 3.

De Commissie kiest derhalve niet voor de oprichting van een echte «Euroregulator», maar voor het handhaven van het toezicht op nationaal niveau door de nationale toezichthouders, aangestuurd door Europese agentschappen, de zogenaamde «European Financial Supervisors». De Europese Commissie is van mening dat een dergelijke centralisering niet te rijmen zou zijn met het subsidiariteits- en proportionaliteitsbeginsel en te ver af zou staan van de dagelijkse toezichtpraktijk in de diverse lidstaten.⁷²

Het nieuwe Europese netwerk zal steunen op gedeelde en complementaire verantwoordelijkheden, waarbij nationaal toezicht op instellingen zal worden gecombineerd met centralisatie van specifieke taken op Europees niveau teneinde zowel geharmoniseerde regelgeving als coherente toezichtpraktijken en handhaving in de hand te werken. Dit netwerk zou gebaseerd zijn op de volgende beginselen: partnerschap, flexibiliteit en subsidiariteit. Het zou erop gericht zijn het vertrouwen tussen nationale toezichthouders te versterken door er onder meer voor te zorgen dat de toezichthouders van de lidstaat van ontvangst voldoende inspraak hebben in de beleidsvorming ten aanzien van de financiële stabiliteit en de consumentenbescherming, zodat grensoverschrijdende risico's doeltreffender kunnen worden aangepakt.

Met de oprichting van de ERSR beoogt de Commissie een van de fundamentele zwakheden te verhelpen die de crisis aan het licht heeft gebracht, namelijk de kwetsbaarheid van het financiële stelsel voor met elkaar samenhangende, complexe, sectorale en sectoroverschrijdende systeemrisico's. De ERSR zou vroegtijdig waarschuwen voor zich aandienende systeemrisico's en, waar nodig, aanbevelingen doen om deze risico's aan te pakken. Voor de ECB ziet de Commissie slechts een adviserende rol. Het onderbrengen van het macro-toezicht bij de ECB acht zij – in navolging van het «De Larosière-rapport» – niet aan te bevelen.⁷³ De Commissie geeft aan dat het van essentieel belang is dat beide pijlers van het nieuwe toezichtstelsel tot stand komen om waardevolle synergieën te verwezenlijken, het wederzijdse versterkende effect op de financiële stabiliteit te realiseren en een volledig geïntegreerd kader voor macro- en microtoezicht mogelijk te maken. De Commissie gaat zelfs zo ver dat er één enkel «wetboek», het zogenaamde «Single Technical Rule Book», wordt vastgesteld dat door alle toezichthoudende autoriteiten dient te worden toegepast in de EU.⁷⁴ De door de Commissie voorgestelde structuur is weergegeven in onderstaande figuur (zie hierna).⁷⁵

3.4.2 Voorstellen voor nieuwe verordeningen

⁷² Europese Commissie, Mededeling van de Europese Commissie, Europees financieel toezicht, Brussel 27 mei 2009, COM(2009) 252,, p. 31.

⁷³ Europese Commissie, Mededeling van de Europese Commissie, Europees financieel toezicht, Brussel 27 mei 2009, COM(2009) 252, p. 34–35.

⁷⁴ Europese Commissie, Mededeling van de Europese Commissie, Europees financieel toezicht, Brussel 27 mei 2009, COM(2009) 252, p. 4.

⁷⁵ Idem, p. 17.

⁷⁶ COM (2009) 499 final.

⁷⁷ COM (2009) 501 final.

⁷⁸ COM (2009) 502 final.

⁷⁹ COM (2009) 503 final.

Op 23 september 2009 heeft de Commissie de voorstellen voor vier verordeningen gepubliceerd, die uitvoering geven aan de eerder gelanceerde plannen. Het betreft de volgende voorstellen:

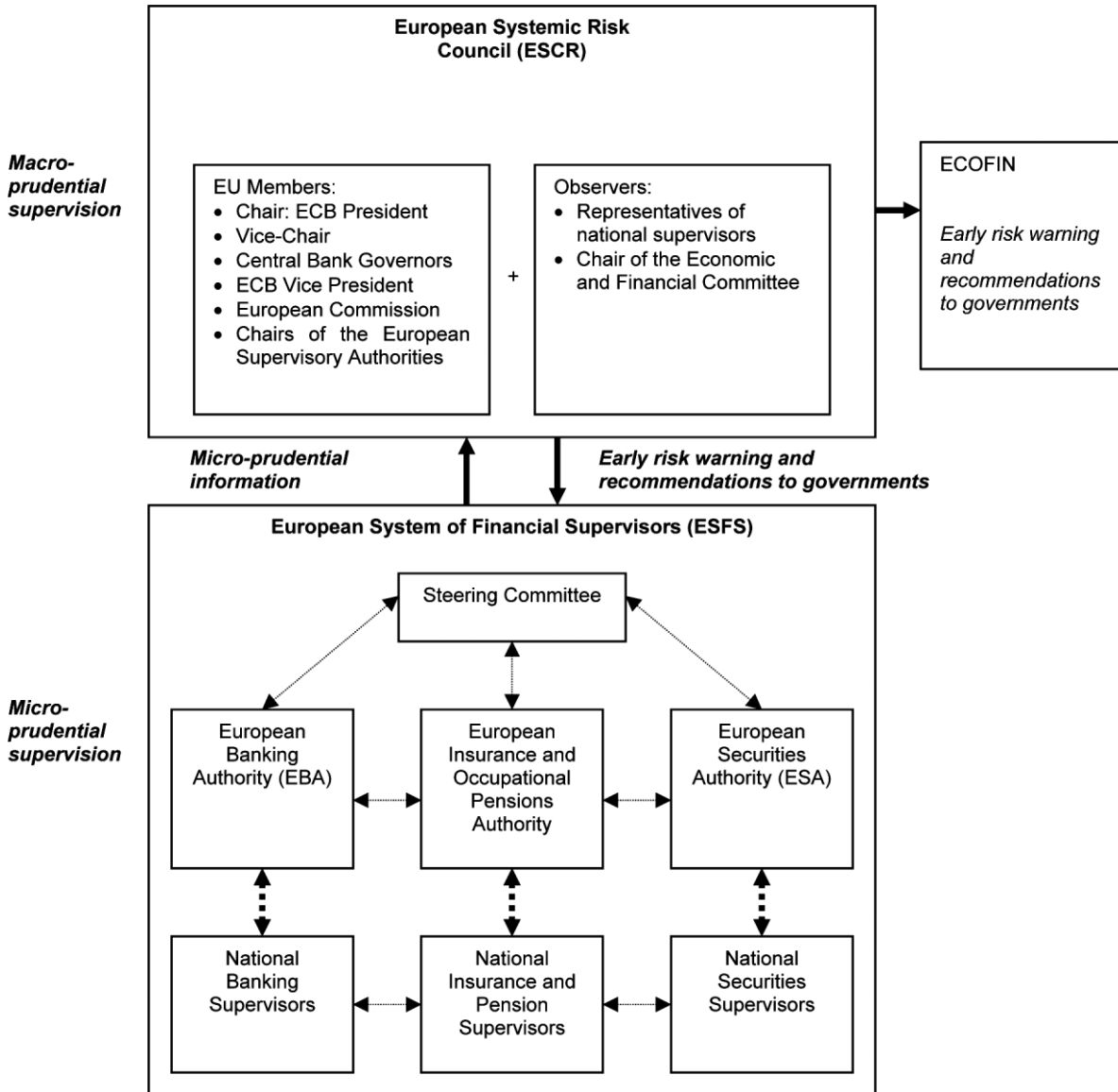
- (i) Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board («ESRB»)⁷⁶;
- (ii) Proposal for a regulation of the European Parliament and Council establishing a European Banking Authority («EBA»)⁷⁷;
- (iii) Proposal for a regulation of the European Parliament and Council establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority («EIOPA»)⁷⁸;
- (iv) Proposal for a regulation of the European Parliament and Council establishing a European Securities and Markets Authority («ESMA»)⁷⁹.

De voorstellen worden ten tijde van het afronden van het onderhavige rapport verder uitonderhandeld tussen de lidstaten. Het is derhalve onzeker in welke vorm zij uiteindelijk het licht zullen zien. In de volgende paragrafen wordt uitgegaan van de gepubliceerde conceptteksten van de Commissie.

Ad (i) ESRB

De ESRB krijgt als belangrijkste taak het macro-prudentieel toezicht binnen Europa in de gaten te houden. Deze «board» zal geen bindende bevoegdheden verkrijgen doch slechts waarschuwingen en aanbevelingen kunnen doen. Het belangrijkste orgaan van de ESRB is de «General Board» welke bestaat uit de presidenten van de nationale centrale banken, de president en vice-president van de ECB, een afgevaardigde van de Europese Commissie, de presidenten van de nieuw in te stellen European Supervisory Authorities, met als toehoorders een afgevaardigde per lidstaat van de nationale toezichthouders en de president van de Economic and Financial Committee. Welke rol dit nieuwe orgaan daadwerkelijk zal krijgen, zal sterk afhangen van de toepassingspraktijk. Of zij daadwerkelijk invloed zal kunnen uitoefenen in crisissituaties zal afhangen van haar informele gezag, aangezien dit orgaan niet beschikt over formele bindende bevoegdheden.

A new European Framework for Safeguarding Financial Stability



Ad (ii-iv) ESA's

De structuur van de drie voorstellen tot de oprichting van EBA, EIOPA en ESMA is op hoofdlijnen gelijklopend. Deze nieuwe autoriteiten («agencies») zullen beschikken over de volgende bevoegdheden:

- Ontwikkelen en vaststellen van technische standaarden (zogenaamde «Single Technical Rule Book»). Dit wetboek wordt uiteindelijk op instigatie van de agency door de Europese Commissie vastgesteld.
- Uitvaardigen van interpretatieve richtsnoeren die de nationale toezichthouders dienen mee te nemen bij hun besluitvorming op nationaal niveau.
- Uitvaardigen van specifieke richtsnoeren die de nationale toezichthouders in specifieke zaken dienen uit te voeren.
- Bindende besluiten nemen in geval van een crisissituatie.

- Bindende besluiten nemen in geval van een geschil tussen nationale toezichthouders («settlements of disagreements»).
- Ondersteunen en aansturen van de samengestelde «colleges of supervisors».
- Geven van (on)gevraagd advies/opinies aan de Commissie en het Europese Parlement.

De ESA hebben dus de bevoegdheid tot het nemen van bindende besluiten, zij het in specifieke gevallen. Het vaststellen van het *Single Technical Rule Book* wordt in de huidige voorstellen niet gedaan door de agencies zelf, maar wordt op instigaties van deze Europese autoriteiten, uiteindelijk gedaan door de Europese Commissie, die daarmee bindende regulering vaststelt. Dit Single Rule Book betekent een belangrijke stap tot verdergaande harmonisatie van essentiële normen en daarmee van de nationale uitvoeringspraktijken. Dit zal leiden tot minder divergentie en betekent een belangrijke verbetering ten op zichte van de huidige situatie.

Het bestuur van deze Europese autoriteiten («Board of Supervisors») wordt samengesteld uit: een te benoemen chairperson («non-voting»), de voorzitters van de bevoegde nationale toezichthouders, een afgevaardigde van de Europese Commissie («non-voting»), een afgevaardigde van de ECB («non-voting»), een afgevaardigde van de nieuw op te richten ESRB («non-voting»), een afgevaardigde van de twee andere ESA's («non-voting»).

Beziet men deze voorstellen, dan dient te worden geconstateerd dat de basis van het toezicht op nationaal niveau blijft, met enige adviserende aansturing door het centrale, Europese niveau. Vernieuwend is de institutionele structuur, waarmee de huidige informele samenwerkingsverbanden van de nationale toezichthouders (niveau 3 comité's) worden versterkt en worden omgezet tot «echte» autoriteiten. Hoewel aanvankelijk het idee was deze autoriteiten zelf de bevoegdheden te geven tot het vaststellen van bindende technische standaarden, is dit niet in de huidige voorstellen overgenomen. Deze bevoegdheid is nu voorbehouden aan de Commissie, die een bindend Single Rule Book zal vaststellen op instigatie van de EFA's (zie bijvoorbeeld artikel 7 ESA). Dit Single Rule Book zal een vergaand harmoniserend effect op de nationale toezichtpraktijken in de diverse lidstaten hebben. Daarnaast wordt in de voorstellen voorzien in een belangrijke, bindende geschilprocedure tussen de nationale toezichthouders en besluitvorming in geval van crisissituaties.

3.5 Conclusies

Alles overziende is bij de nieuwe voorstellen van de Commissie tot wijziging van het Europese toezichtstelsel sprake van een ingewikkelde structuur, waarbij de Commissie – binnen de juridische en feitelijke mogelijkheden van het bestaande Europese kader⁸⁰ – zonder verdragswijziging voorstellen tot verbetering heeft gedaan. De Europese Commissie heeft ervoor gekozen het nationale toezicht te handhaven en slechts in beperkte mate zaken over te hevelen naar het Europese niveau. Er is geen sprake van een Euroregulator, die centraal de zaken aanstuurt. Het is een belangrijke, doch vooralsnog beperkte stap naar verdere centralisatie van het Europese toezicht op financiële instellingen. Aan de ene kant tracht de Commissie het huidige gebrek aan coördinatie op te lossen door de oprichting van nieuwe Europese toezichthouders, tegelijkertijd ontstaan hierdoor weer nieuwe coördinatieproblemen, zowel binnen de nieuwe

⁸⁰ Binnen het kader van dit rapport wordt niet ingegaan op de vraag of de rechtsbasis voor deze voorstellen (artikel 95 EG-Verdrag oud, nu artikel 114 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie) voldoende is en of meer taken bijvoorbeeld aan de ECB hadden kunnen worden verstrekt op basis van artikel 105, lid 6 EG-Verdrag.

autoriteiten als tussen de nieuwe Europese toezichthouders en tussen de Europese en nationale toezichthouders.

Er blijft derhalve sprake van zeer gefragmenteerd toezicht. De Commissie had als aanvullende maatregel kunnen kiezen voor het daadwerkelijk institutionaliseren van de colleges van supervisors. Zo was bijvoorbeeld in de oorspronkelijke voorstellen van de nieuwe Solvency II Richtlijn een voorstel gedaan om deze colleges meer bevoegdheden te geven en een *lead supervisor* aan te wijzen, die de bevoegdheid tot het dagelijkse toezicht over de internationale instelling (toezicht over het gehele concern: «group supervision») zou krijgen in nauwe samenspraak met de collega toezichthouders uit andere lidstaten.⁸¹

Een belangrijk breekpunt blijft voornamelijk de fiscale onafhankelijkheid van de lidstaten en de daaruit voortvloeiende problemen om tot een Europese oplossing te komen in geval van financiële problemen bij een financiële instelling. In de huidige constellatie kiest elke lidstaat voor een eigen nationale oplossing en is nog geen sprake van zogenaamde «burden sharing».⁸² Zolang er geen sprake is van het gezamenlijk financieren van dergelijke reddingsoperaties en de lidstaten zelf deze operaties dienen te financieren, zullen zij op nationaal niveau de vinger aan de pols wensen te houden en hun bevoegdheden niet naar het Europese niveau wensen over te hevelen. Dit is een economische en politieke realiteit waarmee bij de beoordeling van de voorstellen van de Commissie rekening dient te worden gehouden.

De in dit hoofdstuk gesignaleerde problemen en tekortkomingen indiceren de volgende aanbevelingen, waarbij wij een onderverdeling maken tussen aanpassingen die op korte respectievelijk lange termijn zouden kunnen worden doorgevoerd.

Korte termijn

- Op korte termijn de colleges van supervisors verder versterken: aanstellen van lead supervisor die het dagelijkse toezicht over de grote financiële instelling binnen geheel Europa uitoefent (in samenwerking met de andere betrokken nationale toezichthouders) en niet slechts coördineert.
- Ondersteunen van bevoegdheid van European Financial Supervisors tot het nemen van bindende besluiten (op centraal Europees niveau).
- Versterken van de Europese structuur en het daarbij behorende instrumentarium voor crisissituaties.
- Uitbreiden van bevoegdheden van de nationale toezichthouders in «host countries» in geval van noodsituaties.

Langere termijn

- Streven naar oplossing voor het huidige probleem van burden sharing.
- Nader onderzoeken van het integreren van de drie Europese toezichthouders: opheffen van sectoraal toezicht op Europees niveau?
- Nader onderzoeken van voorgestelde scheiding van macro- en micro Europees toezicht: is deze scheiding op termijn wenselijk of dient sprake te zijn van verdergaande integratie?
- Streven naar een verdere centralisatie van het toezicht op Europees niveau.

⁸¹ Amended proposal for a Directive of the European parliament and the Council on the taking-up and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency II), 26.2 2008, COM(2008)119 final. Zie ook: FSA, *Enhancing group supervision under Solvency II. A discussion paper*, April 2008. H. van Meerten e.o., «The Solvency Directive: a long and winding road», *Banking Review* (forthcoming).

⁸² De Larosière-report, The high-level group on financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, p. 35–36.

4. HET NEDERLANDSE TOEZICHTSTELSEL

Het financieel toezicht is in Nederland vormgegeven in een functioneel toezichtmodel en over het algemeen neergelegd in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Dit houdt in dat voor iedere functie van het functioneel toezicht in beginsel een aparte toezichthouder verantwoordelijk is. Dit hoofdstuk beschrijft achtereenvolgens de ontwikkelingen richting het huidige functionele toezichtmodel, de functies van financieel toezicht en introduceert de toezichthouders die daarvoor verantwoordelijk zijn.

4.1 Het functionele toezichtmodel

Deze paragraaf brengt de bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende toezichthouders in de Wft in kaart. Hierbij is het echter van belang notie te nemen van het (unieke) functionele toezichtmodel dat in Nederland van kracht is. Volgens dit toezichtmodel is DNB verantwoordelijk voor het systeem- en prudentieel toezicht, terwijl de AFM zorg moet dragen voor het gedragstoezicht.

Zoals reeds is uiteengezet vormt de per 1 januari 2007 in werking getreden Wft het sluitstuk van enkele herzieningen in het toezicht op het financiële stelsel. Dit heeft ook gevolgen gehad voor het Nederlandse toezichtmodel. Hieronder wordt de ontwikkeling richting het huidige functionele toezichtmodel kort uiteengezet.

4.1.1 Ontwikkelingen richting het huidige functionele toezichtmodel

In de periode voor 2002 hanteerde Nederland het zogenaamde sectorale toezichtmodel met betrekking tot het financiële stelsel. Hierin opereerden drie verschillende toezichthouders: DNB voor banken en beleggingsinstellingen, de Pensioen- & Verzekeringskamer (PVK) voor verzekeraars en de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) voor de beurs en effecteninstellingen. In de onderstaande figuur wordt dit sectorale toezichtmodel geïllustreerd.⁸³

Het sectorale toezichtmodel voor 1999⁸⁴

	Systeemtoezicht	Bedrijfseconomisch toezicht		Gedragstoezicht		
		sectoraal	sectoroverschrijdend	Niet-effectentypisch		Effectentypisch
				sectoraal	sectoroverschrijdend	
Banken	D N B	DNB		DNB		STE
Verzekeraars		VK		VK		
Effecteninstellingen¹		STE		STE		STE

DNB = De Nederlandsche Bank, VK = Verzekeringskamer, STE = Stichting Toezicht Effectenverkeer

⁸³ In 2001 heeft zich een naamswijziging van de Verzekeringskamer (VK) voorgedaan naar de PVK.

⁸⁴ Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1, blz. 27.

⁸⁵ Zie Oppelaar 2007 voor een meer uitvoerige beschrijving.

⁸⁶ Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1.

Op 2 april 1999 heeft de Minister van Financiën de hervormingen inzake het toezicht op de financiële marktsector geïnitieerd.⁸⁵ In een brief aan de Tweede Kamer overwoog de Minister dat door de vervlechting van financiële producten – waardoor de consument vaak niet meer wist of het een bancaire-, beleggings- of verzekeringsproduct betrof – op onderdelen een sectoroverstijgende benadering van het financiële toezicht nodig is.⁸⁶ Een belangrijk aspect van deze vervlechting was de opkomst van

financiële conglomeraten. Zo constateerde de Minister in zijn brief dat deze conglomeraten een marktaandeel hadden van 90% op de bancaire dienstverlening, 80% op de beurshandel en 70% op de verzekeringsmarkt.⁸⁷ Deze ontwikkelingen deden de vraag rijzen «of het toezicht in zijn huidige sectorale vorm ook voor de toekomst voldoende effectiviteit en slagkracht waarborgt».⁸⁸ Ook wordt er in de brief enige aandacht besteed aan buitenlandse toezichtsystemen, waaronder die in Australië en het Verenigd Koninkrijk. De Minister besloot echter destijds om de exclusief sectorale verantwoordelijkheid van de toezichthouders aan te vullen met een identieke sectoroverschrijdende verantwoordelijkheid voor sectorale onderwerpen, zoals integriteit van de financiële sector en informatieverstrekking aan de consument.⁸⁹ Hiertoe werd een samenwerkingsverband tussen de bestaande toezichthouders in het leven opgeroepen, de Raad van Financiële Toezichthouders (RFT). Het resultaat voor het toezichtmodel is hieronder weergegeven.

Het sectorale toezichtmodel na 1999⁹⁰

	Systeemtoezicht	Prudentieel toezicht		Gedragstoezicht		
		sectoraal	sector-overstijgend	Niet-effectentypisch		Effectentypisch
				sectoraal	sector-overstijgend	
Banken/ Beleggingsinstellingen	D N B	DNB	R F T	DNB	R F T	S T E
Effecteninstellingen		STE		STE		
Verzekeraars		PVK		PVK		

DNB = De Nederlandsche Bank; PVK = Pensioen- & Verzekeringskamer; STE = Stichting Toezicht Effectenverkeer; RFT = Raad van Financiële Toezichthouders (DNB, STE en PVK gezamenlijk)

In 2001 wordt het sectorale model nogmaals overwogen. Hoewel de Minister van Financiën van mening is dat de toevoeging van de RFT een belangrijke bijdrage is geweest op het toezicht op het niet-sectorespecifieke terrein, ziet hij toch beperkingen in het feit dat iedere toezichthouder uiteindelijk zelf verantwoordelijk is voor het eigen, sectorale toezichtdomein.⁹¹

Op 26 november 2001 wordt de notitie «Hervorming van het toezicht op de financiële marktsector» aan de Tweede Kamer gestuurd.⁹² Hierin wordt besloten dat het sectorale toezichtmodel wordt vervangen door een functioneel model. Ten grondslag aan deze beslissing ligt een vergelijking tussen drie toezichtmodellen in de mate waarin zij voldoen aan de door de Minister geformuleerde doelstellingen; doeltreffendheid, marktgerichtheid en efficiëntie. Bij de eerste doelstelling gaat het om de vraag in welke vorm het toezicht de publieke doelen van het toezicht – systeemtoezicht, prudentieel toezicht en gedragstoezicht – het best kunnen worden verwezenlijkt.⁹³ De tweede doelstelling, marktgerichtheid, richt zich op de vraag hoe innovatie en concurrentiekracht in een vrije markt het best kunnen worden geaccomodeerd.⁹⁴ Ten slotte worden de toezichtmodellen getoetst aan de mate waarin zij voldoen aan de doelstelling efficiëntie, waarin centraal staat welk systeem de geringste administratieve en financiële belasting met zich meebrengt.⁹⁵

⁸⁷ Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1, p. 5–7 alsook Oppelaar 2007 voor een meer uitvoerige beschrijving.

⁸⁸ Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1, p. 4.

⁸⁹ Oppelaar 2007, p. 46.

⁹⁰ Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1, p. 27.

⁹¹ Brief van 12 september 2001, kenmerk FM 2001-01550 M als bijlage bij brief aan de Tweede Kamer der Staten-Generaal van 12 september 2001, kenmerk FM 2001-01551 M; Oppelaar 2007, p. 47–53; Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2, p. 15–16.

⁹² Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2.

⁹³ Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2, p. 10–12.

⁹⁴ Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2, p. 12–15.

⁹⁵ Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2, p. 15.

Er worden drie toezichtmodellen vergeleken: het destijds van kracht zijnde sectorale model, het cross-sectorale model en het Twin Peaks model.⁹⁶ Het cross-sectorale model is het stelsel dat in het Verenigd Koninkrijk wordt gehanteerd. Het kan worden gekenmerkt als een model waarin slechts één toezichthouder, los van de centrale bank, opereert. Het Twin Peaks model, dat wordt toegepast in Australië, volgt daarentegen geen sectorale maar een functionele benadering. Hierin worden separate toezichthouders per doelstelling van het toezicht aangesteld. Omdat in de analyse wordt geconcludeerd dat dit laatste model het beste scoort ten aanzien van de hiervoor genoemde doelstellingen wordt gekozen voor het functionele toezichtmodel, zij het in een vormgeving die op onderdelen wezenlijk verschilt met Australië.⁹⁷ Hieronder wordt het toezichtmodel getoond dat in Nederland per 1 september 2002 wordt gehanteerd.

Zoals uit de figuur valt op te maken wijkt het Nederlandse toezichtmodel af van het Twin Peaks concept omdat de DNB zowel taken heeft op het gebied van het prudentieel toezicht als het systeemtoezicht. Hierdoor is het Nederlandse toezichtmodel uniek in de wereld.⁹⁸ De figuur maakt ook duidelijk dat er een wijziging heeft plaatsgevonden in de naam van de STE. Omdat de functie van deze toezichthouder meer zou gaan omvatten dan het effectenverkeer is er voor gekozen zijn naam te wijzigen in de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

Het functionele toezichtmodel na 2002⁹⁹

Nederland (nieuw)	Systeemtoezicht	Prudentieel toezicht		Gedragstoezicht		
		sectoraal	sector- overstijgend	niet-effectentypisch		effectentypisch
				sectoraal	sector- overstijgend	
Banken/ Beleggingsinstellingen	D N B	DNB	D N B / P V K	A F M		
Effecteninstellingen						
Verzekeraars		PVK				

DNB = De Nederlandsche Bank; PVK = Pensioen- & Verzekeringskamer; AFM = Autoriteit Financiële Markten (rechtsopvolger van de Stichting Toezicht Effectenverkeer)

Ook dit functionele toezichtmodel heeft recentelijk nog wijzigingen ondergaan. Omdat op 30 oktober 2004 de PVK en DNB zijn gefuseerd¹⁰⁰ en de RFT door DNB en de AFM op 15 november 2004 is opgeheven, ziet het huidige toezichtmodel er als volgt uit.

⁹⁶ Zie bijvoorbeeld Boshuizen en Jager 2008, p. 21–22.

⁹⁷ Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2, p. 20.

⁹⁸ Oppelaar 2007, p. 51–53; Boshuizen en Jager 2008, p. 21–22.

⁹⁹ Kamerstukken II 2001/02, 28 122, nr. 2 p. 22.

¹⁰⁰ Wet van 13 oktober 2004, Stb. 2004, 556, houdende bepalingen in verband met de fusie van de Nederlandsche Bank N.V. en de Stichting Pensioen- & Verzekeringskamer.

Het nieuwe functionele toezichtmodel¹⁰¹

Nederland (nieuw)	Systeemtoezicht	Prudentieel toezicht		Gedragstoezicht	
		sectoraal	sector- overstijgend	niet-effectentypisch	
				sectoraal	sector- overstijgend
Banken/ Beleggingsinstellingen Effecteninstellingen Verzekeraars	DNB	DNB		A F M	

4.1.2 De publieke doelen van het financiële toezicht

Hierboven is reeds duidelijk geworden dat het huidige financiële toezichtmodel drie publieke doelen nastreeft, te weten het systeemtoezicht, het prudentieel toezicht en het gedragstoezicht. In deze paragraaf wordt in het kort beschreven wat deze doelen inhouden.

De eerste functie van het financiële toezicht richt zich primair op het waarborgen van de stabiliteit van het financiële systeem. In tegenstelling tot het prudentieel toezicht – dat hieronder behandeld zal worden – is het zogeheten systeemtoezicht niet gericht op individuele financiële instellingen maar op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel.¹⁰² Het systeemtoezicht wordt uitgevoerd door de Nederlandsche Bank en richt zich vooral op de betrouwbaarheid van het financiële stelsel. Het gaat hierbij in sterke mate om het voorkomen van een «domino-effect», dat wil zeggen het overwaaien van problemen bij één instelling naar andere financiële instellingen.¹⁰³ Hoewel het één van de hoofddoelen is van het financieel toezicht, komt het systeemtoezicht nauwelijks aan bod in de Wft. Ook in de toelichting op de Wft wordt slechts zeer summier ingegaan op het systeemtoezicht, en dan vooral op de samenhang met het prudentieel toezicht.¹⁰⁴ De reden hiervoor is dat het systeemtoezicht van DNB is neergelegd in artikel 3 lid 2 van de Bankwet 1998.

Een andere reden dat er in de Wft weinig aandacht besteed wordt aan het systeemtoezicht kan zijn dat het zodanig verweven is met het prudentieel toezicht dat het onderscheid soms lastig valt te maken. De tweede functie van het financiële toezicht is het prudentieel toezicht – in 1999 nog bedrijfseconomisch toezicht genoemd – dat zich primair richt op de interne bedrijfsvoering en de solvabiliteit van financiële instellingen.¹⁰⁵ Dat prudentieel toezicht in sterke mate samenhangt met en ook bijdraagt aan het systeemtoezicht ligt voor de hand; het beschermen van de financiële positie van individuele financiële instellingen zorgt er immers binnen deze optiek voor dat er geen «domino-effect» kan optreden. Ook relevante en juiste informatie over de soliditeit van individuele financiële ondernemingen is voor de uitoefening van systeemtoezicht van belang om adequaat te kunnen optreden bij een dreigende systeemcrisis.¹⁰⁶ Systeemtoezicht kan overigens ook een dienst bewijzen aan het prudentieel toezicht. Zo kan informatie over algemene financiële ontwikkelingen in de markt, verkregen in het kader van systeemtoezicht, ook nuttig zijn voor de uitvoering van het prudentieel toezicht.¹⁰⁷

Vermoedelijk om deze redenen heeft de Wft-wetgever ervoor gekozen om beide functies bij DNB onder te brengen.¹⁰⁸ In de Wft lijkt dan ook een bredere definitie van prudentieel toezicht gegeven te worden dan voorheen gebruikelijk was. Zo definieert artikel 1:24 lid 1 Wft prudentieel toezicht als toezicht dat is gericht op de soliditeit van financiële onderne-

¹⁰¹ Zie ook Lückerath-Rovers 2007, p. 91.

¹⁰² Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1, p. 11.

¹⁰³ Lückerath-Rovers 2007, p. 88.

¹⁰⁴ Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 29; Kamerstukken II 2004/05, 29 708, nr. 10, p. 115–116.

¹⁰⁵ Kamerstukken II 1998/99, 26 466, nr. 1, p. 11.

¹⁰⁶ Kamerstukken II 2004/05, 29 708, nr. 10, p. 116.

¹⁰⁷ Boots en Schoenmaker 2007, p. 18–19.

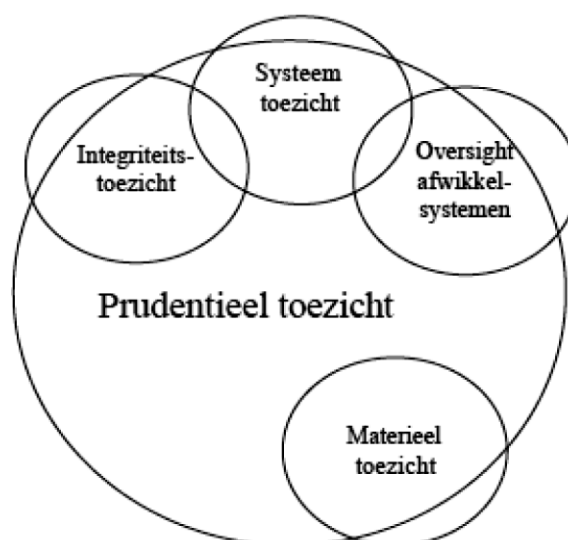
¹⁰⁸ Artikel 1:24 lid 2 Wft.

mingen én het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. Dat het waarborgen van de stabiliteit van het financiële systeem als geheel wordt gezien als sterk gerelateerd aan (of zelfs als onderdeel van) het prudentieel toezicht blijkt ook uit de Memorie van Toelichting. Hier wordt uitgelegd dat het prudentieel toezicht «specifiek [is] gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. De prudentiële toezichtregels bestaan vooral uit bedrijfseconomische normen. Hiertoe behoren onder andere de solvabiliteits- en liquiditeitsvereisten, die erop zijn gericht dat een financiële onderneming te allen tijde aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. [...] Het gaat dus zowel om het belang van de individuele bankcrediteur, belegger en polishouder als om het functioneren van de desbetreffende markten en de financiële sector in het algemeen. Ook bij het prudentieel toezicht geldt dat dit voortvloeit uit een informatie-asymmetrie tussen cliënt en aanbieder. Deze asymmetrie leidt ertoe dat een bankcrediteur, belegger of polishouder slechts beperkt in staat is zelf de soliditeit van de aanbieder te beoordelen. De prudentieel toezichthouder is hier beter voor geëquipeerd en draagt op die manier bij aan het vertrouwen van de cliënt in de financiële sector».¹⁰⁹

De overlap tussen prudentieel toezicht en systeemtoezicht blijkt ten slotte ook uit de door DNB gehanteerde termen.¹¹⁰ Ook DNB hanteert de ruime definitie van prudentieel toezicht, zodat zowel de situatie van individuele ondernemingen als de financiële stabiliteit in Nederland hieronder vallen. Daarnaast hanteert DNB het begrip integriteitstoezicht, dat is gericht op de bescherming en bevordering van de integriteit van het financiële stelsel in Nederland en op de integere bedrijfsvoering van de onder toezicht staande instellingen door toe te zien op de naleving van specifieke integriteitswet- en regelgeving. De overlap tussen de verschillende soorten toezicht is in onderstaande figuur in beeld gebracht. De prudentiële regels voor financiële ondernemingen zijn in de Wft ondergebracht in het «Deel Prudentieel Toezicht Financiële Ondernemingen».

De derde en laatste functie van het financieel toezicht betreft het gedragstoezicht, waarvoor de verantwoordelijkheid bij de AFM is neergelegd.¹¹¹ Volgens artikel 1:25 lid 1 Wft is het gedragstoezicht gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. Gedragstoezicht beoogt informatieasymmetrie tussen financiële ondernemingen en consumenten en tussen financiële ondernemingen onderling te doen afnemen.¹¹²

Vormen van toezicht door DNB¹¹³



¹⁰⁹ Kamerstukken II 2004/05, 29 708, nr. 3, p. 29.

¹¹⁰ Visie DNB 2006–2010.

¹¹¹ Artikel 1:25 lid 2 Wft.

¹¹² Boots en Schoenmaker 2007, p. 16.

¹¹³ Visie DNB 2006–2010, p. 6.

«Dit betekent ten eerste dat de voorwaarden gecreëerd moeten worden voor marktplaatsen waar vraag en aanbod bijeen kunnen komen (ordelijkheid). Voor een efficiënte financiële markt is het vervolgens van belang dat iedere deelnemer toegang heeft tot de relevante informatie om beslissingen te nemen (transparantie) en dat er regels zijn op basis waarvan deelnemers transacties met elkaar kunnen aangaan en die bijdragen aan het bereiken van markt-evenwicht (zuivere verhoudingen).»¹¹⁴ Een belangrijke positie bij het gedragstoezicht wordt ingenomen door het beschermen van de consument, en dan met name op terreinen met substantiële informatieasymmetrie tussen aanbieders en cliënten waar voor de individuele cliënt aanzienlijke financiële belangen spelen. Dit laat overigens onverlet dat alle partijen op de financiële markten, waaronder cliënten, ook een eigen verantwoordelijkheid hebben.¹¹⁵ Het gedragstoezicht is opgenomen in het «Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen» en het «Deel Gedragstoezicht financiële markten».

4.2 De financiële toezichthouders

In de vorige paragraaf is het Nederlandse functionele toezichtmodel kort uiteengezet. Hierbij is duidelijk geworden dat het Nederlandse model het uitgangspunt hanteert dat iedere functie van financieel toezicht door een andere toezichthouder moet worden uitgevoerd, maar dat een inhoudelijke overlap tussen systeem- en prudentieel toezicht vermoedelijk een reden is geweest om deze beide laatste taken aan DNB toe te kennen. Deze paragraaf gaat nader in op de taakverdeling en samenwerking tussen de verschillende toezichthouders.

4.2.1 De Nederlandsche Bank N.V.

Hoewel DNB aanzienlijke bevoegdheden heeft in het kader van financieel toezicht, is DNB in de eerste plaats toch de centrale bank van Nederland. DNB is in 1814 opgericht door koning Willem I en heeft tot 1952 niet over toezichthoudende bevoegdheden beschikt.¹¹⁶ De Nederlandsche Bank is een naamloze vennootschap, waarbij de Nederlandse Staat enig aandeelhouder is. Teneinde zijn taak autonoom en onafhankelijk van de Minister van Financiën uit te kunnen voeren, is aan DNB de status van zelfstandig bestuursorgaan (zbo) toegekend. Een zelfstandig bestuursorgaan onderscheidt zich met name van een «gewoon» bestuursorgaan doordat aan een zbo níet, maar aan een gewoon bestuursorgaan wél, voor individuele gevallen bijzondere aanwijzingen kunnen worden gegeven. De verantwoordelijke minister kan over het algemeen aan een zbo wel algemene aanwijzingen geven over het te voeren beleid.¹¹⁷ Zoals later zal worden uitgelegd, resteren bij de Minister van Financiën nog wel enkele belangrijke bevoegdheden ten aanzien van het door DNB te voeren beleid.

De taak van DNB inzake het financieel toezicht is neergelegd in artikel 1:24 Wft.

Artikel 1:24 Wft

1. Prudentieel toezicht is gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector.
2. De Nederlandsche Bank heeft, op de grondslag van deze wet, tot taak het prudentieel toezicht op financiële ondernemingen uit te oefenen en te beslissen omtrent de toelating van financiële ondernemingen tot de financiële markten.

¹¹⁴ Kamerstukken II 2004/05, 29 708, nr. 3, p. 28.

¹¹⁵ Kamerstukken II 2004/05, 29 708, nr. 3, p. 29.

¹¹⁶ Zie Boshuizen en Jager 2008, p. 24.

¹¹⁷ Zie bijvoorbeeld Damen e.a. 2005, p. 120–121.

¹¹⁸ Zie bijvoorbeeld de artikelen 2:4, 2:5, 2:6, 2:7, 2:8, 2:11, 2:12, 2:16, 2:17, 2:20, 2:21, 2:26a, 2:26b, 2:26d, 2:26e en 2:27 Wft en de artikelen 3:5, 3:6, 3:10 lid 4, 3:15 lid 3, 3:17 lid 4, 3:19 lid 3, 3:29 lid 1 Wft op basis waarvan DNB als toezichthouder optreedt.

¹¹⁹ *Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 31; Grundmann-van de Krol 2008, p. 633–634.*

¹²⁰ In dit geval is het niet vereist dat DNB de betrokken ondernemingen raadpleegt alvorens van haar regelgevende bevoegdheden gebruik te maken.

¹²¹ Zie bijvoorbeeld:

Regeling van de Nederlandsche Bank N.V. van 11 december 2006, nr. Juza/2006/02412/IH, houdende regels met betrekking tot aanvullend prudentieel toezicht op kredietinstellingen, levensverzekeraars, schadeverzekeraars en beleggingsondernemingen die tot een financiële groep behoren (Regeling prudentieel toezicht financiële groepen Wft), *Stcrt.* 2006, 246.

Regeling van de Nederlandsche Bank N.V. van 12 december 2006, nr. Juza/2006/02470/IH, houdende uitvoering van de artikelen 131, eerste lid, 133, eerste lid, en 135, tweede en vijfde lid, van het Besluit prudentiële regels Wft (Regeling staten financiële ondernemingen Wft), *Stcrt.* 2006, 249, *Stcrt.* 2008, 47.

Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 6 december 2006, nr. Juza/2006/02364/IH, houdende regels met betrekking tot afgeschermd rekeningen onder de Wet op het financieel toezicht (Regeling afgeschermd rekeningen Wft), *Stcrt.* 2006, 244.

Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 11 december 2006, houdende regels inzake de vereiste solvabiliteit ter dekking van het kredietrisico voor banken, beleggingsondernemingen en clearinginstellingen (Regeling solvabiliteitseisen voor het kredietrisico), *Stcrt.* 2006, 248.

Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 11 december 2006, nr. Juza/2006/02446/CLR, houdende regels inzake de vereiste solvabiliteit ter dekking van het marktrisico voor banken, beleggingsondernemingen en clearinginstellingen (Regeling solvabiliteitseisen voor het marktrisico), *Stcrt.* 2006, 248.

Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 11 december 2006, nr. Juza/2006/02444/CLR, houdende regels inzake de vereiste solvabiliteit ter dekking van het operationeel risico voor banken en beleggingsondernemingen (Regeling solvabiliteitseisen voor het operationeel risico), *Stcrt.* 2006, 248.

Regeling van de Nederlandsche Bank N.V. van 11 december 2006, nr. Juza/2006/02455/IH, houdende uitvoering van de artikelen 97, tweede lid, 98, derde lid, 121, tweede lid, en 124 van het Besluit prudentiële regels Wft (Regeling solvabiliteitsmarge en technische voorzieningen verzekeraars), *Stcrt.* 2006, 247.

Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 6 december 2006, nr. Juza/2006/02365/IH, houdende regels ingevolge de artikelen 108, tweede lid, en 111, zesde lid, van het Besluit prudentiële regels Wft met betrekking tot de liquiditeitsposten en de weging daarvan (Regeling liquiditeit Wft), *Stcrt.* 2006, 244.

Zoals hierboven reeds beschreven in het kader van het functionele toezichtmodel, is DNB verantwoordelijk voor het prudentieel toezicht en – op basis van artikel 3 van de Bankwet 1998 – systeemtoezicht. Daarnaast dient DNB krachtens artikel 1:24, tweede lid, Wft te beslissen omtrent de toelating van financiële ondernemingen tot de financiële markten. De taakstelling van DNB is verder uitgewerkt in «Deel markttoegang financiële ondernemingen» en «Deel prudentieel toezicht financiële ondernemingen» van de Wft.¹¹⁸

Een interessant gegeven is dat DNB op basis van de Wft niet alleen toezichthouder is. De Wft bevat namelijk ook verschillende bepalingen op basis waarvan DNB bevoegd is om algemeen verbindende voorschriften vast te stellen. Op grond van artikel 1:28 lid 1 Wft mag DNB echter, ongeacht het onderwerp waarvoor deze regelgevende bevoegdheid is gegeven, pas overgaan tot het vaststellen van algemeen verbindende voorschriften nadat hij een «daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder zijn toezicht staande ondernemingen heeft geraadpleegd». Het is overigens wel aan de toezichthouder om te bepalen welke ondernemingen en vertegenwoordigers daarvan betrokken zijn en hoe deze dienen te worden geraadpleegd.¹¹⁹ Daarnaast geeft artikel 1:28 lid 2 Wft in geval van bijzondere omstandigheden de bevoegdheid tijdelijke algemeen verbindende voorschriften vast te stellen teneinde bij te dragen aan de stabiliteit van de financiële sector.¹²⁰ DNB heeft verschillende regelingen en beleidsregels vastgesteld.¹²¹

Ten aanzien van de taakopvatting- en uitvoering door DNB is het in 2006 gepubliceerde document «Visie DNB toezicht 2006–2010»¹²² («Visie DNB 2006–2010») van belang, waarin DNB de uitgangspunten voor het toezichtbeleid voor deze periode uiteenzet. Uit dit visiedocument zijn de volgende uitgangspunten van het beleid te destilleren. Als uitgangspunt voor het toezicht hanteert DNB de volgende elementen:

Regeling van De Nederlandsche Bank NV van 11 december 2007, nr. Juza/2007/00450/CLR, tot vaststelling van de voorwaarden waaronder hybride instrumenten gelijk kunnen worden gesteld met vermogensbestanddelen als bedoeld in de artikelen 90 tot en met 98 van het Besluit prudentiële regels Wft, en tot intrekking van de Regeling innovatieve financiële instrumenten en immateriële activa (Regeling gelijkstelling hybride instrumenten met eigenvermogensbestanddelen), *Stcrt.* 2007, 247.

Beleidsregel van De Nederlandsche Bank N.V. van 11 december 2006, nr. Juza/2006/02369/IH, houdende regels ingevolge artikel 76, eerste lid, van het Besluit prudentiële regels Wft met betrekking tot de wijze van uitoefening van de daarin aan haar gedelegeerde bevoegdheden (Beleidsregel partieel gebruik van de standaardbenadering onder de IRB), *Stcrt.* 2006, 248.

Beleidsregel van De Nederlandsche Bank N.V. van 12 december 2006, nr. Juza/2006/02475/CLR, houdende regels ingevolge artikel VI, eerste en tweede lid, van het Besluit implementatie kapitaalakkoord Bazel 2 met betrekking tot de wijze van uitoefening van de daarin aan haar gedelegeerde bevoegdheden (Beleidsregel versoepeling ervaringsvereiste

voor de toepassing van de IRB), *Stcrt.* 2006, 249.

¹²² Gepubliceerd op de website van DNB.

Uitgangspunt voor het toezicht van DNB

«DNB ziet toe op de stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel en in haar gecombineerde rol van centrale bank en prudentieel toezichthouder benut zij hiertoe de synergie tussen het prudentiële toezicht, het systeemtoezicht, het monetaire beleid en het *oversight* op het betalingsverkeer. (...)

Anders gezegd, van DNB wordt «goed toezicht» verwacht. Preventie – het verminderen van de kans op ongelukken in de financiële sector – staat daarbij voorop, al zal het toezicht in een omgeving met vrije marktwerking faillissementen en andere incidenten nooit kunnen uitsluiten.»¹²³

Vanuit de gecombineerde functie van prudentieel toezichthouder en centrale bank heeft DNB de volgende vier strategische doelen voor het toezicht geformuleerd.¹²⁴

Strategische doelen voor het toezicht van DNB

- (i) bevordering van de stabiliteit van het financiële stelsel;
- (ii) bescherming van de financiële aanspraken van consumenten door erop toe te zien dat financiële instellingen solide zijn en voldoende vermogen hebben om aan hun verplichtingen tegenover consumenten te voldoen;
- (iii) bewaking van de integriteit van het financiële stelsel; en
- (iv) bevordering van een soepele, betrouwbare en efficiënte afwikkeling van het betalingsverkeer.

In het kader van het prudentiële toezicht heeft DNB zes typen van activiteiten uitgezet:

Typen van prudentiële toezichtactiviteiten

- (i) verzamelen van informatie en beoordeling daarvan aan de hand van het normenstelsel;
- (ii) bijsturing en interventie bij onder toezicht staande instellingen bij normoverschrijding;
- (iii) markttoelating;
- (iv) handhaving van het normenstelsel door het tegengaan van activiteiten door illegale instellingen;
- (v) mede invulling geven aan normbepaling en regelgeving binnen de wettelijke kaders; en
- (vi) normoverdracht en communicatie aan instellingen en publiek: het informeren over de toezichtkaders, -aanpak en -bevindingen.

Bij dit prudentiële toezicht hanteert DNB de volgende uitgangspunten:

Uitgangspunten DNB bij het prudentiële toezicht

Risico-oriëntatie. Een grotere risico-oriëntatie draagt bij aan effectiever en efficiënter toezicht. Dit gebeurt door bij de normstelling zo goed mogelijk aan te sluiten op de risico's die zich in het toezicht staande veld voordoen (met het oogmerk zo min mogelijk bedrijfsprocessen onnodig te verstoren) en door in het dagelijkse operationele toezicht een risicogeorienteerde aanpak te hanteren waarbij de beperkte middelen zo gericht mogelijk op het toezichtdoel worden ingezet.

Transparantie. Van transparantie over de toezichtnormen, -activiteiten en bevindingen wordt veel verwacht. Naast externe verantwoording gaat het daarbij vooral om de bijdrage aan het primaire toezichtproces. Als een financiële instelling weet en begrijpt wat vanuit het toezicht van hem wordt verwacht, is aan een noodzakelijke voorwaarde voor spontane normnaleving voldaan.

Horizontalisering van het toezicht. Transparantie over de toezichtnormen en bevindingen geeft belanghebbenden (zoals Raad van Commissarissen, aandeelhouders, deelnemers,

¹²³ Visie DNB 2006–2010, p. 1.

¹²⁴ Visie DNB 2006–2010, p. 7.

leden, et cetera) een impuls om zelf als «medetoezichthouder» op te treden. Dit «vreemde ogen dwingen»-principe wordt versterkt door de werking van de media.

Zelftoezicht. In lijn met het meer aanspreken van de eigen verantwoordelijkheid kunnen vormen van zelfregulering en zelftoezicht het verticale toezicht aanvullen.¹²⁵

Kern van het toezicht van DNB vormt de zogenaamde *risico-oriëntatie*:

Risico-oriëntatie

«Dit toezichtmaatwerk heeft een risicogeoriënteerde inslag. De fusie tussen DNB en PVK heeft het daarbij mogelijk gemaakt om in de gecombineerde rol van geïntegreerde prudentiële toezichthouder en centrale bank een brede inschatting van relevante risico's in het financiële stelsel te maken. Hierbij treedt een gunstige wisselwerking op tussen toezicht op het financiële stelsel als geheel (systeemtoezicht) en prudentieel toezicht. Door inzicht in de financiële gezondheid van individuele instellingen, kan de centrale bank beter inschatten in hoeverre problemen bij één instelling kunnen overslaan naar andere instellingen of markten. Omgekeerd resulteert de rol van de centrale bank als systeemtoezichthouder in beter prudentieel toezicht. Macro-economische kennis draagt immers bij aan een betere inschatting van de risico's en maakt een pro-actiever toezicht mogelijk.»¹²⁶

Voor deze risico-oriëntatie heeft DNB een model ontwikkeld om de risico's per instelling te schatten, de zogenaamde Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode (FIRM). De FIRM-score bepaalt of een instelling in een licht of zwaar toezichtprofiel wordt geplaatst. Het risico-profiel wordt bepaald aan de hand van een taxatie van de combinatie van de factoren «kans» en «impact».¹²⁷ Naarmate een instelling een hoger risicoprofiel heeft, zal de aard en diepgang van de toezichtactiviteiten toenemen. Daarbij wordt bijvoorbeeld gelet op de traditionele financiële risico's, operationele risico's, governance, integriteit en liquiditeit.

Daarbij gaat DNB uit van het verlenen van meer vrijheid voor de betrokken instellingen om de naleving van de toezichteisen naar eigen inzicht in te vullen:

«Het toezichtkader wordt steeds meer principe- in plaats van regelgebaseerd. In lijn met deze ontwikkeling wil DNB meer met de instellingen en sectoren praten over hoe zij de toezichtprincipes willen naleven (*compliance*) en wat in dit verband de *best practices* in de sector zijn. Dit geeft de instellingen in beginsel meer vrijheid de naleving van de toezichteisen naar eigen inzicht in te vullen. DNB zal de instellingen echter wel aanspreken op het zelfgekozen ambitieniveau. Aan de ene kant bevinden zich dan de instellingen die ervoor kiezen om een veilige marge aan te houden. Aan de andere kant staan de instellingen die wat meer de rand van het toelaatbare opzoeken en de instellingen die weliswaar aangeven een veilige marge aan te willen houden maar dit in de praktijk niet staven. Het mag duidelijk zijn dat DNB het toezicht voor deze tweede en derde categorie instellingen duidelijk scherper insteekt dan voor de eerste. Kortom, in dit risicogeoriënteerde en principegebaseerde toezichtkader schaalde de bemoeienis van de toezichthouder nog meer dan voorheen mee met de mate waarin de instellingen financieel en organisatorisch de zaken op orde hebben.»¹²⁸

¹²⁵ Visie DNB 2006–2010, p. 12.

¹²⁶ Visie DNB 2006–2010, p. 13.

¹²⁷ De systematiek van de inschatting van deze factoren wordt uitgelegd in Visie DNB 2006–2010, p. 16–22.

¹²⁸ Visie DNB 2006–2010, p. 14–15.

4.2.2 De stichting Autoriteit Financiële Markten

Zoals hierboven reeds opgemerkt, is de stichting Autoriteit Financiële Markten de rechtsopvolger van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). De STE is opgericht in 1989 en was aanvankelijk alleen belast met het toezicht op effectenbeurzen.¹²⁹ Op 1 maart 2002 werd de naam van deze autoriteit echter veranderd in stichting Autoriteit Financiële Markten.¹³⁰ Een belangrijke reden hiervoor was dat de functie van deze toezichthouder voortaan meer zou omvatten dan het effectenverkeer. Net als DNB beschikt ook de AFM over de zbo-status. Ook hier moet als kanttekening geplaatst worden dat de Minister van Financiën enkele bevoegdheden heeft om het beleid van de AFM te beïnvloeden. Hierop zal later worden ingegaan.

Krachtens artikel 1:25 Wft is de stichting Autoriteit Financiële Markten verantwoordelijk voor het gedragstoezicht.

Artikel 1:25 Wft

1. Gedragstoezicht is gericht op ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten.
2. De Autoriteit Financiële Markten heeft, op de grondslag van deze wet, tot taak het gedragstoezicht op financiële markten uit te oefenen en te beslissen omtrent de toelating van financiële ondernemingen tot die markten.

Daarnaast dient de AFM – net als DNB – krachtens artikel 1:25, tweede lid, Wft te beslissen omtrent de toelating van financiële ondernemingen tot de financiële markten. De relevante wettelijke bepalingen die betrekking hebben op deze vergunningverlening en het gedragstoezicht zijn te vinden in «Deel markttoegang financiële ondernemingen», «Deel gedragstoezicht financiële ondernemingen» en «Deel gedragstoezicht financiële markten» van de Wft.¹³¹

Naast deze grondslagen, op basis waarvan de AFM als toezichthouder optreedt, heeft zij ook regelgevende bevoegdheden. Verschillende bepalingen in de Wft voorzien immers in de bevoegdheid voor de AFM om algemene verbindende voorschriften vast te stellen. Net als bij DNB geldt voor de AFM echter dat, ongeacht het onderwerp waarvoor de regelgevende bevoegdheid is gegeven, pas overgegaan mag worden tot het vaststellen van algemeen verbindende voorschriften nadat een «daarvoor in aanmerking komende representatieve vertegenwoordiging van onder zijn toezicht staande ondernemingen» is geraadpleegd.¹³² Het is wel aan de AFM om te bepalen welke ondernemingen en vertegenwoordigers daarvan betrokken zijn en hoe deze dienen te worden geraadpleegd.¹³³ Ook kan de AFM op grond van artikel 1:28 lid 2 Wft in geval van bijzondere omstandigheden tijdelijke algemeen verbindende voorschriften vaststellen ter bevordering van de ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zoals bedoeld in artikel 1:25 Wft. De AFM heeft naast de op de Besluit Gedragsregels financiële ondernemingen (BGfo)¹³⁴

¹²⁹ Zie ook Boshuizen en Jager 2008, p. 25–26.

¹³⁰ Zie ook Oppelaar 2007.

¹³¹ Zie bijvoorbeeld de artikelen 2:55, 2:60, 2:65, 2:75, 2:80, 2:86, 2:92 en 2:96 Wft, de artikelen 4:4 lid 1, 4:11 lid 5, 4:14 lid 4, 4:15 lid 4, 4:20 lid 7, 4:22 lid 2, 4:23 lid 4, 4:25 lid 2, 4:44 lid 3 en 4:46a lid 2 Wft en de artikelen 5:2, 5:6 lid 1 en 2, 5:7, 5:9 lid 1, 5:18 lid 3 en 5:23 lid 2 Wft op basis waarvan de AFM als toezichthouder optreedt.

¹³² Artikel 1:28, eerste lid, Wft.

¹³³ *Kamerstukken II 2003/04*, 29 708, nr. 3, p. 31; Grundmann-van de Krol 2008, p. 633–634.

¹³⁴ *Stb.* 2006, 520.

¹³⁵ Zie bijvoorbeeld Nadere regeling van de Autoriteit Financiële Markten van 15 november 2006, houdende regels voor het gedrags-toezicht op financiële ondernemingen op grond van de Wet op het financieel toezicht (Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft), *Stcrt.* 2007, 211. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-02 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het meldingsformulier transacties in financiële instrumenten in de eigen uitgevende instelling als bedoeld in artikel 5:60, *Stcrt.* 2007, 66. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-03 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen, *Stcrt.* 2006, 248. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-04 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake een model voor het verplichte reglement als bedoeld in artikel 5:65 (Beleidsregel Model verplichte reglement), *Stcrt.* 2006, 248. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-08 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het internet in relatie tot het toezicht op het verkeer in financiële instrumenten in Nederland (Beleidsregel Internet), *Stcrt.* 2006, 251. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-09 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake onevenredig hoge transactiefrequenties, commissies of andere vergoedingen (Beleidsregel churning), *Stcrt.* 2006, 251. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake de in de wet neergelegde eis van een (minimaal) tweehoofdige dagelijkse leiding van beleggingsondernemingen (Beleidsregel Tweehoofdige Leiding), *Stcrt.* 2006, 251. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-12 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake beleggingsinstellingen met zetel in een niet-aangewezen staat (Beleidsregel Beleggingsinstellingen in een niet-aangewezen staat), *Stcrt.* 2006, 251. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-13 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het aanbieden van beleggingsinstellingen onder verschillende namen (Beleidsregel Aanbieden beleggingsinstellingen onder verschillende namen), *Stcrt.* 2006, 251. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-14 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het actief zijn door beleggingsinstellingen in Nederland (Beleidsregel Actief zijn in Nederland), *Stcrt.* 2006, 251. Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-15 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het onderscheid tussen ondernemen en beleggen bij investeringen in vastgoed en schepen

gebaseerde algemene regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen verschillende specifieke beleidsregels opgesteld.¹³⁵

Net als DNB richt ook de AFM zich bij het gedragstoezicht op het identificeren van risico's. De benadering van de AFM is eveneens risicogestuurd.¹³⁶ Bij het oplossen van problemen maakt de AFM gebruik van een mix van middelen, zoals het informeel stimuleren van bepaalde marktinitiatieven (preventief toezicht) en het inzetten van formele instrumenten, zoals boetes (repressief toezicht).

In de beginjaren na de invoering van de Wft is veel tijd gaan zitten in het afhandelen van vergunningaanvragen. Daarnaast heeft de AFM de nadruk gelegd op het inzetten van instrumenten, waarbij meer helderheid werd gegeven over belangrijke open normen, waaruit in een latere fase concrete handhavinginstrumenten kunnen voortvloeien. De AFM heeft eerst kenbaarheid en invulling aan de open normen willen geven alvorens over te gaan tot formele maatregelen. Verder blijkt uit de jaarverslagen dat de AFM informele toezichtinstrumenten hanteert, waarbij door overleg met de betrokken organisaties normovertredingen werden gestaakt.

Bij het toezicht hanteert de AFM de volgende doelstellingen, uitgangspunten en taakgebieden:

- (i) Het bevorderen van de toegang tot de markt
- (ii) Het bevorderen van de goede werking van de markt
- (iii) Het bevorderen van het vertrouwen in de markt.

(Beleidsregel Ondernemen of beleggen), *Stcrt.* 2006, 251.

Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-16 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake de vraag of bij teakhoutprojecten sprake is van een collectieve dan wel individuele belegging (Beleidsregel Teakhoutprojecten), *Stcrt.* 2006, 251.

Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-17 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten inzake vergunningvereisten voor het aanbieden of verrichten van beleggingsdiensten in Nederland vanuit landen die geen lidstaat zijn van de Europese Economische Ruimte met uitzondering van Australië, de Verenigde Staten van Amerika en Zwitserland (Beleidsregel derde landen beleid), *Stcrt.* 2006, 251.

Beleidsregel van De Nederlandsche Bank N.V., de Stichting Autoriteit Financiële Markten en de Minister van Financiën (hieronder gezamenlijk dan wel ieder afzonderlijk te noemen: «de toezichthouder») voor het beoordelen van de betrouwbaarheid van personen ingevolge de Wet financiële dienstverlening (Wfd) en het Besluit financiële dienstverlening (Bfd), de Wet toezicht kredietwezen 1992 (Wtk 1992), Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), Besluit toezicht beleggingsinstellingen (Btb), Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995), Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995, Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 (Wtv 1993), Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf (Wtn), Wet inzake de geldtransactiekantoren (Wgt), Wet toezicht trustkantoren (Wtt), Pensioenwet

spaarfondsenwet (Psw) en het Besluit vrijgestelde onderlinge waarborgmaatschappijen 1994, hieronder gezamenlijk dan wel ieder afzonderlijk te noemen: «de toezichtswet», *Stcrt.* 2006, 20.

Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 08-01 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 24 maart 2008 inzake de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers van een beheerder van beleggingsinstellingen, beleggingsmaatschappij zonder een aparte beheerder, beleggingsonderneming (waarvoor een verbonden agent), bewaarder van beleggingsinstellingen, Financiële dienstverlener en marktexploitant (Beleidsregel Deskundigheid dagelijks beleidsbepalers artikel 4:9 en 5:29 Wft), *Stcrt.* 2008, 69.

¹³⁶ Zie Jaarverslag AFM 2007, p. 37 en Jaarverslag 2008, p. 18.

Daarbij hanteert de AFM de volgende zes uitgangspunten voor toezichtuitvoering:

Uitgangspunten toezicht AFM

«De wijze waarop het toezicht wordt ingevuld varieert per toezichtgebied. Wel is er een zestal uitgangspunten, die voor vrijwel alle toezichttaken opgaan.

1. De AFM beperkt zich tot het onmisbare en legt de nadruk op de eigen verantwoordelijkheid van vragers en aanbieders. Dit betekent dat waar marktpartijen kunnen en willen bijdragen aan het toezicht, zowel individueel als collectief, dit de voorkeur heeft boven toezicht door de AFM.
2. De AFM is zoveel mogelijk een oriëntatiepunt, omdat het in de financiële wereld niet altijd evident is wat «goed» en wat «fout» is. De financiële wereld is complex, voor het grote publiek, de consument, maar ook voor professionele marktpartijen. Aan de vraag of iets mag of niet, zijn veelal grote financiële belangen verbonden.
3. De AFM is zoveel mogelijk in gesprek met representatieve organisaties van marktdeelnemers, met bestuur van marktpartijen en dagelijks op alle niveaus in de organisatie van marktpartijen. De AFM voert een dialoog met haar opdrachtgevers, de overheid.
4. Bij alle normoverdracht is voor de AFM steeds het uitgangspunt dat er slechts voor een beperkte en bepaalde duur strijdigheid kan zijn tussen werkelijkheid en wet. Het is de kunst te zoeken naar de juiste balans tussen zachte en harde normoverdracht. De AFM beïnvloedt marktdeelnemers door het stimuleren van de wil zich te houden aan de regels en de geest ervan. Dit is zachte normoverdracht. Als zachte normoverdracht niet werkt of de misstand hier direct om vraagt, beïnvloedt de AFM marktdeelnemers door met formele middelen en onverschrokken de wet te handhaven. Dit is harde normoverdracht.
5. De AFM geeft bij de afweging van verschillende belangen waar nodig extra gewicht aan de belangen van deelnemers met zwakkere posities. Daarbij is de AFM er zich van bewust dat teveel bescherming op langere termijn afbreuk doet aan de goede werking van de markt.
6. De AFM houdt expliciet rekening met de kosten en baten van het toezicht, bijvoorbeeld bij de relatie tussen zelftoezicht en bestuursrechtelijk toezicht, preventief en repressief toezicht, transparantie- en zorgplichttoezicht en tussen toezicht aan de poort en doorlopend toezicht.»¹³⁷

Uit de diverse jaarverslagen blijkt dat de AFM bij haar toezicht in beginsel het zogenaamde vertrouwensmodel toepast, waarbij er van uit wordt gegaan dat «instellingen de wens hebben om integer te handelen. Hoe meer het bestuur van een instelling «in control» is, hoe meer de AFM in haar toezicht op de eigen beheersingsmaatregelen van de instelling kan vertrouwen».¹³⁸ De AFM hanteert als uitgangspunt dat instellingen waar mogelijk bijdragen aan het toezicht. Dit betekent onder meer dat de onder toezicht gestelden de gelegenheid wordt gegeven zelf tekortkomingen aan te pakken.¹³⁹ In hoeverre dit vertrouwensmodel nog steeds in alle opzichten wordt toegepast, kan niet worden opgemaakt uit publieke bronnen.

In 2008 heeft de AFM een «pilot project» uitgevoerd met negen grote financiële ondernemingen op de gebieden beheersing en openheid. Na de analyse van de betrokken bedrijven is met de ondernemingen besproken welke gevolgen de uitkomsten hebben voor de focus en intensiteit van het toezicht door de AFM: meer of minder afstand, meer of minder vertrouwen in de interne beheersingsorganen van de ondernemingen etc..

¹³⁷ Jaarverslag AFM 2006, p. 36.

¹³⁸ Jaarverslag AFM 2006, p. 63.

¹³⁹ Zie Van Driel 2007.

Vervolgens zijn met de ondernemingen hierover werkafspraken gemaakt, door de AFM aangeduid met «Toezicht op Maat».¹⁴⁰ De AFM heeft besloten dit toezichtconcept verder uit te rollen. Uit de publieke bronnen kan niet worden opgemaakt wat ten tijde van het afronden van dit rapport de status is van dit nieuwe toezichtconcept.

Het toezicht van de AFM kenmerkt zich derhalve door het hanteren van horizontaal/informeel toezicht, waarbij wordt uitgegaan van vertrouwen. Informeel toezicht bergt het risico van intransparantie en rechtsongelijkheid in zich. De toezichthouder dient er voldoende op alert te zijn dat de zichtbaarheid van het toezicht aanwezig is en er geen sprake kan zijn van zogenaamde «capture» (zie Deel I en hoofdstuk 11). Ligt het accent daarbij op het vertrouwen dat de toezichthouder stelt op de onder toezicht gestelde onderneming, dan dient de toezichthouder de uitvoering van de normen en de verslaglegging daarover door de betrokken onderneming kritisch te volgen. De AFM geeft aan zelf te zoeken naar de juiste balans tussen harde en zachte normoverdracht.

Daarnaast werkt de AFM met open normen. Over open normen vermeldt de AFM in het Jaarverslag AFM 2008:

AFM over open normen

«De afgelopen twee jaar is veel ervaring opgedaan met de toepassing van open normen. Open normen zijn verduidelijkt in onder andere onderzoeksrapporten en in een leidraad. Door de dialoog te zoeken met de markt geeft de AFM invulling aan haar rol als oriëntatiepunt. De AFM heeft hierop positieve reacties ontvangen. Toch wordt de toepassing en handhaving van open normen soms als moeilijk ervaren, zowel door toezichthouders als door marktpartijen.»¹⁴¹

Nadeel van het hanteren van open normen, is dat van rechtsonzekerheid.¹⁴² Over de invulling van begrippen en verplichtingen kan onduidelijkheid bestaan. Tegelijkertijd kan het juist weer leiden tot een grotere mate van flexibiliteit. Voor de handhaving van open normen geldt dat deze voldoende kenbaar moet zijn voor de betrokken ondernemingen, bijvoorbeeld via de invulling van beleidsregels. Is dit niet het geval dan zal eerder via informeel toezicht tot verdere normnaleving worden overgegaan. De oplegging van repressieve sancties is onder die omstandigheden lastiger, aangezien op de toezichthouder een zwaardere motiveringsplicht zal rusten.¹⁴³ De AFM onderscheidt vier taakgebieden.

«Taakgebied 1: financiële diensten en producten

Financiële diensten en producten komen uit de bankwereld (betaling, deposito of krediet), de verzekeringswereld (schade-, levens- en naturaverzekeringen) en de effectenwereld (bemiddeling, vermogensbeheer en advisering). De AFM zorgt en ziet toe op voldoende product- en aanbiedertransparantie. Aan aanbieders, bemiddelaars en adviseurs van producten stelt de AFM toetredingseisen (bijvoorbeeld deskundigheid en betrouwbaarheid). Ook stelt de AFM bij deze partijen eisen omtrent de zorgplicht en de klachtenbehandeling voor niet-professionele klanten. Het voorlichten van het publiek over de financiële markten en het toezicht daarop maakt eveneens onderdeel uit van dit taakgebied.

Taakgebied 2: kapitaalmarkt

Het taakgebied kapitaalmarkt omvat de primaire en secundaire markt. Het betreft met name het toezicht op de informatieverstrekking van effectenuitgevende instellingen alsmede toezicht op handel met voorkennis en marktmanipulatie. Belangrijke taken zijn het zorgen voor en het toezien op eisen omtrent de transparantie van ondernemingen bij het aanbieden en toelaten van effecten tot een gereguleerde effectenmarkt, de doorlopende verplichtingen daarna (rapportages over de financiële situatie van ondernemingen

¹⁴⁰ Jaarverslag AFM 2008, p. 30–31.

¹⁴¹ Jaarverslag AFM 2008, p. 30.

¹⁴² Vgl. Roth 2008b, p. 93.

¹⁴³ Vgl. AB 2007, 321.

en het openbaar maken van voor beleggers relevante informatie) en eisen die marktmanipulatie verbieden. Een apart onderdeel binnen dit taakgebied vormt het toezicht op de accountants. De accountants zijn niet direct onderdeel van de kapitaalmarkt maar verlenen door de externe certificering een dienst aan verschillende partijen op de kapitaalmarkt.

Taakgebied 3: financiële infrastructuur

Financiële infrastructuur wil zeggen het geheel van de handels-, clearing-, en afwikkelingsmechanismen en het systeem voor het betalingsverkeer. Dit gebied richt zich op het effecten- en betalingsverkeer. Belangrijke taken in dit gebied zijn het zorgen voor een adequate toegang tot de verschillende mechanismen, het zorgen voor adequate transparantie op de infrastructuur (zoals pre- en posttrade transparantie op de handelsmechanismen en de transparantie van het service-niveau en de kosten voor alle mechanismen) en het toezicht op monopolies zoals momenteel het handelsplatform voor retailsfeerhandel.

Taakgebied 4: integriteit

Het taakgebied integriteit is gericht op het bestrijden van niet-integer gedrag op financiële markten. Dit gebied richt zich op de bestrijding van illegale financiële activiteiten en het voorkomen dat financiële instellingen kwetsbaar worden voor integriteitsinbreuken door het stellen van eisen aan de bedrijfsvoering van instellingen en de betrouwbaarheid van hun bestuurders. Een belangrijke taak van het integriteittoezicht is de bestrijding van misbruik van de financiële sector door de georganiseerde criminaliteit, onder andere door de samenwerking in het Financieel Expertise Centrum (FEC).»¹⁴⁴

4.2.3 De Minister van Financiën

Naast de toezichthouders Autoriteit Financiële Markten en de Nederlandse Bank is een belangrijke rol in het financiële toezicht weggelegd voor de Minister van Financiën. Hierboven is reeds uitgelegd dat zowel DNB als AFM zelfstandige bestuursorganen zijn. Dit heeft als belangrijk gevolg dat door de verantwoordelijke minister in individuele gevallen geen bijzondere aanwijzingen kunnen worden gegeven. Hieronder wordt echter uitgelegd dat de Minister van Financiën niettemin over aanzienlijke bevoegdheden beschikt ten aanzien van DNB en AFM. Om deze reden wordt over het algemeen ook wel aangenomen dat onafhankelijkheid een relatief begrip is.¹⁴⁵ Daarnaast beschikt de Minister over enkele zelfstandige taken die van belang zijn voor het toezicht op de financiële markten.

Ten aanzien van de bevoegdheden ten aanzien van de toezichthouders is het ten eerste van belang dat de Minister van Financiën een stevige institutionele invloed heeft. Dit betekent dat de Minister bevoegdheden heeft omtrent de benoeming, de schorsing en het ontslag van het bestuur.¹⁴⁶

Ten tweede zijn de bepalingen in afdeling 1.2.2 Wft van belang inzake rekening en verantwoording. Krachtens artikel 1:30 Wft dient een toezichthouder jaarlijks een begroting op te stellen van de in het daaropvolgende jaar te verwachten baten en lasten, investeringsuitgaven alsmede inkomsten en uitgaven met betrekking tot de uitvoering van de taak die is opgedragen in de Wft en de daaruit voortvloeiende werkzaamheden, en deze ter goedkeuring voor te leggen aan de Minister. De AFM dient op grond van artikel 1:33 Wft jaarlijks een jaarrekening, waarin de taak die aan haar is opgedragen in de Wft en de daaruit voortvloeiende werkzaamheden zijn omschreven, ter instemming aan de Minister voor te leggen. Eenzelfde regeling omtrent de verantwoording van DNB ten aanzien van haar in de Wft opgedragen taak en de daaruit voortvloeiende werkzaamheden is neergelegd in artikel 1:34 Wft. Daarnaast dienen beide

¹⁴⁴ Jaarverslag AFM 2006, p. 35–36.

¹⁴⁵ Lavrijssen 2006.

¹⁴⁶ Zie paragraaf 1.2.1.2 van de Wft alsook artikel 12 e.v. Bankwet 1998.

toezichthouders krachtens artikel 1:36 Wft aan de Minister een jaarverslag voor te leggen, waarin hun taakuitoefening en het daartoe gevoerde beleid wordt beschreven. Ook hebben DNB en AFM krachtens artikelen 1:41 en 1:42 Wft een algemene en meer specifieke inlichtingenplicht jegens de Minister van Financiën.

Een derde belangrijke bevoegdheid van de Minister van Financiën ten aanzien van DNB en AFM is de mogelijkheid tot interventie. Krachtens artikel 1:29 lid 1 Wft heeft de Minister de verplichting om te interveniëren ten aanzien van de regelgevende bevoegdheden van DNB en AFM indien de door de toezichthouder vastgestelde algemeen verbindende voorschriften naar het oordeel van de Minister in strijd zijn met de wet, een verdrag of een bindend besluit van een volkenrechtelijke organisatie, en de toezichthouder de geconstateerde onvolkomenheid na overleg niet heeft weggenomen.¹⁴⁷ De Minister zal dan bij ministeriële regeling regels vaststellen voor het desbetreffende onderwerp, onder gelijktijdige intrekking van de door de toezichthouder voor het desbetreffende onderwerp vastgestelde algemeen verbindende voorschriften. Daarnaast kunnen dergelijke ministeriële regels ook gesteld worden indien de door de toezichthouder vastgestelde algemeen verbindende voorschriften een onredelijke belasting voor de financiële markten tot gevolg hebben en de toezichthouder de geconstateerde onvolkomenheid na overleg niet heeft weggenomen.¹⁴⁸ Indien DNB of AFM hun taak volgens de Minister ernstig verwaarlozen, kan artikel 1:43 Wft uitkomst bieden. Het eerste lid van dit artikel bepaalt dat de Minister dan «noodzakelijke voorzieningen» kan treffen. Hij kan dan besluiten één of meer onderdelen van de taak van de toezichthouder zelf uit te voeren of door de andere toezichthouder te laten uitvoeren. In dat geval komen de desbetreffende bevoegdheden van de toezichthouder toe aan de Minister dan wel aan de andere toezichthouder. Deze bevoegdheid wordt over het algemeen gezien als een «ultimum remedium», waarbij hiertoe slechts wordt overgegaan indien minder vergaande maatregelen geen oplossingen bieden.¹⁴⁹

¹⁴⁷ Grundmann-van de Krol 2008, p. 634–635.

¹⁴⁸ Artikel 1:29 lid 2 Wft.

¹⁴⁹ Verheij en Verhey 2005, p. 234.

¹⁵⁰ Zie de artikelen 2:6, 2:8, 2:26d, 2:26f, 2:50, 2:52, 2:54d en 2:65 Wft alsook Regeling van 13 november 2006, *Stcrt.* 2006, 228, tot aanwijzing van staten waarin adequaat toezicht wordt ugeoefend op banken, beleggingsinstellingen en clearinginstellingen, zoals deze regeling laatstelijk is gewijzigd bij de regeling van 16 juni 2008, *Stcrt.* 2008, 136.

¹⁵¹ Deze regeling ziet toe op het aanvragen van een zogenaamde collectieve vergunning door een rechtspersoon, waarbij die vergunning mede strekt ten behoeve van bij die rechtspersoon aangesloten ondernemingen.

¹⁵² Zie *Kamerstukken II 2006/07*, 31 052, nr. 4, (Brief van de Minister van Financiën d.d. 17 september 2007, kenmerk FM 2007-02265 M). Voor de wijze waarop de Minister de aanvraag voor een verklaring van geen bezwaar in deze zaak heeft getoetst, wordt verwezen naar het «Rapport betreffende de evaluatie van de rol van de Minister van Financiën, de Nederlandsche Bank N.V. en de Stichting Financiële Markten bij de openbare biedingen op ABN AMRO Holding N.V.», Loyens Loeff, 1 september 2008, In dit rapport wordt geconstateerd dat de voor de Minister van Financiën beschikbare instrumenten op de juiste wijze en volledig zijn ingezet: p. 103.

¹⁵³ Zie <http://www.minfin.nl/dsresource?objectid=53339&type=pdf>.

De Minister van Financiën beschikt daarnaast ook over zelfstandige taken met betrekking tot het financiële toezicht. Zo bevat de Wft verbodsbepalingen die er op neerkomen dat het voor eenieder met een zetel buiten Nederland verboden is om in Nederland een financiële onderneming te hebben dan wel financiële diensten te verrichten zonder vergunning van DNB of AFM. Deze bepalingen voorzien echter ook in de bevoegdheid van de Minister van Financiën om staten aan te wijzen waarvoor deze verboden niet gelden omdat het toezicht in die staten voldoende waarborgen biedt.¹⁵⁰ Verder heeft de Minister op grond van artikel 2:105 lid 4 de bevoegdheid om ondernemingen aan te wijzen die voor de toepassing van het tweede en derde lid van dat artikel geacht worden over een vergunning als bedoeld in het eerste lid te beschikken.¹⁵¹ Een derde zelfstandige bevoegdheid van de Minister van Financiën is neergelegd in artikel 3:97 Wft. Op grond hiervan beslist de Minister op een aanvraag van een verklaring van geen bezwaar voor het houden, het verwerven dan wel het vergroten van een gekwalificeerde deelneming als bedoeld in artikel 3:95 lid 1 Wft dan wel het uitoefenen van enige zeggenschap verbonden aan een gekwalificeerde deelneming van grote financiële ondernemingen. Deze situatie heeft zich bijvoorbeeld voorgedaan bij de overname van ABN AMRO door The Royal Bank of Scotland Group Plc., Banco Santander Central Hispano S.A., Fortis N.V./Fortis S.A.¹⁵² Als kanttekening hierbij dient echter geplaatst te worden dat de Minister in het Conceptwetsvoorstel ter implementatie van richtlijn 2007/44/EG deze bevoegdheid wordt ontnomen.¹⁵³ Ten slotte bepaalt

artikel 5:26 lid 1 Wft dat het de Minister van Financiën is die beslist over het verlenen van de vergunning die nodig is voor het exploiteren of beheren van een gereglemeerde markt.¹⁵⁴

4.2.4 Samenwerking tussen DNB en AFM

Zoals hierboven uiteen is gezet is het (systeem- en) prudentieel toezicht toebedeeld aan DNB, terwijl de AFM verantwoordelijk is voor het gedragstoezicht. Het antwoord op de vraag welke toezichthouder bevoegd is, hangt derhalve af van de vraag op welke regels in een bepaald geval wordt toegezien. Zo geldt dat indien het gaat om toezicht ter naleving van prudentiële regels, DNB bevoegd is. Gaat het daarentegen om toezicht op de naleving van gedragsregels, dan zullen de bevoegdheden toekomen aan de AFM. Er geldt dus dat indien het een norm betreft die is neergelegd in deel 3 van de Wft («Prudentieel toezicht financiële ondernemingen»), DNB bevoegd is, maar indien het gaat om een norm uit deel 4 («Gedragstoezicht financiële ondernemingen») of deel 5 («Gedragstoezicht financiële markten»), dan is het de AFM die bevoegd is.

Bij een aantal bevoegdheden is het echter niet mogelijk om deze in te delen bij hetzij gedragstoezicht hetzij prudentieel toezicht. Hierbij kan gedacht worden aan de eisen ter waarborging van een integere bedrijfsuitoefening die van belang zijn voor zowel het prudentieel als het gedragsstoezicht.¹⁵⁵ In een dergelijk geval is het, teneinde onnodige overlap van toezichtactiviteiten te voorkomen, van belang dat DNB en AFM samenwerken. Hierin heeft de Wft-wetgever voorzien middels de artikelen 1:73, tweede en derde lid, en 1:74, tweede, derde en vierde lid, Wft. Deze artikelen bepalen dat in de gevallen waarin de AFM gegevens nodig heeft over aspecten van bedrijfsvoering van een vergunninghoudende instelling, zij eerst dient na te gaan of die gegevens niet reeds bij DNB voorhanden zijn, en vice versa.¹⁵⁶

Daarnaast kan er ook in meer algemene zin behoefte zijn aan samenwerking tussen DNB en AFM. In de Wft zijn de artikelen 1:46 tot en met artikel 1:50 gewijd aan de samenwerking tussen deze toezichthouders.¹⁵⁷ Artikel 1:46 Wft schrijft voor dat prudentieel toezichthouder DNB en gedragstoezichthouder DNB samen dienen te werken op het gebied van hun regelgevende bevoegdheden voorzover deze betrekking hebben op onderwerpen die zowel tot het prudentieel toezicht als tot het gedragstoezicht behoren. Op 2 juli 2007 hebben DNB en AFM op basis van dit artikel een convenant afgesloten inzake samenwerking en coördinatie op het gebied van toezicht, regelgeving en beleid, (inter)nationaal overleg en andere taken met een gemeenschappelijk belang met betrekking tot de uitvoering van de Wta, Wft, Pw en Wvb.¹⁵⁸ Ingeval een toezichthouder wil overgaan tot het gebruiken van handhavende bevoegdheden – die hieronder kort worden beschreven – is artikel 1:47 Wft van belang. Op grond van dit artikel mag er pas tot de toepassing van een aantal ingrijpende handhavingsinstrumenten worden overgegaan nadat de andere toezichthouder een redelijke termijn is gegeven om daarover zijn zienswijze te geven. Dit betreft de volgende maatregelen:¹⁵⁹

- Benoeming van een stille curator;¹⁶⁰
- Intrekking van de vergunning als sanctie;¹⁶¹
- Het opleggen van een acquisitieverbod aan een verzekeraar in een andere lidstaat;¹⁶²
- Het geven van een aanwijzing strekkende tot het heenzenden van (mede)beleidsbepaler;¹⁶³
- Het aanvragen van de noodregeling;¹⁶⁴
- Het aanvragen van het faillissement.¹⁶⁵

¹⁵⁴ Voor de definitie hiervan, zie artikel 1:1 Wft. Zie ook de Beleidslijn van de Minister van Financiën inzake de aanvraag of verlening van een verklaring van geen bezwaar voor een gekwalificeerde deelneming in een marktexploitant op grond van artikel 5:32d Wft, *Stcrt.* 2008, 27.

¹⁵⁵ Tillema en Doets 2007, p. 497.

¹⁵⁶ Tillema en Doets 2007, p. 497.

¹⁵⁷ Zie hiertoe ook Boshuizen en Jager 2008, p. 33–37; Grundmann-van de Krol 2008, p. 689–690.

¹⁵⁸ *Stcrt.* 2007, 130.

¹⁵⁹ Zie ook Boshuizen en Jager 2008, p. 34.

¹⁶⁰ Artikel 1:76 Wft.

¹⁶¹ Artikel 104 sub b, c, d, e, f, of j Wft.

¹⁶² Artikel 1:58 lid 2, 1:58a lid 2, 1:58b lid 2, 1:58c lid 3, 1:59 lid 2, 1:67 lid 1, 1:77 lid 1, 4:4 lid 1 of 4:4a Wft.

¹⁶³ Artikel 1:75 Wft.

¹⁶⁴ Artikel 3:160 e.v. Wft.

¹⁶⁵ Artikel 212k of 213b Faillissementswet (Fw).

Omdat deze zienswijze een integraal onderdeel is van het nemen van het besluit om over te gaan tot de handhavingmaatregel, dient een toezichthouder die hiervan afwijkt de redenen daarvoor te vermelden in de motivering van het besluit.¹⁶⁶ Interessant is overigens dat DNB en AFM in het nieuwe covenant van 2 juli 2007 zich verplicht hebben om ook de overige handhavingmaatregelen op grond van de Wft, voor zover deze betrekking hebben op financiële ondernemingen die onder zowel prudentieel als gedragtoezicht staan, op elkaar af te stemmen, tenzij dit «evident onnodig» is.¹⁶⁷

Samenwerking tussen DNB en de AFM ligt ook voor de hand bij het verlenen van vergunningen («Deel markttoegang financiële ondernemingen»). Het kenmerkende van het functionele model van de Wft is dat een vergunning kan worden verleend door DNB of AFM. Wie van deze twee toezichthouders uiteindelijk bevoegd is om een vergunning in een specifiek geval te verlenen hangt af van het type financiële onderneming. Verderop wordt verder ingegaan op de taakverdeling tussen AFM en DNB inzake de vergunningverlening.

De betrokkenheid van de toezichthouders kan in de praktijk echter niet zwart-wit worden weergegeven. Zo is de andere toezichthouder vaak betrokken door aan de vergunningverlenende toezichthouder informatie te verstrekken over betrouwbaarheid en deskundigheid van de betrokken onderneming of algemene aspecten van de bedrijfsvoering. Artikel 1:48 Wft schrijft voor dat in de gevallen waarin bij de vergunningverlening gekeken moet worden naar elementen uit het toezichtdomein van zowel DNB als AFM, de vergunningverlenende toezichthouder de andere toezichthouder om advies vraagt. Dit advies betreft niet alleen een oordeel over de vraag óf de vergunning verleend moet worden, maar kan ook gaan over het al dan niet verlenen van de vergunning onder bepaalde voorschriften of beperkingen, of juist om voor bepaalde elementen ontheffing te verlenen.¹⁶⁸ Er is overigens gekozen voor het begrip «advies» in plaats van «zienswijze» (zoals in artikel 1:47 Wft) om de niet-vergunningverlenende toezichthouder ertoe te bewegen een zelfstandig, deskundig oordeel te vormen.¹⁶⁹

Artikel 1:49 Wft bepaalt dat de niet-vergunningverlenende toezichthouder de vergunningverlenende toezichthouder hiervan op de hoogte brengt indien zij constateert dat er niet meer wordt voldaan aan de betrouwbaarheids- of deskundigheidseis. Ten slotte is in het kader van de samenwerking tussen nationale toezichthouder artikel 1:50 Wft nog van belang. Dit artikel bepaalt dat indien de AFM of DNB toezicht houdt op een financiële onderneming die deel uitmaakt van een financieel conglomeraat enkele artikelen omtrent gegevensuitwisseling tussen toezichthouders van overeenkomstige toepassing zijn.¹⁷⁰

4.3 Conclusies

In dit hoofdstuk is aandacht geschonken aan de overgang van een sectoraal toezichtmodel naar een functioneel toezichtmodel. Deze verandering heeft te maken met de toenemende vervlechting van financiële producten waardoor de consument vaak niet meer wist of hij te maken had met een bancaire product, een beleggingsproduct of verzekeringsproduct. Tevens traden steeds meer financiële instellingen buiten hun oorspronkelijke domeingrenzen en ontstonden geïntegreerde, financiële conglomeraten. Een sectoroverstijgende benadering van het

¹⁶⁶ Artikel 1:47 lid 3 Wft. Zie ook Somsen 2007.

¹⁶⁷ Artikel 1.3 Covenant AFM-DNB.

¹⁶⁸ Boshuizen en Jager 2008, p. 35.

¹⁶⁹ Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 399–400.

¹⁷⁰ Zie bijvoorbeeld Boshuizen en Jager 2008, p. 36.

financiële toezicht werd derhalve noodzakelijk geacht, hetgeen achteraf een gelukkige keuze is gebleken.

Het huidige functionele toezichtmodel streeft drie publieke doelen na, te weten het voorkomen van instabiliteit in het financiële systeem, het voorkomen van bedrijfseconomische problemen bij individuele financiële instellingen, en het voorkomen van onwenselijk marktgedrag van financiële instellingen. Deze doelen worden doorgaans omschreven in termen van, respectievelijk, systeemtoezicht, prudentieel toezicht en gedragstoezicht. Er bestaat echter ook een aanzienlijke samenhang tussen het systeemtoezicht en het prudentieel toezicht terwijl het onderscheid niet altijd even duidelijk is. Vermoedelijk om deze redenen heeft de wetgever ervoor gekozen om beide functies bij DNB onder te brengen.

Dit hoofdstuk heeft tevens de financiële toezichthouders in de Wft, DNB en AFM, geïntroduceerd. Hierbij is duidelijk geworden dat zowel DNB als AFM ervoor kiezen om partijen enige vrijheid te verlenen ten aanzien van de naleving van de toezichteisen. Door middel van gebruikmaking van een FIRM-score en het vertrouwensmodel geven respectievelijk DNB en AFM invulling aan hun toezicht, dat voor een deel als principegestuurd en horizontaal toezicht kan worden gekarakteriseerd. Hoewel middels samenwerking tussen de financiële toezichthouders in principe een groot deel van de onduidelijkheden in het toezicht kan worden ondervangen, is er ook nog een rol weggelegd voor de Minister van Financiën. Naast een stevige institutionele invloed heeft deze momenteel ook enkele zelfstandige taken en bevoegdheden.

5. DE VERGUNNINGVERLENING

Voordat de in de Wft gereuleerde diensten aangeboden mogen worden, dient een onderneming over een vergunning te beschikken. Kenmerk van het hierboven beschreven functionele toezichtmodel is dat zowel DNB als AFM – afhankelijk van het type onderneming – bevoegd zijn om deze vergunning te verlenen. Dit hoofdstuk gaat dieper in op de verdeling van deze bevoegdheid. Ook wordt, teneinde een beeld te geven van de eisen die een toezichthouder vooraf aan een onderneming stelt, kort ingegaan op enkele belangrijke vergunningeisen.

5.1 De taakverdeling inzake de vergunningverlening

Financiële ondernemingen dienen over het algemeen over een vergunning te beschikken teneinde hun diensten aan het publiek te mogen aanbieden. Om in aanmerking te komen voor een vergunning dient voldaan te worden aan diverse eisen, die betrekking hebben op de deskundigheid en betrouwbaarheid van feitelijk leidinggevenden, het voeren van een beleid met betrekking tot een integrale bedrijfsuitoefening, de inrichting van de bedrijfsvoering, het aan te houden minimum eigen vermogen en andere financiële waarborgen waaronder solvabiliteits- en liquiditeitseisen.¹⁷¹ Deze algemene vergunningsvereisten zijn in het Besluit Prudentiële Regels (BPR)¹⁷² en het Besluit Gedragsregels financiële ondernemingen (BGfo)¹⁷³ nader uitgewerkt. Zoals hierboven reeds is aangegeven, wordt het functionele toezichtmodel in Nederland gekenmerkt door het feit dat de taakverdeling van DNB en AFM niet zozeer bepaald is door het bestaan van verschillende financiële ondernemingen maar door het soort toezicht. Zo is DNB verantwoordelijk voor het systeem- en prudentieel toezicht, terwijl de AFM zich over het gedragstoezicht buigt. Bij de vergunningverlening is er echter sprake van een overlap; zowel DNB als AFM zijn verantwoordelijk voor de vergunningverlening. Hierbij is voor de vraag welke toezichthouder uiteindelijk verantwoordelijk is doorslaggevend welk type onderneming de aanvraag indient.¹⁷⁴ Onderstaande tabel vat de taakverdeling omtrent de vergunningverlening in hoofdstuk 2 van de Wft samen.

5.2 Enkele vergunningsvereisten uitgewerkt

De (invulling van) de vergunningsvereisten kunnen per type financiële onderneming verschillen.¹⁷⁵ Toch is het belangrijk hier kort aandacht te schenken aan de belangrijkste eisen en regelingen.

Taakverdeling omtrent vergunningverlening Wft

Activiteit	Vergunning*	Prudentieel toezicht	Gedrags-toezicht
Uitoefenen van bedrijf van clearinginstelling	DNB	DNB	AFM
Uitoefenen van bedrijf van kredietinstelling en financiële instelling	DNB	DNB	AFM
Uitoefenen van bedrijf van herverzekeraar	DNB	DNB	AFM
Uitoefenen van bedrijf van levensverzekeraar en schadeverzekeraar	DNB	DNB	AFM
Uitoefenen van bedrijf van natuura-uitvaartverzekeraar	DNB	DNB	AFM
Uitoefenen van bedrijf van entiteit voor risico-acceptatie	DNB	DNB	AFM
Aanbieden van beleggingsobjecten	AFM	DNB	AFM
Aanbieden van krediet	AFM	DNB	AFM

¹⁷¹ Zie ook 't Hart 2008, p. 63 e.v.

¹⁷² *Stb.* 2006, 519.

¹⁷³ *Stb.* 2006, 520.

¹⁷⁴ Zie hierover Deel 1, paragrafen 3.2 – 3.9.

¹⁷⁵ Zie Deel I, paragrafen 3.2 – 3.9.

Activiteit	Vergunning*	Prudentieel toezicht	Gedrags-toezicht
Uitoefenen van bedrijf van clearinginstelling	DNB	DNB	AFM
Aanbieden van rechten van deelneming in beleggingsinstellingen	AFM	DNB	AFM
Adviseren over andere financiële producten dan financiële instrumenten	AFM	DNB	AFM
Bemiddelen	AFM	DNB	AFM
Herverzekeringsbemiddelen	AFM	DNB	AFM
Optreden als gevolmachtigde agent of ondergevolmachtigde agent	AFM	DNB	AFM
Verlenen van beleggingsdiensten, verrichten van beleggingsactiviteiten en systematische internalisatie	AFM	DNB	AFM

* Zie respectievelijk de artikelen 2:4, 2:11, 2:26a, 2:27, 2:48, 2:54a, 2:55, 2:60, 2:65, 2:75, 2:80, 2:86, 2:92, 2:96 Wft.

5.2.1 Deskundigheid en betrouwbaarheid

Het dagelijks beleid van een financiële onderneming moet bepaald worden door personen die deskundig en betrouwbaar zijn.¹⁷⁶ De gedachte achter het stellen van dergelijke eisen aan bestuurders van financiële ondernemingen is dat hierdoor overtredingen van de Wft mogelijk kunnen worden voorkomen.

Ten aanzien van wat er nu onder de deskundigheidseis moet worden verstaan is de «Beleidsregel Deskundigheid dagelijks beleidsbepalers artikel 4:9 en 5:29 Wft» van de AFM illustratief.¹⁷⁷ Hierin geeft de AFM weer wat zij verstaat onder «deskundigheid». De voorwaarde van deskundigheid is gerelateerd aan de aard van de beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten van de onderneming en aan de werkzaamheden die door de betrokken persoon verricht zullen worden. Bij bestuursfuncties is voorts het aantal bestuurders en de portefeuilleverdeling van belang.¹⁷⁸

Onder de betrouwbaarheidseis wordt verstaan dat de betrouwbaarheid van degene die het beleid (mede)bepaalt buiten twijfel staat.¹⁷⁹ De betrouwbaarheidstoetsing kan zich richten tot de financiële instellingen in de vorm van de weigering of intrekking van een benodigde vergunning, een weigering tot inschrijving, een doorhaling in een register van de toezichthouder of een aanwijzing aan de instelling om bijvoorbeeld de betrokken bestuurders naar huis te sturen.¹⁸⁰ Een betrokkene is betrouwbaar in de zin van de Wft indien hij «zich onthoudt van gedragingen die in de weg staan aan het vervullen van zijn (toekomstige) functie. Onder gedragingen wordt zowel een doen als een nalaten begrepen».¹⁸¹ De invulling van de betrouwbaarheidseis is nader bepaald in het BPR en het BGfo met betrekking tot de wijze waarop wordt vastgesteld dat de betrouwbaarheid buiten twijfel staat en welke feiten en omstandigheden daarbij van belang zijn.¹⁸² Volgens deze besluiten moet worden getoetst of betrouwbaarheid buiten twijfel staat op basis van diens voornemens, handelingen en antecedenten. Hierbij is tevens bepaald welke antecedenten in ieder geval in acht moeten worden genomen.¹⁸³ DNB, AFM en de Minister van Financiën hebben voorts gezamenlijk een beleidsregel opgesteld inzake de betrouwbaarheidstoetsing van (kandidaat)(mede)beleidsbepalers van en houders van gekwalificeerde deelnemingen in onder toezicht staande instellingen.¹⁸⁴

¹⁷⁶ Zie bijvoorbeeld artikelen 3:8, 3:9, 4:9 en 4:10 Wft.

¹⁷⁷ Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 08-01 van de AFM van 24 maart 2008 inzake de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers artikel 4:9 en 5:29, *Stcrt.* 2008, 69.

¹⁷⁸ Zie ook Grundmann-van de Krol 2008, p. 472.

¹⁷⁹ Zie hierover Grundmann-van de Krol 2008, p. 472 e.v.

¹⁸⁰ Stijnen 2007.

¹⁸¹ *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 500.

¹⁸² Zie artikel 5 BPR en artikel 12 BGfo.

¹⁸³ Zie artikel 6 BPR en artikel 13 BGfo.

¹⁸⁴ Beleidsregel inzake de betrouwbaarheidstoetsing van (kandidaat)(mede)beleidsbepalers van en houders van gekwalificeerde deelnemingen in onder toezicht staande instellingen, *Stcrt.* 2005, 20.

5.2.2 Integere bedrijfsuitoefening en inrichting van de bedrijfsvoering

De Wft stelt vaak als voorwaarde voor het verkrijgen van een vergunning eisen aan de bedrijfsvoering. Deze vallen uiteen in regels die betrekking hebben op een integere bedrijfsuitoefening en regels die betrekking hebben op de inrichting van de bedrijfsvoering.¹⁸⁵ De vereisten ten aanzien van een integere bedrijfsuitoefening komen er in het algemeen op neer dat de financiële onderneming een adequaat beleid dient te voeren dat een integere uitoefening van het bedrijf waarborgt. Zo luidt artikel 3:10, eerste lid, Wft als volgt:

Artikel 3:10 lid 1 Wft

Een clearinginstelling, entiteit voor risico-acceptatie, kredietinstelling of verzekeraar met zetel in Nederland voert een adequaat beleid dat een integere uitoefening van haar onderscheidenlijk zijn bedrijf waarborgt. Hieronder wordt verstaan dat:

- a. belangenverstremgeling wordt tegengegaan;
- b. wordt tegengegaan dat de financiële onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kunnen schaden;
- c. wordt tegengegaan dat wegens haar cliënten het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad; en
- d. wordt tegengegaan dat andere handelingen door de financiële onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten ernstig kan worden geschaad.

Artikel 4:11 Wft stelt de eisen voor integere bedrijfsuitoefening van een beleggingsonderneming.¹⁸⁶ Het tweede lid van artikel 3:10 Wft (en het derde lid van artikel 4:11 Wft) stelt voorts dat bij algemene maatregel van bestuur regels kunnen worden gesteld met betrekking tot de minimumvoorwaarden waaraan een integere bedrijfsuitoefening moet voldoen. Hieraan is gevolg gegeven in hoofdstuk 3 BPR en hoofdstuk 4 BGfo. Zo schrijven artikel 10 lid 1 BPR en artikel 17 lid 1 BGfo voor dat de betreffende ondernemingen zorg moet dragen voor een systematische analyse van integriteitsrisico's. Verder wordt vereist dat ondernemingen over procedures en maatregelen beschikken met betrekking tot het tegengaan van verstremgeling van privébelangen, de omgang met en vastlegging van incidenten, de betrouwbaarheid van personen die benoemd worden in integriteitsgevoelige functies, het verstrekken van back-to-back leningen en de acceptatie van klanten. Ook dienen financiële ondernemingen op verzoek van DNB na te gaan of in hun administratie personen of instellingen geregistreerd staan die, in verband met vermoede terroristische activiteiten of daarmee verband houdende activiteiten, de integriteit van de financiële sector kunnen schaden.¹⁸⁷

Ten aanzien van eisen met betrekking tot de inrichting van de bedrijfsvoering van de clearinginstelling, entiteit voor risico-acceptatie, kredietinstelling of verzekeraar is artikel 3:17 lid 1 Wft van belang, terwijl artikel 4:14 Wft hiervoor de basis vormt voor de beleggingsinstelling. In het algemeen geldt dat de bedrijfsvoering zodanig ingericht dient te zijn dat een beheerste en integere uitoefening van het bedrijf gewaarborgd is. Deze artikelen bepalen voorts dat nadere regels kunnen worden gesteld ten aanzien van (i) het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's, (ii) integriteit en (iii) de soliditeit van de financiële onderneming. Onder dit laatste wordt verstaan het beheersen van financiële risico's, het beheersen van risico's die de soliditeit van de financiële onderneming kunnen

¹⁸⁵ Zie hierover uitgebreid Grundmann-van de Krol 2008, p. 476 e.v.

¹⁸⁶ Zie paragraaf 3.4.

¹⁸⁷ Zie over de uitwerking van deze eisen 't Hart 2008, p. 66–69.

aantasten, het zorgen voor de instandhouding van de vereiste financiële waarborgen en andere bij algemene maatregel van bestuur te bepalen onderwerpen.

Voor beleggingsondernemingen worden voorschriften gesteld ten aanzien van de ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten en deelnemers. Hieronder wordt verstaan het waarborgen van de informatieverstrekking aan cliënten of deelnemers, het waarborgen van de vastlegging van de relatie met cliënten of deelnemers, het waarborgen van de zorgvuldige behandeling van cliënten of deelnemers, het tegengaan van belangenconflicten tussen de beleggingsonderneming en haar cliënten en tussen cliënten onderling, het waarborgen van de rechten van cliënten, en andere bij algemene maatregel van bestuur te bepalen onderwerpen.¹⁸⁸ Deze regels zijn nader uitgewerkt in hoofdstuk 5 BGfo en hoofdstuk 4 BPR. Dit betreffen nadere voorschriften over bijvoorbeeld de beheersing van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's – zoals ten aanzien van de organisatiestructuur, interne en externe controle en de compliancefunctie – en met betrekking tot het risico management, waaronder het risicobeleid.¹⁸⁹

5.2.3 Minimum eigen vermogen

Teneinde een vergunning te verkrijgen dienen financiële ondernemingen vaak te beschikken over een minimumbedrag aan eigen vermogen.¹⁹⁰ Artikel 3:53, derde lid, Wft bepaalt voorts dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot de omvang en de samenstelling van het minimumbedrag aan eigen vermogen. Bij de vaststelling van het minimumbedrag aan eigen vermogen wordt tevens bepaald wat daarbij voor de onderscheiden rechtsvormen onder eigen vermogen wordt verstaan. Zo bepaalt artikel 48 lid 1 BPR dat het minimumbedrag aan eigen vermogen € 5 miljoen voor een bank of voor een clearinginstelling bedraagt, terwijl dit bijvoorbeeld voor een beleggingsonderneming € 730 000 bedraagt.¹⁹¹ Artikel 50 e.v. BPR bevat voorts voorschriften ten aanzien van de samenstelling van het minimumbedrag aan eigen vermogen.

Het is echter ook mogelijk dat DNB of AFM geheel of gedeeltelijk ontheffing verlenen van deze eisen inzake het minimum eigen vermogen. Hiervoor is vereist dat de aanvrager aantoont dat aan de eis redelijkerwijs niet kan worden voldaan en dat de doeleinden die beoogd worden anderszins kunnen worden bereikt.¹⁹²

5.2.4 Solvabiliteits- en liquiditeitseisen

Ten slotte worden als belangrijke vergunningsvoorwaarden ook vaak solvabiliteits- en liquiditeitseisen gesteld. Deze eisen zijn gebaseerd op internationale regelgeving, de zogenaamde Bazel-normen. Deze normen en de wijze van toepassing door DNB worden nader toegelicht in hoofdstuk 6.

Van financiële ondernemingen wordt bij de verlening van de vergunning reeds geëist dat zij voldoende solvabel zijn.¹⁹³ Zie hiertoe bijvoorbeeld artikel 3:57 lid 2 Wft waarin wordt bepaald dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur voor beheerders, beleggingsondernemingen, clearinginstellingen, kredietinstellingen en verzekeraars, regels gesteld kunnen worden met betrekking tot de berekening van de minimum-

¹⁸⁸ Artikel 4;14 lid 2 sub c Wft.

¹⁸⁹ Zie 't Hart 2008, p. 69-73; Grundmann-van de Krol 2008, p. 481 e.v.

¹⁹⁰ Zie hiertoe artikel 2:99 lid 1 sub i Wft jo. artikel 3:53 Wft.

¹⁹¹ Zie hierover tevens Grundmann-van de Krol 2008.

¹⁹² Artikel 2:99 lid 6 Wft en artikel 3:53 lid 6 Wft.

¹⁹³ Zie hiertoe artikel 2:99 lid 1 sub j Wft jo. artikel 3:57 Wft.

omvang van de solvabiliteit, de samenstelling van de solvabiliteit en de waardering van de vermogensbestanddelen die tot de solvabiliteit kunnen worden gerekend. Tevens worden regels gesteld met betrekking tot het in het vierde lid bedoelde garantiefonds. Deze verplichting om voldoende solvabel te zijn is uitgewerkt in het BPR. De artikelen 59 tot en met 68 BR bepalen hoe groot het toetsingsvermogen of – indien het een verzekeraar betreft – de solvabiliteitsmarge minimaal dient te zijn. De artikelen 89 tot en met 98 BPR bepalen voorts de samenstelling van het toetsingsvermogen, respectievelijk de solvabiliteitsmarge.¹⁹⁴

Ook worden voorts reeds bij de verlening van de vergunning eisen gesteld aan de liquiditeit van financiële ondernemingen.¹⁹⁵ Artikel 3:63 lid 1 Wft bepaalt dat een beleggingsinstelling met zetel in Nederland waarvan in Nederland de rechten van deelneming op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald, een clearinginstelling of kredietinstelling met zetel in Nederland over voldoende liquiditeit dienen te beschikken. Het tweede lid van artikel 3:63 Wft bepaalt vervolgens dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot de minimumomvang, de samenstelling en de berekening van de liquiditeit van een financiële onderneming. Hieraan is uitwerking gegeven in hoofdstuk 11 BPR. Ook hier geldt dat DNB of de AFM geheel of gedeeltelijk ontheffing kunnen verlenen van de eisen inzake solvabiliteit en liquiditeit. Hiervoor is vereist dat de aanvrager aantoont dat aan de eis redelijkerwijs niet kan worden voldaan en dat de doeleinden die beoogd worden te bereiken anderszins worden bereikt.¹⁹⁶

Tot slot is het nog van belang om in te gaan op artikel 3:64 Wft, dat het liquiditeitstoezicht regelt op bijkantoren van banken die zijn gevestigd in het buitenland. Zoals eerder aangegeven hanteert de Bankenrichtlijn het beginsel van home state control. Op basis van dit beginsel wordt het toezicht op een onderneming uitgeoefend door de autoriteiten in de lidstaat van herkomst. Er is echter ook aangegeven dat er een uitzondering is gemaakt voor het liquiditeitstoezicht op bijkantoren wegens onvoldoende mate van harmonisatie op de onderling verweven terreinen van liquiditeit en monetair beleid. Het liquiditeitstoezicht op een bijkantoor van een kredietinstelling kan gekarakteriseerd worden als gedeeld toezicht; op de bank als geheel, met inbegrip van het bijkantoor, wordt toezicht gehouden door de lidstaat van herkomst en op het bijkantoor in een beperkt opzicht (liquiditeitstoezicht) mede door de lidstaat van ontvangst.¹⁹⁷ Deze systematiek uit de Bankenrichtlijn is terug te vinden in de Wft (alook in de tot 1 januari 2007 geldende Wet toezicht kredietwezen 1992). Uit artikel 3:64 jo. 3:63 Wft blijkt dat ten aanzien van in Nederland gevestigde bijkantoren van kredietinstellingen met zetel in een andere EER-lidstaat door DNB uitsluitend liquiditeitstoezicht wordt uitgeoefend. In overeenstemming met het nationale regime zijn de minimumomvang, de samenstelling en de wijze van berekening neergelegd in het Besluit prudentiële regels Wft. Het is van belang op te merken dat eenzelfde uitzondering voor bijkantoren van kredietinstellingen op het beginsel van home state control slechts geldt voor het liquiditeitstoezicht en dus niet is gemaakt voor het solvabiliteitstoezicht dat is neergelegd in artikel 3:57 Wft.

Uit het bovenstaande blijkt dat DNB enkel handhavend kan optreden ten aanzien van de liquiditeit van in Nederland gevestigde bijkantoren van kredietinstellingen die zijn gevestigd in een andere EER-lidstaat en daar een vergunning hebben verkregen. Strikt gezien is het DNB, gelet op

¹⁹⁴ Zie hierover uitgebreid Van 't Westeinde 2007.

¹⁹⁵ Zie bijvoorbeeld 2:5 lid 1 sub j Wft jo. artikel 3:63 Wft.

¹⁹⁶ Bijvoorbeeld artikel 2:99 lid 6 Wft, artikel 3:57 lid 7 Wft en artikel 3:63 lid 4 Wft.

¹⁹⁷ De Moor-van Vugt en Du Perron Icesave rapport 2009, p. 18.

artikel 3:64 jo. 3:63 Wft, dus niet toegestaan om handhavend op te treden inzake andere onderwerpen, zoals de solvabiliteit van het bijkantoor of de situatie omtrent de liquiditeit en/of solvabiliteit van de kredietinstelling als geheel. Dit zou immers indruisen tegen het beginsel van home state control. Hoewel op het handhavingsinstrumentarium van DNB hierna zal worden ingegaan, is het in dit kader van belang op te merken dat DNB een specifieke aanwijzingsbevoegdheid heeft op grond van het tweede lid van artikel 1:75 Wft. Op grond van deze bepaling kan DNB een aanwijzing geven om een bepaalde gedragslijn te volgen reeds indien zij tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit of de liquiditeit van die financiële onderneming in gevaar kunnen brengen. In dit kader kan de vraag worden gesteld of DNB gebruik kan maken van deze specifieke aanwijzingsbevoegdheid indien zij uit de liquiditeits- en/of solvabiliteitspositie van het moederbedrijf tekenen ontwaart van een ontwikkeling die de liquiditeit van het bijkantoor in gevaar kunnen brengen. Gezien de verwevenheid van deze onderwerpen is deze situatie niet ondenkbaar. In zo'n geval zou DNB dus *de facto* een aanwijzing kunnen geven aan het moederbedrijf, en niet slechts aan het bijkantoor.

Deze vraag kwam ook aan bod bij de *Icesave*-affaire en het antwoord erop hangt in feite af van hoe ruim de taakopvatting van DNB inzake het liquiditeitstoezicht geïnterpreteerd kan worden.¹⁹⁸ Aan de ene kant kan worden gepleit dat de liquiditeitspositie van een bijkantoor niet goed op zichzelf kan worden beoordeeld onafhankelijk van de solvabiliteitspositie en de liquiditeitspositie van de (moeder)bank als geheel. Dit betekent dat in dat geval ruimte dient te zijn voor DNB om – indien zij tekenen ontwaart die de liquiditeit van het bijkantoor in gevaar kunnen brengen – een aanwijzing te geven. Deze aanwijzing moet er dan op gericht zijn voldoende en adequate liquiditeit aan te houden voor het bijkantoor.¹⁹⁹ Aan de andere kant kan gezegd worden dat een dergelijke bevoegdheid van DNB jegens het moederbedrijf niet bestaat, aangezien dit een inbreuk vormt op de essentie van de Bankenrichtlijn.²⁰⁰ Deze richtlijn is immers gebaseerd op het beginsel van home state control en vereist vertrouwen in de kwaliteit en effectiviteit van het toezicht van de bevoegde autoriteiten in de lidstaat van herkomst.

Bij een restrictieve interpretatie van de bevoegdheden ontbeert DNB inderdaad een dergelijke bevoegdheid tot ingrijpen. DNB had – in het licht van de doelstellingen van het toezicht en haar taken – echter kunnen kiezen voor een ruimere interpretatie van haar bevoegdheden hetgeen er toe had kunnen leiden dat zij eerder tot een interventie was overgegaan. Immers, in een vrij laat stadium heeft DNB alsnog de bestuursrechter verzocht de noodregeling voor het Nederlandse bijkantoor uit te spreken, waarbij DNB er kennelijk vanuit ging dat zij toch over bevoegdheden beschikte in het licht van de Bankenrichtlijn en de Wft.²⁰¹

5.3 Conclusies

Financiële ondernemingen dienen over het algemeen over een vergunning te beschikken teneinde hun diensten aan het publiek te mogen aanbieden. Om in aanmerking te komen voor een vergunning dient voldaan te worden aan diverse eisen, die betrekking hebben op de deskundigheid en betrouwbaarheid van feitelijk leidinggevenden, het voeren van een beleid met betrekking tot een integere bedrijfsuitoefening, de inrichting van de bedrijfsvoering, het aan te houden minimum eigen vermogen en andere financiële waarborgen waaronder solvabiliteits- en liquiditeitseisen. Het huidige systeem van vergunningverlening vloeit

¹⁹⁸ Zie De Moor-van Vugt en Du Perron 2009 en advies Grundmann-van de Krol nav *Icesave*-affaire.

¹⁹⁹ De Moor-van Vugt en Du Perron *Icesave* rapport 2009, p. 30–31.

²⁰⁰ Advies van Prof. Grundmann-van de Krol naar aanleiding van de *Icesave* zaak d.d. 7 juni 2009 (en de verwijzingen daarin), verzonden als bijlage bij de brief van DNB aan Minister van Financiën van 14 juli 2009.

²⁰¹ Zie uitspraak Rb. Amsterdam 13 oktober 2008, *LJN* BF 8586.

voort uit het Europese stelsel van richtlijnen. Daarbij is op basis van ruime begrippen de nodige beleids- en beoordelingsvrijheid aan de betrokken toezichthouders DNB en AFM gelaten. Een aanscherping van de invulling van deze normen ten einde een grote transparantie en voorspelbaarheid van het toezicht te verkrijgen wordt aanbevolen.

Uit het Nederlandse, functionele toezichtmodel volgt dat de taakverdeling tussen DNB en de AFM niet zozeer bepaald wordt door de aard van de onderneming maar door het soort toezicht. Zo is DNB verantwoordelijk voor het systeem- en prudentieel toezicht, terwijl de AFM zich over het gedragstoezicht buigt. Bij de vergunningverlening is er echter sprake van een overlap; zowel DNB als AFM zijn verantwoordelijk voor de vergunningverlening. Het verdient aanbeveling deze overlap in het licht van de financiële crisis nog eens tegen het licht te houden en te bezien of een herstructurering noodzakelijk is.

6. PRUDENTIEEL TOEZICHT DOOR DNB

Zoals aangegeven, is de meest kenmerkende eigenschap van het functionele toezichtmodel van de Wft dat de verschillende taken – systeem-, prudentieel en gedragstoezicht – aan verschillende toezichthouders opgedragen zijn. De hiernavolgende hoofdstukken gaan achtereenvolgens nader in op deze functies van het financiële toezicht. Dit hoofdstuk behandelt het (micro-)prudentieel toezicht door De Nederlandsche Bank. Hiervan dient te worden onderscheiden het systeemtoezicht van DNB, wat zich richt op het bewaken van de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel. Dit wordt ook wel macro-prudentieel toezicht genoemd en zal aan bod komen in hoofdstuk 7.

6.1 Grondslagen voor prudentieel toezicht

Op grond van artikel 1:24, tweede lid, Wft heeft DNB tot taak het prudentieel toezicht op financiële ondernemingen uit te oefenen. Volgens de Wft is dit prudentieel toezicht gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. De regels waarop in het kader van het prudentieel toezicht moet worden toegezien zijn neergelegd in het «Deel Prudentieel Toezicht Financiële Ondernemingen» van de Wft.

Het hoofddoel van het prudentieel toezicht is toezien dat de onder toezicht staande instellingen solide en solvabele bedrijven zijn, die hun verplichtingen kunnen nakomen. Kernelementen zijn het bewaken van de solvabiliteits- en liquiditeitspositie, het beoordelen van de kwaliteit van de bedrijfsvoering, en het toetsen van bestuurders. Het prudentieel toezicht ziet derhalve toe op de individuele instellingen (het zogenaamde micro-prudentieel toezicht).

6.2 Kapitaaleisen voor banken

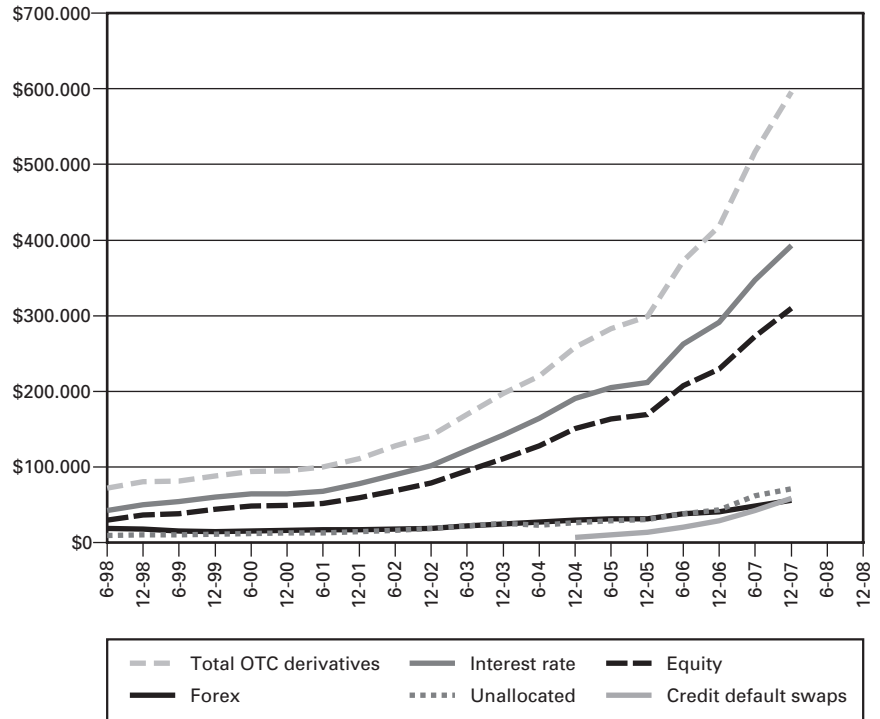
Deze paragraaf behandelt de kapitaaleisen die gelden voor Nederlandse banken. Deze eisen zijn gebaseerd op internationale regelgeving, de zogenaamde Basel-normen. Hieronder zal achtereenvolgens worden ingegaan op de redenen voor internationale regelgeving, enkele belangrijke ontwikkelingen richting het huidige systeem, en de wijze van toepassing door DNB.

6.2.1 De aanleiding voor internationale regelgeving

Overheden zijn gebaat bij een stabiele economie voor particulieren en bedrijven. Een van de middelen om dit te bewerkstelligen is een betrouwbaar bancaire systeem. Om het vertrouwen in het bancaire systeem te vergroten, is in 1966 het depositogarantiestelsel ingevoerd. Een van de tekortkomingen van dit depositogarantiestelsel was dat de neiging bij banken groter werd om meer risico te nemen, aangezien deposito's toch verzekerd waren. Vanuit het gezichtspunt van de overheden zou dit kunnen leiden tot een groter aantal faillissementen van banken, wat de kosten van het depositogarantiestelsel zou vergroten. Als gevolg hiervan werden kapitaaleisen gesteld aan banken met betrekking tot de minimale verhouding tussen het eigen vermogen en het totale vermogen. Bij deze eisen zijn echter drie aspecten van belang die de vraag om een gezamenlijke aanpak deden ontstaan. Ten eerste was er sprake van toenemende globalisering, niet alleen in algemene zin, maar ook in de bankensector. Dit leidde bijvoorbeeld tot een toename van het aantal

internationale banken. Ten tweede namen de investeringen van banken in minder ontwikkelde landen als Brazilië, Argentinië en Mexico toe. Hieruit rees de vraag of er strengere kapitaaleisen nodig waren voor banken die belegden in minder ontwikkelde landen. Ten slotte nam de complexiteit van de transacties die banken deden toe, vooral doordat de omvang van zogenaamde over-the-counter derivaten²⁰² snel toenam, zie onderstaande figuur.

Ontwikkeling derivatenhandel



Doordat deze producten off-balancesheet²⁰³ waren, nam de omvang van de totale activa niet toe met als consequentie dat de vereiste hoeveelheid kapitaalreserve ook niet toenam. Het kredietrisico nam echter wel toe.

6.2.2 Regulatory competition

Voor de toename van globalisering heeft geresulteerd in een roep om een meer gezamenlijke aanpak, ter voorkoming van een fenomeen dat in de literatuur ook wel bekend staat als *regulatory competition*.²⁰⁴ Hierbij concurreren nationale toezichthouders of wetgevers onderling om het beste resultaat voor hun eigen land te realiseren. Een mogelijk gevolg van *regulatory competition* is het tegenovergestelde van wat doorgaans van concurrentie wordt verwacht.

De gedachte hierachter is dat het marktfalen dat nu juist de reden was voor overheidsoptreden, weer de kop opsteekt indien overheden onderling gaan wedijveren om een resultaat te bereiken dat met het oog op hun eigen belangen het beste is. Sinn noemt dit het selectieprincipe (*Selection Principle*)²⁰⁵ en past dit toe op onder andere belastingconcurrentie, de welvaartsstaat, het mededingingsrecht, maar ook op regelgeving voor banken.

²⁰² Bij over-the-counter derivaten gaat het om posities die niet op de markt worden verhandeld, maar die één op één wordt afgesloten.

²⁰³ In het geval van off-balance-sheet items worden financiële producten ondergebracht in een «special purpose vehicle» (SPV) of «special purpose entity» (SPE) en op deze manier buiten de balans gehouden.

²⁰⁴ Zie bijvoorbeeld Sinn 2003.

²⁰⁵ Zie Sinn 2003, p. 5–8.

Toegespitst op toezicht op de banksector, stelt de theorie van *regulatory competition* dat nationale overheden de neiging hebben om, veelal op verzoek van banken, steeds minder strikte regels op banken toe te passen. Deze «*race to the bottom*» wordt vooral veroorzaakt door globalisering. Sinn laat zien dat het in de afwezigheid van globalisering niet alleen in het nationale belang als geheel is om minimumeisen ten aanzien van het eigen vermogen voor banken te stellen, maar dat de banken hier zelf ook profijt van hebben.²⁰⁶ Globalisering – waarbij banken immers steeds vaker internationaal opereren – zorgt er echter voor dat indien zij in het land van vestiging (*home state*) onderworpen zijn aan een strikt regime, zij hierdoor op internationaal niveau een concurrentienadeel ondervinden. Internationale banken hebben derhalve een sterke prikkel om in hun land van vestiging te lobbyen voor deregulering, of liberalisering.²⁰⁷

Nationale overheden hebben aan de andere kant een prikkel om toe te geven aan deze lobby voor immer soepelere regelgeving, en wel om twee redenen. Ten eerste bestaat er het gevaar dat indien nationale overheden toch kiezen voor strikte regelgeving, zij hiermee hun aantrekkelijkheid als vestigingsplaats doen afnemen, en banken (of financiële producten) zich naar het buitenland zullen verplaatsen. Ten tweede is er de overweging dat, naarmate een bank meer in het buitenland opereert, de nationale overheid een minder sterke prikkel heeft om die bank aan strikte regels te onderwerpen.²⁰⁸ Een gezamenlijke aanpak van nationale overheden en toezichthouders kan een dergelijke «*race to the bottom*» voorkomen.

6.2.3 Bazel I

De tekortkomingen die hierboven zijn beschreven leidden in 1988 tot het Bazel I akkoord tussen België, Canada, Frankrijk, Duitsland, Italië, Japan, Luxemburg, Nederland, Zweden, Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Het Bazel I akkoord is vernoemd naar de zetel van de Bank for International Settlements (BIS), die het overleg tussen de bij haar aangesloten landen coördineerde. Het akkoord richtte zich met name op kredietrisico. De twee belangrijkste criteria uit het Bazel I akkoord waren dat de totale risico-gewogen activa maximaal 20 maal groter mochten zijn dan het eigen vermogen, zoals in de periode voor het akkoord. Tevens moesten de banken voldoen aan de Cooke ratio. Dit hield in dat zowel on-balance-sheet als off-balance-sheet items werden meegenomen in het berekenen van de waarde van de risico-gewogen activa. Afhankelijk van het type activa, gecategoriseerd op basis van risico, werd de waarde van het product vermenigvuldigd met een percentage variërend van 0 tot 100 procent. Voor off-balance-sheet items gold een premie, op basis van de duur en het type activa, variërend van 0 tot 15 procent.

Hierbij zijn twee kapitaaleisen van belang.

Kapitaaleisen bij Bazel I

Tier 1 ratio: het eigen vermogen / de risico-gewogen activa

Tier 2 ratio: het eigen vermogen + langdurige schulden / de risico-gewogen activa

De kapitaalreserve-eisen waren als volgt: de Tier 1 ratio moet minimaal 4 procent zijn en de Tier 2 ratio moet minimaal 8 procent zijn. Deze percentages zijn niet voortgevloeid uit een of ander objectief gegeven of model. Het betreft hier vooral vuistregels die op grond van de ervaring zijn ingegeven.

²⁰⁶ Sinn 2003, p. 165–168.

²⁰⁷ Sinn 2003, p. 168; Sinn 2008.

²⁰⁸ Anders gezegd, «If the share of domestic residents among the bank's owners exceeds the share of domestic residents among the bank's lenders, regulation will be too lax in the sense that national authorities do not, or not fully, exclude [...] opportunistic risk-taking behaviour [...].» (Sinn 2003, p. 173).

Als positief geldt dat het Bazel I akkoord ervoor zorgde dat elke bank een minimale hoeveelheid kasreserve dient aan te houden. Tot op zekere hoogte werden onzorgvuldigheid bij het berekenen van verwachte verliezen op leningen en/of het nemen van te veel kredietrisico afgestraft. Het Bazel I akkoord heeft echter ook twee belangrijke nadelen. Ten eerste werd exclusief op kredietrisico gefocust, terwijl de solvabiliteit van banken ook van andere risico's afhankelijk is (zie ook Bijlage B). Ten tweede was het Bazel I akkoord sterk boekhoudkundig van aard, en sloot het slecht aan bij de risicomanagementpraktijk van banken. Zo diende een bank voor al haar commerciële leningen percentueel evenveel kapitaal aan te houden, los van de door haarzelf berekende verwachte verliezen. Daarmee werden leningen die weinig risicovol zijn relatief duur, en leningen die erg risicovol zijn relatief goedkoop.

6.2.4 Bazel I en het 1996 amendement

Beide problemen werden al vrij vroeg onderkend, en leidden tot aanpassingen aan het originele akkoord.

In 1998 vond op het gebied van over-the-counter derivaten een verandering plaats, waardoor het bekende kredietrisico zou afnemen. Dit fenomeen wordt «netting» genoemd en houdt in dat posities met elkaar verrekend mogen worden wanneer een tegenpartij niet meer aan zijn verplichtingen voldoet. Dit had als gevolg dat de vereiste kapitaalreserve lager kwam te liggen, ondanks het feit dat de investeringen gelijk bleven.

Als er bijvoorbeeld aan de activazijde voor een waarde van 5 aan leningen stond met partij A, en er aan de passivazijde tevens schulden waren ter waarde van 3 bij deze zelfde partij, moest de bank in het berekenen van de vereiste kapitaalreserve rekening houden met 5. In het geval van netting worden de leningen en schulden met elkaar verrekend. In het geval van een faillissement van partij A, belooft het maximale verlies 2, en hoeft de bank bij het vaststellen van de vereiste kapitaalreserves maar rekening te houden met 2. Terwijl de balans van de bank dus niet verandert, verandert wel de vereiste hoeveelheid aan kapitaalreserves.

In 1998 werd ook het «1996 amendement» geïmplementeerd, wat vooral op het gebied van marktrisico veranderingen met zich meebracht. Banken konden kiezen uit twee methoden om de vereiste kapitaalreserve te berekenen. De gestandaardiseerde methode, waarin geen rekening werd gehouden met de correlatie tussen de verschillende producten, en de «intern model based-model approach» waarbij dat wel kan. Banken met geavanceerde risicosystemen mochten deze correlaties meenemen in het berekenen van de vereiste kapitaalreserve. Veel banken maakten voortaan gebruik van deze «intern model based-model approach» omdat de voordelen van diversificatie beter zichtbaar werden en omdat het leidde tot lagere kapitaalreserve-eisen. De waarde van het gewogen vermogen in het geval van marktrisico werd vastgesteld door te berekenen, wat het maximale verlies is in 99 procent van de gevallen over een periode van 10 dagen. De uitkomst hiervan werd vervolgens vermenigvuldigd met 12,5 om de waarde van het gewogen vermogen te berekenen. De totale vereiste hoeveelheid kapitaalreserve werd berekend door het gewogen vermogen van zowel krediet- als marktrisico bij elkaar op te tellen en te vermenigvuldigen met 0,08.²⁰⁹

Ondanks deze veranderingen sloot de basis van de solvabiliteitsregulering nog altijd slecht aan bij de risicomanagementpraktijk:

²⁰⁹ Hull 2007.

- (i) bij de berekening van kapitaalseisen werd slechts een elementair onderscheid gemaakt tussen weinig en zeer risicovolle leningen;
- (ii) verliezen die buiten de leningen- en investeringsportefeuille vallen vielen grotendeels buiten de regelgeving.

De bestaande regelgeving gaf banken derhalve weinig prikkels om risico's correct te schatten en te prijzen.

6.2.5 Bazel II

In 1999 werd begonnen met Bazel II. Het belangrijkste doel was om solvabiliteitsregels te ontwerpen die aansloten bij de risicomangement-praktijk en banken dwongen om te voldoen aan wat werd genoemd de «use test»: risico's moesten zo precies mogelijk geschat worden, waarna deze schatting automatisch de hoeveelheid aan te houden kapitaal alsook de gevraagde prijzen (bijvoorbeeld de rente op leningen) zou bepalen.

Bazel II diende ook minder boekhoudkundig van aard te zijn. In plaats hiervan zou de toezichthouder vooral ook moet toetsen of de risicomodellen van banken aan minimumeisen voldoen. Daarnaast werd echter ook onderkend dat een toetsing van de minimum kapitaalseisen alleen niet voldoende is. Bazel II zou dan ook twee additionele kanalen moeten introduceren waarlangs banken worden gedwongen genoeg kapitaalreserves aan te houden: de zogeheten «supervisory review», en marktdiscipline.

De «supervisory review» zou de toezichthouder de vrijheid moeten geven om in bijzondere gevallen te eisen dat een bank extra kapitaalreserves aanhoudt. Onder marktdiscipline wordt verstaan het verhogen van de transparantie, zodat ook de schuldeisers van de bank (depositohouders, obligatiehouders) en aandeelhouders beter in staat zou zijn om te schatten of de bank solvabel genoeg is. Van beide additionele kanalen zou een sterk disciplinerende werking uit dienen te gaan.

Het resultaat was het Bazel II akkoord, dat in 2004 werd ondertekend en in 2007 werd ingevoerd. Bazel II kent drie zogenaamde «pillars»:

- (i) «minimum capital requirements»,
- (ii) «supervisory review» en
- (iii) «market discipline»

Ad (i) Pillar 1: Minimum capital requirements

Net als onder Bazel I gelden onder Bazel II de minimumeisen van vier en acht procent voor respectievelijk de Tier 1 en Tier 2 ratio's. Bij het berekenen van de minimum kapitaaleisen gaat Bazel II, meer dan Bazel I, echter uit van de risicomodellen die banken zelf gebruiken bij het berekenen van hun verwachte verliezen. Hierbij hanteert Bazel II het principe dat hoe geavanceerder het risicomangement van een bank is, des te meer mag de bank van haar eigen modellen gebruik maken bij het berekenen van de aan te houden minimum kapitaalsreserve. Hiermee gaat Bazel II verder op de weg die, voor marktrisico, al bij het 1996 amendement was ingeslagen.

Bazel II introduceert het gebruik van interne modellen voor het berekenen van kapitaalseisen ook voor kredietrisico, hetgeen resulteert in drie benaderingen. De «standardized» benadering voor het meten van kredietrisico is een direct vervolg op Bazel I, uitgebreid naar de zojuist beschreven risicocategorieën. Daarnaast introduceert Bazel II twee

benaderingen die dichter aansluiten bij de risicomanagementpraktijk, en dan ook «internal rating based» heten. Zoals beschreven in Bijlage B zijn er bij de schatting van risico's door een bank drie variabelen van belang: de kans dat de schuldenaar in gebreke blijft (de «probability of default», oftewel PD), het deel van de lening waarover de bank risico loopt (de «exposure at default», oftewel EAD), en het percentage van het geleden verlies dat niet meer teruggeclaimd kan worden ingeval van «default» (de «loss given default», oftewel LGD). Het product van deze variabelen vormt het verwachte verlies («expected loss», oftewel EL). Bij de eerste van deze twee benaderingen, de «founding internal rating based», oftewel FIRB benadering, mag de bank zelf de PDs berekenen, waarbij de toezichthouder de modellen toetst die de bank hiervoor gebruikt. De LGD en EAD getallen die de bank vervolgens moet hanteren om de verwachte verliezen te berekenen worden door de toezichthouder bepaald (volgens van tevoren vastgestelde categorieën). Bij de «advanced internal rating based», oftewel AIRB benadering mag de bank ook de LGD en EAD zelf vaststellen, maar slechts na strenge toetsing van de interne risicomodellen.²¹⁰

Vooraf voor de FIRB en AIRB benadering wordt de bank getoetst op een aantal zaken. Ten eerste dienen de interne risicomodellen zelf van voldoende niveau te zijn. Daarbij wordt ook gekeken naar het stresstesten van deze modellen, om ervoor te zorgen dat de bank ook bij grote onverwachte verliezen solvabel blijft. Ten tweede dienen de risicomodellen goed ingebed te zijn in de dagelijkse praktijk: de use test. Hierbij wordt o.a. gekeken naar de rol van de interne audit en de interne validatie van de modellen. Ten derde worden strenge minimumeisen gesteld aan de datahistorie waarover banken dienen te beschikken. Dit laatste is van groot belang om een systematische onderschatting van de risico's te vermijden: een korte datahistorie, die enkel een hausse omvat, zou immers tot een te lage risicoschatting voor alle activa kunnen leiden.

Naast markt- en kredietrisico wordt ook het operationele risico meegenomen in het berekenen van de verplichte hoeveelheid kapitaalreserve. Dit gebeurt om drie redenen. Ten eerste omdat banken te maken kunnen hebben met menselijke en computerfouten. Ten tweede willen toezichthouders dat banken meer aandacht hebben voor hun interne controlesystemen. Ten derde willen toezichthouders de verplichte kapitaalreserve op het oude niveau brengen, en door veranderde kredietberekeningen was de kapitaalreserve lager komen te liggen. Er zijn drie manieren om de kapitaalreserve voor operationeel risico te berekenen, maar ze resulteren alle drie in aan te houden reserves die ongeveer gelijk zijn aan 0,15 procent van de gemiddelde winst over de afgelopen drie jaar.²¹¹

Ad (ii) Pillar 2: Supervisory review

De «supervisory review» houdt in dat nationale toezichthouders kleine aanpassingen mogen doen in de regelgeving op basis van lokale omstandigheden. Ze moeten echter wel de consistentie van het akkoord bewaken. Tevens zijn toezichthouders verplicht om in te grijpen in het geval dat de kapitaalreserve onder de vereiste limiet komt. Daarnaast moeten ze meer doen dan alleen toezicht houden op de verplichte kapitaalreserve. Dit houdt onder meer in dat ze banken aanmoedigen betere risicosystemen te ontwikkelen en deze te laten testen door de toezichthouders. Op het gebied van marktdiscipline draait het er vooral om dat banken opener moeten zijn over de producten waarin ze investeren en de risico's die ze nemen. Mocht de toezichthouders twijfels

²¹⁰ Basel Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version», paragrafen 211–213.

²¹¹ Basels Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version», paragrafen 649–659.

hebben over de kwaliteit van het risicosysteem dan kan hij de verplichte kapitaalreserve naar boven toe bijstellen.²¹²

Ad (iii) Pillar 3: Market discipline

Pillar 3 dient ter ondersteuning van Pillar 1 en Pillar 2. Hierbij gaat er om dat de financiële instellingen stukken publiceren waarin informatie wordt gegeven met betrekking tot de risico's waaraan de financiële instelling zich blootstelt, het risicomanagement en de kapitaalpositie.²¹³ Het Bazel comité is zich er van bewust dat de toezichthouders verschillende middelen hebben om te bereiken dat financiële instellingen deze informatie leveren. Allereerst kunnen de toezichthouders de financiële instellingen verzoeken deze gegevens te leveren. Mochten de financiële instellingen niet op dit verzoek ingaan, dan kunnen de toezichthouders eisen dat deze gegevens geleverd worden. In het uiterste geval kunnen toezichthouders de financiële instellingen dwingen. De middelen hiertoe verschillen van land tot land, dit kan variëren van verzoeken tot reprimandes en boetes. Dit is afhankelijk van de wettelijke macht van de toezichthouders en de ernst van de tekortkomingen. In uitzonderlijke gevallen kan de toezichthouder de minimale hoeveelheid kapitaalreserve verhogen.²¹⁴

6.2.6 Reflectie op Bazel-normen

Bazel II verwacht van nationale toezichthouders dat zij met behulp van de minimale kapitaalreserve-eisen nastreven dat de integriteit van het bankwezen niet in gevaar komt.²¹⁵ Bij het vaststellen van de minimale kapitaalreserve voor operationeel risico en markt- en kredietrisico, alsmede bij de toegestane benaderingen, hebben nationale toezichthouders enige keuzevrijheid. Mochten de toezichthouders besluiten om af te wijken van de standaard, zoals afgesproken in Bazel II, dan moeten zij er voor zorgen dat daardoor de consistentie van Bazel II niet in gevaar komt.²¹⁶

Toezichthouders mogen dus bij het vaststellen van de methode om de minimale kapitaalreserve te berekenen afwijken van de voorgestelde methode van Bazel II. Ongeacht de methode die wordt gebruikt bij het berekenen van de minimale kapitaalreserves, mogen toezichthouders dit minimum nooit naar beneden toe bijstellen. Zij mogen echter wel hogere kapitaalreserve-eisen stellen:

«It should be stressed that the revised Framework is designed to establish minimum levels of capital for internationally active banks. As under the 1988 Accord, national authorities will be free to adopt arrangements that set higher levels of minimum capital. Moreover, they are free to put in place supplementary measures of capital adequacy for the banking organizations they charter. (...) More generally, under the second pillar, supervisors should expect banks to operate above minimum regulatory capital levels.»²¹⁷

Zoals eerder opgemerkt, is de beslissing om de percentages van de Tier 1 en Tier 2 ratio's vast te stellen op 4 en 8 procent niet tot stand gekomen op basis van modelmatige berekeningen. Hierbij ging het om een afweging voor de economie als geheel. Bij een eventuele nieuwe discussie is het interessant om naast de kosten voor de economie als geheel te kijken naar de kosten voor de banken. In dit verband is het zinvol om Modigliani en Miller (1958) in herinnering te roepen. Zij stellen dat toenemende kosten van kapitaal als gevolg van schaarste worden gecompenseerd door lagere kosten van kapitaal als gevolg van het feit dat het risico afneemt.

²¹² De originele versies van Bazel I, Bazel II en 1996 amendement zijn beschikbaar op <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>.

²¹³ Basel Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version», paragraaf 809.

²¹⁴ Basel Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version» paragraaf 811.

²¹⁵ Basel Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version» paragraaf 6.

²¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version» paragraaf 7.

²¹⁷ Basel Committee on Banking Supervision, (2006) «International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version» paragraaf 9.

Bij een verhoging van de kapitaalreserve zal de bank aan de activazijde inkomsten mislopen doordat er minder geld mag worden uitgeleend. De kosten aan de passivazijde blijven echter gelijk doordat voor de kleinere hoeveelheid geld die wordt uitgeleend dezelfde hoeveelheid aan de passivazijde moet worden aangehouden. Deze verliezen worden echter gecompenseerd. De hoeveelheid geld die zal worden uitgeleend zal dus dalen. Aangezien de rente tot stand komt door vraag en aanbod, zal ze stijgen. Minder aanbod van geld zal tot een hogere prijs leiden (hogere rentepercentage). Op de kleinere hoeveelheid geld die zal worden uitgeleend, zal de marge dus toenemen. Daarnaast zullen de kosten voor de bank dalen. Naast vraag en aanbod wordt de rente ook vastgesteld op basis van het risico dat men loopt. Doordat de kapitaalreserve stijgt, wordt de kans kleiner dat banken failliet zullen gaan en dit lagere risico betekent dat de banken minder zullen hoeven te betalen om geld te lenen.

Wat er precies met de inkomsten aan de activakant gebeurt is arbitrair: lagere inkomsten doordat het volume afneemt of hogere inkomsten door een hoger percentage? De uitgaven aan de passivazijde zullen lager komen te liggen. Hogere kapitaaleisen leiden dus niet per definitie tot lagere inkomsten voor een bank.

6.2.7 Invulling van de nationale discreties door DNB

Zoals hierboven is beschreven laat Basel II in beginsel ruimte voor nationale discreties op twee niveaus. Enerzijds mogen, ongeacht de methode die wordt gebruikt bij de berekening, de minimale kapitaalreserves wel naar boven maar niet naar beneden bijgesteld worden (minimumharmonisatie). Anderzijds wordt er ruimte gelaten ten aanzien van het vaststellen van de methode om de minimale kapitaalreserve te berekenen.

Bazel II is in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd in het Besluit implementatie kapitaalakkoord Bazel 2.²¹⁸ De Minister heeft er hierbij echter voor gekozen om de minimumkapitaalratio voor banken vast te stellen op het niveau dat wordt gehanteerd in Bazel II, en DNB daarbij niet de mogelijkheid te geven om in het algemeen striktere eisen te stellen.²¹⁹ Op grond van artikel 3:111a Wft kan DNB echter, indien een bank niet voldoet aan de regels betreffende de bedrijfsvoering en het toetsingsvermogen, wel (onder meer) een hogere minimumomvang van het toetsingsvermogen voorschrijven.

Bij het opstellen van het implementatiebesluit is, voor zover de Europese richtlijnen het toelieten, gebruik gemaakt van een doelgerichte («principle-based») benadering:

«Op deze manier hebben de financiële ondernemingen de vrijheid te kiezen op welke wijze zij de normen naleven en kunnen de normen aansluiten bij de specifieke organisatiestructuur van de financiële onderneming. Voor zover de «openheid van de norm» zou kunnen leiden tot onduidelijkheid voor de praktijk kan de Nederlandsche Bank via beleidsregels handvatten geven hoe zij in de dagelijkse toezichtpraktijk invulling aan deze norm zal geven.»²²⁰

Bij de toepassing van de open normen betreffende de methode om de minimale kapitaalreserve te berekenen beschikt DNB derhalve over de nodige discretionaire ruimte. DNB heeft deze invulling van de open normen (voor een deel) geconcretiseerd via onder meer de Beleidsregel uitgangspunten toepassing tweede pijler Kapitaalakkoord Bazel II en

²¹⁸ Besluit van 11 december 2006, houdende wijziging van het Besluit prudentiële regels Wft ter implementatie van richtlijn nr. 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking) (PbEU L 177) en de richtlijn nr. 2006/49/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 14 juni 2006 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (herschikking) (PbEU L 177), *Stb.* 2006, 662.

²¹⁹ Zie artikel 25b onderdeel G van het implementatiebesluit en artikel 60 lid 1 sub a BPR.

²²⁰ Nota van Toelichting, p. 33.

diverse regelingen.²²¹ Voor een totaal overzicht van de invulling van de diverse normen van Bazel II (zoals geïmplementeerd in de Richtlijnen 2006/48/EC en 2006/49/EC) wordt verwezen naar Bijlage C bij dit rapport.²²²

Deze «nationale discreties» reflecteren enerzijds de economische realiteit, die voorschrijft dat er soms belangrijke lokale verschillen in operationele eisen en marktkenmerken zijn die enige flexibiliteit bij de implementatie van Bazel II vereisen. Anderzijds reflecteren de nationale discreties de politieke realiteit, en wel de precieze balans tussen het bewaken van de financiële stabiliteit en het concurrerend houden van eigen financiële instellingen. Die laatste overweging leidt soms dan ook tot de vrees voor een «*race to the bottom*» tussen toezichthouders. Opgemerkt dient daarbij te worden dat de nationale discreties in het akkoord veelal een zeer beperkte invloed hebben.

Toch kan de invulling van de nationale discreties inzicht geven in de filosofie die achter het door een toezichthouder gevoerde beleid zit. De nationale discreties vormen zo gezegd een ijkpunt. Het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) heeft de nationale discreties in een overzicht bij elkaar gebracht.²²³ De Nederlandsche Bank presenteert op haar site haar eigen, iets beperktere overzicht (zie Bijlage C bij dit rapport). Uit een vergelijking van de invulling van de nationale discreties door de toezichthouders in Nederland (DNB), Duitsland (Bundesbank en BaFin) en het Verenigd Koninkrijk (FSA) komt een genuanceerd, maar helder beeld naar voren.

Over het algemeen is DNB een vrij conservatieve toezichthouder, die relatief vaak een verruiming van het akkoord in het (mogelijke) voordeel van de onder haar toezicht staande instellingen *niet* toestaat. Een goed voorbeeld is het al dan niet toestaan van het aanhouden van extra achtergestelde schuld door beleggingsinstellingen, boven de normale limieten.²²⁴ Waar Duitse en Britse toezichthouders beiden ervoor kiezen dit toe te staan, staat DNB dit niet toe. Ook is DNB relatief conservatief bij het toestaan van additionele «credit risk mitigants» (verzekeringsconstructies) bij het berekenen van de aan te houden hoeveelheid kapitaal.²²⁵ Een volgend type discretie betreft de verrekening van posities die binnen een financiële instelling zijn ingenomen. Ook hier is DNB overwegend conservatief. Een laatste belangrijke type discretie betreft de overgangsvoorwaarden: de mate waarin instellingen aan verminderde voorwaarden hoeven te voldoen voordat zij Bazel II volledig geïmplementeerd hebben. Opnieuw is DNB overwegend conservatief.

Uit de bestudering van de nationale discreties komt echter ook een tweede punt naar voren: daar waar het akkoord de toezichthouder de ruimte geeft om instellingen toe te staan om in plaats van minimumeisen eigen risicomodellen te hanteren, maakt DNB relatief vaak gebruik van deze ruimte. Anders gezegd, kiest DNB hier relatief vaak voor een principle-based toezicht. In plaats van een «eenvoudige» minimumeis te handhaven, staat zij onder toezicht staande instellingen toe om zelf methodes te ontwikkelen, al moeten die natuurlijk vervolgens wel de toets der kritiek doorstaan. Een goed voorbeeld is de berekening van alpha, het extra risicogewicht op derivaten en vergelijkbare contracten, om rekening te houden met het risico dat de tegenpartij failliet gaat («counterparty default risk»)²²⁶ DNB kiest er hier voor om, overigens evenals de Duitse en Britse toezichthouders, toe te staan dat instellingen die de «Standardised approach» volgen alpha zelf berekenen (met een minimum van 1,2).

²²¹ Beleidsregel van de Nederlandsche Bank N.v. van 15 juli 2008, houdende uitgangspunten voor de evaluatie, bedoeld in artikel 3:18 a Wft, van het ICAAP (Internal capital Adequacy Assessment Process) van banken en beleggingsondernemingen, www.DNB.nl en de Regeling solvabiliteitsvereisten voor het kredietrisico, de Regeling solvabiliteitsvereisten voor het marktrisico, de Regeling solvabiliteitsvereisten voor het operationeel risico en de regeling liquiditeit Wft. Zie tevens de Veeregeling toezichthouderregelingen DNB, *Stcrt.* 18 december 2007, nr. 245, p. 55.

²²² <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/all/40-127248.html>.

²²³ <http://www.c-ebs.org/Supervisory-Disclosure/Options-and-national-discretions.aspx>.

²²⁴ Directive 2006/49, artikel 14.

²²⁵ Zie bijvoorbeeld de behandeling van «eligible protection providers» in Directive 2006/48, Annex VIII, Part 1, paragraaf. 28. Een ander voorbeeld betreft de behandeling van «reduced LGDs for leasing transactions» in Directive 2006/48, Annex VIII, Part 3, paragraaf. 72.

²²⁶ Directive 2006/48, Annex VIII, Part 6, paragraaf. 12.

Ook mag, net als in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, het risicogewicht dat aan overige kredietinstellingen wordt toegekend zelf worden berekend.²²⁷ In tegenstelling tot de Duitse toezichthouders, staat DNB ook toe dat «IRB» banken onder voorwaarden een relatief laag risicogewicht van 50% of 70% gebruiken bij «specialized lending»: kleine portfolio's, met vaak zeer grote leningen.²²⁸ Ook mogen instellingen, in tegenstelling tot wat in Duitsland is toegestaan, voor een aantal deelnemingen tot 31 december 2012 hun kapitaalsbeslag berekenen volgens de onder het oude Bazel I akkoord geldende regels.²²⁹

De invulling van die laatste discretie lijkt de algemene tendens goed weer te geven: bij de meeste discreties maakt DNB een conservatieve keus, maar relatief vaak kiest men er bij mogelijke vrijheden met betrekking tot door instellingen te hanteren modellen/methodes voor om niet «rule-based», maar «principle-based» op te treden.

Het onderscheid tussen beiden methoden van aanpak kan belangrijk zijn. Vanuit het oogpunt van een toezichthouder hebben zowel een meer «rules based» alsook een «principles based» benadering voor- en nadelen. Een principle-based benadering is vooral ex-post efficiënt: als er eenmaal iets mis gegaan is, dan heeft een toezichthouder meer vrijheid om te reageren. Een goed voorbeeld is de beslissing om een instelling voor faillissement te behoeden. Een discretionaire toezichthouder kan wanneer een faillissement dreigt, de situatie zelf schatten en op basis van die schatting besluiten. Een toezichthouder die gedwongen is om volgens de regels te opereren zou wellicht instellingen moeten sluiten (of open houden), wanneer dit voor de financiële stabiliteit niet wenselijk is, simpelweg omdat de regels erom vragen. Een «rule-based» aanpak is ex ante efficiënt: vooral wanneer banken sterk op prikkels reageren is het goed om je als toezichthouder van tevoren aan regels te binden. Daarmee wordt het namelijk ook waarschijnlijker (en makkelijker) dat instellingen zich aan die regels houden en je dus op een efficiënte wijze (met weinig faillissementen) toezicht kunt houden. De instelling weet wat zij kan verwachten, bijvoorbeeld ingrijpen van de toezichthouder bij een te laag solvabiliteitsratio, en heeft daarmee een prikkel om ingrijpen te voorkomen.

6.3 Kapitaaleisen voor verzekeraars

Net als banken zijn (her)verzekeraars van groot economisch en sociaal belang. Daarom wordt algemeen erkend dat overheidinstanties toezicht moeten houden op bedrijven die actief zijn in deze sectoren.

De primaire taak van de toezichthouders is gelegen in het beschermen van de verzekeringsnemers.²³⁰ De belangrijkste regelgeving voor (her)verzekeraars is Solvency II. In Solvency II worden dan ook minimum-eisen gesteld aan de solvabiliteit van (her)verzekeraars, om de kans te verkleinen dat zij hun verplichtingen aan de verzekeringsnemers niet waar kunnen maken. De Solvency I directive werd op 20 maart 2002 van kracht, en is sinds 26 februari 2008 opgevolgd door de (aangepaste versie van) Solvency II.²³¹

De ontwikkelingen bij het regelgevingkader voor (her)verzekeraars vertonen veel gelijkenissen met het regelgevingkader voor banken. Solvency I leunde echter sterk op boekhoudkundige maatstaven, de solvabiliteitseisen waren niet risicogevoelig, de lidstaten kregen te veel ruimte voor eigen varianten, en er bestond geen behoorlijke regeling voor

²²⁷ Directive 2006/48, Article 80.3 & Annex VI, Part 1, Paragraaf. 24.

²²⁸ Directive 2006/48, Annex VII, Part 1, paragraaf. 6.

²²⁹ Directive 2006/48, Article 154.4.

²³⁰ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikel 27.

²³¹ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», 2007/0143 (COD).

groepstoezicht, terwijl de sector steeds meer een grens- en sectoroverschrijdend karakter kreeg.

Solvency II kent dezelfde structuur als Bazel II en is onderverdeeld in drie pillars. Pillar I heeft betrekking op kwantitatieve eisen, Pillar II op kwalitatieve eisen en toezichtregels en Pillar III op toezichtrapportage en de openbaarmaking van informatie. Hieronder zullen de drie Pillars kort worden omschreven.

6.3.1 Pillar I

Pillar I, getiteld «Kwantitatieve eisen», is onderverdeeld in zes onderdelen: de waardering van de activa en verplichtingen, de technische voorzieningen, het eigen vermogen, de minimum solvabiliteitseis, de minimum kapitaaleis, en beleggingen. Het meest belangrijk zijn de minimum solvabiliteitseis en de minimum kapitaaleis, waarbij de laatste min of meer een afgeleide van de eerste is (waarover later meer).

Bij het berekenen van de minimumeisen maakt Solvency II een wat explicieter en eenvoudiger onderscheid tussen de kwaliteit van het aangehouden kapitaal dan Bazel II. De kwaliteit van kapitaal speelt namelijk een belangrijke rol het berekenen van de minimum solvabiliteitseis en de de minimum kapitaaleis. In de onderstaande tabel kan worden afgelezen hoe de verschillende typen kapitaal worden onderverdeeld. Kapitaal van hoge kwaliteit (eigen vermogen, en wat daar dicht tegenaan ligt) mag, indien het op de balans staat, voor de berekening van de Tier 1 ratio mee worden genomen.

Types kapitaal

Aard/Kwaliteit	Op de balans	Buiten de balans
Hoog	Tier 1	Tier 2
Gemiddeld	Tier 2	Tier 3
Laag	Tier 3	–

De minimum solvabiliteitseis betreft het niveau van kapitaal waarmee de (her)verzekeraar over een periode van een jaar met 99,5% zekerheid kan voldoen aan haar lange termijn verplichtingen. Met andere woorden: de (her)verzekeraar dient een zodanige hoeveelheid kapitaal aan te houden dat de kans dat hij binnen een jaar failliet gaat kleiner is dan 0,5%.

Naast marktrisico, kredietrisico en operationeel risico, ook in Bazel II onderscheiden, dienen verzekeraars ook nog het schadeverzekeringstechnisch risico, het levensverzekeringstechnisch risico en het ziektekostenverzekeringstechnisch risico te meten.

Voor ieder van deze risicogroepen wordt het minimale solvabiliteitskapitaal berekend en vervolgens bij elkaar opgeteld. Verzekeraars en herverzekeraars mogen echter de som van de minimum solvabiliteitseisen verrekenen met een factor die van hun diversificatie afhangt.²³² Het idee hierachter is dat door het creëren van diversificatie de kosten voor (her)verzekeraars kunnen dalen, terwijl de kwaliteit van de dekking constant blijft. Een manier om diversificatie te bewerkstelligen, is om de diensten in meer landen aan te bieden. Door Solvency II wordt een Europese markt gecreëerd waarin de spelregels voor iedereen hetzelfde zijn. In principe schept dit de voorwaarden voor een markt met meer

²³² Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikel 99–124.

diversificatiemogelijkheden, hetgeen leidt tot meer concurrentie en tevens lagere kosten terwijl de kwaliteit hetzelfde blijft.²³³

(Her)verzekeraars kunnen voor het berekenen van de minimum kapitaal-eis gebruik maken van een standaardformule of een intern model. Aan deze keuze is wel een aantal voorwaarden verbonden. Indien de aannames die voor de standaardformule gelden niet overeenkomen met de karakteristieken van de (her)verzekeraar, mag de (her)verzekeraar in samenspraak met de toezichthouder het standaard model aanpassen. In het geval dat het standaard model, zelfs na aanpassingen, geen goede afspiegeling geeft van de (her)verzekeraar, mag de toezichthouder de (her)verzekeraar verplichten een intern model te ontwikkelen. Een (her)verzekeraar mag ook op eigen initiatief een intern model ontwikkelen. Voorwaarde is wel dat het interne model een betere afspiegeling geeft van de organisatie. Daarom dient de toezichthouder het interne model goed te keuren. Dit gebeurt op basis van twee criteria: (i) het interne model moet statistische tests doorstaan; (ii) het model moet goed zijn te implementeren bij de (her)verzekeraar (vergelijkbaar met de *use test* van Bazel II).²³⁴

Hoe de minimum kapitaal-eis moet worden berekend is nog niet besloten. Er zijn in principe twee mogelijkheden:

- (i) Op eenzelfde manier als de minimum solvabiliteit-eis. In het geval van de minimum solvabiliteit-eis werd het niveau van kapitaal berekend aan de hand van een periode van een jaar en met 99,5% zekerheid. Op eenzelfde manier zou bij het berekenen van de minimum kapitaal-eis kunnen worden gerekend met 90% zekerheid over de periode van een jaar.²³⁵ Waarom is de minimum kapitaal-eis dan toch strikter dan de minimum solvabiliteit-eis? Vooral omdat de eerste strengere eisen stelt aan het kapitaal dat in de berekening mee mag worden genomen. Bij de minimum solvabiliteit-eis moet het in aanmerking komende (eigen) vermogen voor minimaal een derde uit Tier I kapitaal (maar dat mag ook buiten de balans staan) en voor maximaal een derde uit Tier III kapitaal bestaan. Bij het berekenen van de minimum kapitaal-eis moet echter, in dit voorstel, minimaal de helft van het in aanmerking komend vermogen in de categorie Tier I vallen. Het mag dan alleen gaan om kapitaal dat op de balans staat.²³⁶
- (ii) Een eenvoudiger voorstel is om de minimum kapitaal-eis te berekenen als percentage van de minimum solvabiliteit-eis.

Ondanks het feit dat de exacte methode nog niet vaststaat, is wel duidelijk dat de kwaliteit van het kapitaal, waarmee de minimum kapitaal-eis moet worden berekend, in elk geval beter moet zijn dan het kapitaal waarmee de minimum solvabiliteit-eis wordt berekend.²³⁷

6.3.2 Pillar II

Pillar II, getiteld «Kwalitatieve eisen en toezichtregels» is onderverdeeld in twee onderdelen: «Toezichthoudende autoriteiten en algemene regels» en «Governance systeem». Het eerste onderdeel schrijft onder meer voor dat lidstaten ervoor moeten zorgen dat de toezichthouders alle bevoegdheden worden verleend die nodig zijn om hun taken naar behoren te vervullen opdat zij ervoor kunnen zorgen dat (her)verzekeraars aan de regelgeving voldoen, en tevens om hen in staat te stellen eventuele onregelmatigheden te voorkomen en te verhelpen. Het kan hierbij gaan om concrete tekortkomingen van het interne model of het bestuurlijk in gebreke blijven. In het geval dat een (her)verzekeraar tekortkomingen vertoont, mag de toezichthouder van de (her)verzekeraar verlangen dat deze extra

²³³ FSA, (2008) «Enhancing group supervision under Solvency II A discussion paper», April 2008.

²³⁴ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikel 99–124.

²³⁵ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikelen 125–128.

²³⁶ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikelen 85–98.

²³⁷ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikelen 125–128.

kapitaalreserves aanhoudt. Als de tekortkomingen op lange termijn niet worden verholpen kan de toezichthouder van de tijdelijke opslag een permanente opslag maken.²³⁸

In het tweede onderdeel wordt ingegaan op de vraag hoe consistentie kan worden gewaarborgd in het geval van sectoroverschrijdende ondernemingen. Men gaat er hier vanuit dat de voorwaarden voor een efficiënte solvabiliteitsmeting wellicht het beste kunnen worden bereikt door governance vereisten in plaats van kwantitatieve vereisten. Om aan de governance vereisten te voldoen, moet er bij de (her)verzekeraar sprake zijn van een deskundig en betrouwbaar bestuur en dient de (her)verzekeraar te voldoen aan de minimumeisen op het gebied van eigen risico en solvabiliteitsbeoordeling, interne controle, interne audit, de actuariële functie en uitbesteding. Hoe de (her)verzekeraar het governance systeem vormtgeeft dient op schrift te zijn gesteld. Het is hierbij van essentieel belang dat het leidinggevend of bestuursorgaan actief betrokken is bij het governance systeem. Vervolgens is het aan de toezichthouder het governance systeem te onderzoeken en te evalueren.²³⁹

6.3.3 Pillar III

Pillar III, getiteld «Toezichtrapportage en openbaarmaking van informatie», focust op het transparant(er) maken van de gezondheid van (her)verzekeraars. Daartoe dienen (her)verzekeraars ieder jaar beknopte financiële informatie omtrent hun solvabiliteitspositie en algemene financiële situatie te publiceren. Alvorens deze informatie wordt verstrekt, moet deze worden goedgekeurd door een leidinggevend of bestuursorgaan.²⁴⁰

6.4 Conclusies

Een aanzienlijk deel van de hier besproken regelgeving, Bazel II en Solvency II, is recentelijk tot stand gekomen. Bij overwegingen aangaande het functioneren van de onder Bazel II geformuleerde normen, dient derhalve rekening te worden gehouden met het feit dat Bazel II slechts zeer recent geïmplementeerd is. Bazel II «mede verantwoordelijk» houden voor de crisis lijkt dan ook weinig reëel. Desalniettemin volgen uit onze analyse wel enkele punten die nadere discussie vergen.

Het eerste aspect betreft de hoogte van de kapitaalbuffers. Zoals uit de analyse blijkt, moeten van hogere kapitaalbuffers geen wonderen worden verwacht. Wanneer aandeelhouders een (zeer) hoog rendement eisen, wordt de druk om aan die eis te voldoen hoger wanneer kapitaalbuffers stijgen. Anders gezegd, zorgen hogere reserves dus mogelijk ook voor hogere risico's. Toch hebben onderhandelingen over uniform gehanteerde hogere kapitaalbuffers wel degelijk zin, gezien hun rol als boegbeelden bij het tegengaan van de druk van regulatory competition. Om te voorkomen dat nieuwe regels procyclisch zijn, verdient het daarbij wel aanbeveling, zoals ook door de Commissie Maas opgemerkt, anticyclische buffers te vormen, vergelijkbaar met het Spaanse beleid van de afgelopen jaren.

Een tweede aspect betreft de invulling van de in Bazel II omschreven use test. In de uiteindelijke versie van het Bazel II akkoord is gekozen voor een niet bijzonder stringente implementatie van de use test: de inbedding van de interne risicomodellen binnen banken, door middel van goede governance en het belang van de uitkomsten van interne risicomodellen bij investerings- en leenbeslissingen. De bank behoeft er slechts voor zorg

²³⁸ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikelen 27–40.

²³⁹ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikelen 41–49.

²⁴⁰ Commissie van de Europese Gemeenschappen (2007), «Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf Solvabiliteit II», artikelen 50–55.

te dragen dat (a) de bestuurlijke procedures garanderen dat de interne risicomodellen daadwerkelijk gebruikt worden; en (b) dat de uitkomsten uit de betreffende berekeningen ook expliciet meegewogen worden in de beslissingen. Hoe dat precies in zijn werk gaat wordt grotendeels overgelaten aan de bank zelf. Zoals ook blijkt uit onze analyse in de bijlagen verdient een expliciete, meer concrete invulling van de use test de voorkeur. Immers, het meten van risico is niet voldoende wanneer risico's vervolgens niet correct geprijsd worden en wanneer de betrokkenheid van het risicomanagement bij investerings- en leenbeslissingen gering is. Te denken valt dan ook aan strengere eisen met betrekking tot het minimum kennisniveau (op het gebied van risicomanagement) van degenen die investerings- en leenbeslissingen nemen, aan het versterken van de positie van het risicomanagement binnen de bank (zowel wat betreft autoriteit als beloning), en aan de invulling en positie van de interne audit.

Een derde, gerelateerd aspect betreft de minimumeisen die aan interne modellen worden gesteld. Een voordeel van de huidige crisis is dat deze modellen verrijkt zullen worden met een datahistorie die duidelijk laat zien wat de effecten van een crisis zijn. Zoals uit de analyse blijkt, is het niet aanbevelenswaardig bij het extern beoordelen van modellen al te zwaar te leunen op de uitkomsten van modellen. Een dergelijke aanpak leidt immers tot een grote nadruk op harmonisatie van risicoschattingen en het vergroten van het belang van, bijvoorbeeld, externe ratings. Ook wreekt zich in dit opzicht een discretionair beleid, aangezien dit vaak leidt tot een afwachtende houding aan de zijde van financiële instellingen. Die waken er immers voor om ex post te horen dat de door hen gekozen interne modellen de toets der kritiek niet kunnen doorstaan. In plaats hiervan zouden de minimumeisen die aan interne modellen gesteld worden explicieter gemaakt en verhoogd kunnen worden. Te denken valt aan het verlengen van de vereiste datahistorie en het verzwaren van de minimumeisen voor stresstesten.

Een vierde aandachtspunt betreft de kwaliteit van het «human capital». Het Bazel II akkoord heeft geleid tot een cultuuromslag, waardoor het belang van het doorgronden en meten van risico sterk is toegenomen. De gekozen aanpak om de berekening van minimum solvabiliteitsregels zoveel mogelijk bij de door banken gehanteerde interne modellen aan te doen sluiten, versterkt de positie van het risicomanagement binnen de banken. Maar een goede implementatie van het Bazel II akkoord vereist een hoog minimumniveau aan human capital, bij management, bij raad van toezicht en bij de toezichthouders. Alleen dan zullen de kwaliteit en de uitkomsten van interne modellen correct worden beoordeeld.

Tot slot is het van belang om nogmaals het (relatief beperkte) kader van Bazel II aan te geven. Evenals het Bazel I akkoord en Solvency II (voor verzekeraars), is Bazel II vooral gericht op het handhaven van een minimum aan solvabiliteit, op instellingsniveau. Hoge verwachtingen dat Bazel II ook op gebieden als liquiditeitsproblemen en systeemrisico een dominante rol kan spelen dienen dan ook sterk getemperd te worden. De solvabiliteitsregels in Bazel II hebben wel als doel om risico's gerelateerd aan insolventie correct te schatten én te prijzen. Bazel II wordt, evenals Solvency II, geacht de onder toezicht staande instellingen te prikkelen tot zo goed mogelijke risicoschattingen. Daartoe dienen de regels van Bazel II zo goed mogelijk aan te sluiten bij de interne risicopraktijk van instellingen.

Het beste wordt in dit verband de link tussen doel en prikkel verwoord door wat het Bazels Comité de «use test» noemt, een cruciaal onderdeel van het Bazel II akkoord:

«Internal ratings and default and loss estimates must play an essential role in the credit approval, risk management, internal capital allocation and corporate governance functions of banks using the IRB approach. Rating systems and estimates designed and implemented exclusively for the purpose of qualifying for the IRB approach and used only to provide IRB inputs are not acceptable. It is recognised that banks will not necessarily be using exactly the same estimates for both IRB and all internal purposes. For example, pricing models are likely to use PDs and LGDs relevant to the life of the asset. Where there are such differences, a bank must document them and demonstrate their reasonableness to their supervisor»²⁴¹

Banken die de op interne modellen gebaseerde Internal Ratings Based (IRB) aanpak gebruiken, dienen dus de resultaten van hun risicomodellen niet alleen te gebruiken om, voor de toezichthouder, de vereiste solvabiliteitsratio's te berekenen, maar zij dienen die resultaten tevens te gebruiken bij hun investeringsbeslissingen en hun corporate governance.

Hiermee raakt de «use test» aan een belangrijk manco van de huidige regelgeving: de door de jaren heen opgebouwde invloed van het Bazels Comité beperkt zich vooral tot solvabiliteitsregels. Het comité stelt in haar akkoorden regelgeving voor die uiteindelijk na implementatie door de EU in de nationale wetgeving wordt verankerd. Maar investeringsbeslissingen en corporate governance zijn gebieden waarop het comité slechts zeer beperkt geacht wordt regels uit te vaardigen. Hoewel in eerste instantie wel degelijk is gepoogd om de use test van heldere, bindende voorschriften te voorzien, is onder druk van een stevige lobby van de financiële sector voor een sterk afgezwakte tekst met betrekking tot de use test gekozen. Zoals het comité zelf zegt:

«When the Committee decided to move towards a determination of regulatory capital using internal risk estimates as an important input, it also expressed the desire for reassurance that these risk estimates – the IRB components – were truly employed for internal risk management purposes. However, while the second consultative paper on the new framework contained detailed and prescriptive language on the internal use of IRB components, the final Basel II text, i.e. paragraph 444, is more principle based, creates more flexibility and reflects the Committee's recognition that some divergence between IRB components and estimates used for internal purposes is possible.»

Het gevolg is, eenvoudig samengevat, dat het Bazel II akkoord veel over risico en veel minder over de relatie tussen risico en rendement zegt.

In het licht van de crisis valt over de huidige regelgeving voor (her)verzekeraars ook een aantal zaken op te merken. In de eerste plaats dat diversificatievoordelen in tijden van crisis over het algemeen veel kleiner uitvallen, of zelfs compleet wegvallen. Door de mogelijkheid om winsten van diversificatie te verrekenen met vereiste kapitaalreserves neemt de kans toe dat de buffers te laag zijn indien de diversificatievoordelen kleiner worden. Wel zal de correlatie (die het diversificatievoordeel meet) tussen de technische schadeverzekerings-, levensverzekerings en ziektekostenverzekeringsrisico's constanter zijn, ook in tijden van crisis, dan tussen de overige, minder verzekerings specifieke risico's (waaraan ook banken blootstaan). Daar staat echter tegenover dat Solvency II, meer dan Bazel II, diversificatievoordelen tussen risicocategorieën toestaat bij het berekenen van de minimumeisen.

²⁴¹ Basel II Framework, paragraaf 444.

In de tweede plaats blijkt uit de huidige crisis dat de definitie van kapitaal dat zich kwalificeert voor een minimumeis niet zonder consequenties is. Doordat gebleken is dat hybride kapitaal niet kan worden bestempeld als Tier I kapitaal, hebben (her)verzekeraars hun kapitaalpositie overschat en daarmee was de buffer veelal te klein om klappen op te vangen.

Een speciaal systeemrisicoprobleem dat zich bij (her)verzekeraars voor kan doen, is het volgende. Een voorbeeld is de ondergang van AIG. AIG trad veelal op als tegenpartij bij een credit default swap. Om de risico's van een *default* van de verzekerde activa te dekken, hield AIG liquide middelen aan. Mochten de verliezen echter groter zijn dan de aangehouden middelen – bijvoorbeeld doordat de kans op verlies was onderschat – dan diende AIG extra middelen aan te trekken. Op dat moment doet zich een probleem voor, want door de daling in de liquide middelen daalt de rating van AIG, waardoor het extra kostbaar (en moeilijk wordt) om extra liquide middelen aan te trekken. Het gevolg is een neerwaartse spiraal. Van belang is het om hierbij op te merken dat, in tegenstelling tot wat wel beweerd wordt, de *trigger* van deze spiraal niet de ratingverlaging is, maar het feit dat in eerste instantie onvoldoende liquide middelen zijn aangehouden: de verzekeraar heeft risico's niet correct geprijsd (men zou dan ook goed kunnen argumenteren dat de initiële rating van de verzekeraar te hoog was).

7. SYSTEEMTOEZICHT DOOR DNB

Naast het (micro-)prudentieel toezicht is De Nederlandsche Bank ook verantwoordelijk voor het systeemtoezicht. Het systeemtoezicht, ook wel macroprudentieel toezicht genoemd,²⁴² richt zich met name op het voorkomen van een «domino-effect», dat wil zeggen het overwaaien van problemen bij één instelling naar andere financiële instellingen. Zoals al eerder is aangegeven, vertoont het systeemtoezicht een sterke overlap met het prudentieel toezicht. De reden hiervoor is dat het beschermen van de financiële positie van individuele financiële instellingen er immers in principe voor zorgt dat er geen «domino-effect» kan optreden. Ook bij de uitvoering van het toezicht is er een overlap tussen het systeemtoezicht en het prudentieel toezicht.

Door de sterke overlap zijn de onderwerpen uit het hoofdstuk aangaande prudentieel toezicht ook relevant voor het systeemtoezicht. Het probleem van «regulatory competition» doet zich immers ook zeker voor bij het systeemtoezicht. Daarnaast dragen ook de kapitaaleisen voor banken en verzekeraars bij aan het systeemtoezicht. Dit hoofdstuk bouwt hierop voort en gaat nader in op enkele onderwerpen aangaande het systeemtoezicht die van belang zijn voor de financiële crisis.

7.1 Grondslagen voor systeemtoezicht

De verantwoordelijkheid van het toezicht op het financiële stelsel als geheel blijkt deels – net als het prudentieel toezicht – uit artikel 1:24 Wft. Hierin wordt immers onder andere vermeld dat DNB tot taak heeft (macroprudentieel) toezicht uit te oefenen dat is gericht op het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. Daarnaast vormt artikel 3 Bankwet 1998 een belangrijke bepaling.

Artikel 3 Bankwet 1998

1. Ter uitvoering van het Verdrag draagt de Bank in het kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken bij aan de vervulling van de volgende taken
 - a. het bepalen van het monetaire beleid en het ten uitvoer leggen van dat beleid;
 - b. het verrichten van valutamarktoperaties in overeenstemming met artikel 109 van het Verdrag;
 - c. het aanhouden en beheren van de officiële externe reserves;
 - d. het verzorgen van de geldsomloop voorzover deze uit bankbiljetten bestaat;
 - e. het bevorderen van de goede werking van het betalingsverkeer.
2. Ter uitvoering van het Verdrag draagt de Bank in het kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken bij tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.
3. Ter uitvoering van het Verdrag is het de Bank toegestaan bij de uitoefening van haar taken en plichten ingevolge het eerste en tweede lid instructies te vragen aan en te aanvaarden van uitsluitend de Europese Centrale Bank.

Het tweede lid geeft DNB de verantwoordelijkheid voor systeemtoezicht. Het systeemtoezicht (of macroprudentieel toezicht) betreft toezicht op systeemrisico's. Deze doen zich in eerste instantie voor als banken onderling zo met elkaar verweven zijn dat problemen bij bank A zorgen voor problemen bij bank B, bijvoorbeeld via het interbancaire leenverkeer of via besmetting. Dit laatste kan zich voordoen wanneer de problemen bij bank A zorgen voor verlies van vertrouwen in bank B, of zelfs in meer banken.

²⁴² Zie Oppelaar 2007; Larosière; Turner Review; Den Butter 2009b.

Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen direct en indirect systeemrisico. Bij direct systeemrisico gaat het om financiële samenhang door middel van onderlinge leningen. In het geval van indirect systeemrisico gaat het om een invloed van buitenaf die meerdere banken tegelijkertijd beïnvloedt of om de (veronderstelde) gezondheid van een bank en de mogelijke invloed hiervan op andere banken. In deze paragraaf zal eerst de interbancaire markt worden besproken (direct systeemrisico) en vervolgens worden de rollen van de rating agentschappen (indirect systeemrisico) en het depositogarantiestelsel (indirect systeemrisico) besproken.

7.2 De interbancaire markt

De interbancaire markt is een typisch voorbeeld van direct systeemrisico, dit is immers de markt waar banken elkaar onderling geld lenen. Een interbancaire markt ontstaat wanneer bank A gemakkelijk depositogeld binnenhaalt, maar geen goede investeringsmogelijkheden heeft en bank B een tegenovergestelde situatie kent. Ook kunnen sommige banken tijdelijke overschotten hebben (waar men natuurlijk graag rente over ontvangt) terwijl andere banken juist behoefte aan middelen hebben. De interbancaire markt zorgt dus voor een betere allocatie van geld.²⁴³

Het gaat op de interbancaire markt vaak om leningen met een zeer korte termijn. Net zoals bij leningen aan particulieren of bedrijven, maakt de bank die de lening verstrekt een analyse met betrekking tot het risico op «defaults». Hoe hoger het risico des te hoger dit wordt geprijsd. Ten tijde van economische stabiliteit hoeven banken alleen maar te kijken naar de kredietwaardigheid van de bank waaraan zij het geld leent, om het risico te bepalen. Het monitoren van de kredietwaardigheid van één tegenpartij vergt weinig mankracht en geld.

De vragen die de kredietwaardigheid in kaart brengen zijn: wat is de kans dat een bank een financiële tegenvaller krijgt te verwerken? En heeft de bank in dat geval voldoende reserves om de tegenvaller op te vangen? Als een bank niet voldoende reserves heeft om een financiële tegenvaller op te vangen, en op lange termijn zijn schulden niet meer kan betalen zal de bank insolvent zijn. Wanneer dit gebeurt zal de bank al haar posities moeten sluiten, wat leidt tot liquiditeitsproblemen bij andere banken, in het geval dat deze leningen hadden uitstaan bij de bank die insolvent wordt. Immers de bank zal moeten afboeken op de interbancaire leningen (aan de activazijde), met als gevolg dat deze bank nu dezelfde cyclus zal doorlopen als de bank beschreven in de inleiding. De winstgevendheid zal dalen, liquide middelen zullen afnemen en dus moet de bank wederom met verlies een deel van de investeringen verkopen aan een andere bank, in elk geval de bank die onvoldoende liquide middelen heeft. Deze bank loopt dus het risico ook insolvent te worden, met als gevolg dat nog meer banken leningen zullen moeten afschrijven. Wanneer één bank dus insolvent is, kan dit een domino-effect creëren.²⁴⁴

7.2.1 Crisis

Ten tijde van een financiële crisis neemt de onzekerheid over de kredietwaardigheid van tegenpartijen op de interbancaire markt af. Om de kredietwaardigheid van de bank te beoordelen moet nu niet alleen de positie van deze bank beoordeeld worden, maar ook die van de tegenpartijen van de bank. Immers, als een bank insolvent wordt, heeft dit mogelijk effecten op andere banken. Het aantal partijen dat dus moet

²⁴³ Rochet J. C., en Tirole J. (1996), p. 733–762.

²⁴⁴ Caballero, R. J., en Simsek. A., (2009).

worden gemonitord neemt daarmee enorm toe voor de bank die zijn geld wil uitlenen op de interbancaire markt. Als de financiële crisis nog grotere vormen aanneemt zal de tegenpartij van de tegenpartij van de andere bank ook in het monitoring proces moeten worden meegenomen. Dit wordt voor de bank die zijn geld wil uitlenen zo complex en kostbaar dat de bank kan besluiten niet meer deel te nemen aan de interbancaire markt. Als gevolg van de toegenomen onzekerheid is het vertrouwen in de interbancaire markt weg. Wat voor de ene bank geldt, geldt ook voor andere banken en zo komt de interbancaire markt tot stilstand. Het probleem van een interbancaire markt die tot stilstand komt is dat banken die een tijdelijk tekort hebben aan liquide middelen, deze positie moeilijk of niet kunnen sluiten. De problemen worden dus alsmear groter; banken worden immers eerder gedwongen investeringen met een verlies te verkopen.

In de praktijk komt de interbancaire markt niet volledig tot stilstand, maar komen transacties wel moeilijker tot stand.²⁴⁵ De ECB zei hierover het volgende in zijn jaarverslag:

«Doordat de banken zich steeds meer zorgen gingen maken over hun liquiditeit en hun balansen, werden ze minder bereid gevonden om aan andere banken middelen te verschaffen. De complexiteit en ondoorgrondelijkheid van vele van deze producten verhoogden de terughoudendheid van de banken om deel te nemen aan interbancaire transacties, zowel omdat de banken twijfels hadden over de kredietwaardigheid van hun potentiële tegenpartijen, als omdat ze onzeker waren over hun eigen toekomstige risico's (inzake kapitaal en liquiditeit) afgeleid uit de conduitmaatschappijen en de SIV's. Als gevolg hiervan gingen de banken liquiditeit oppotten. De liquiditeit op de interbancaire geldmarkt nam af, wat met name de werking aantastte van de markten voor langerlopende ongedekte deposito's (als gevolg van de bezorgdheid van de banken over de mogelijke risicoblootstelling van hun tegenpartijen)»²⁴⁶

7.2.2 Beleid

Als een bank in het verleden insolvent werd, werd door de overheid het systeemrisico verlaagd door middel van leningen tegen korting, het faciliteren van aankopen of nationalisaties. Het is echter algemeen geaccepteerd dat zulke maatregelen leiden tot een verlaging van de *prikkel* van banken om tegenpartijen op de interbancaire markt naar behoren te monitoren. Dit heeft er toe geleid dat toezichthouders en politici op zoek zijn gegaan naar middelen om hun blootstelling aan bank faillissementen te verlagen.

Zoals gezegd is de interbancaire markt een goed voorbeeld van een markt waar, zeker tijdens een crisis, vertrouwen een grote rol speelt. Daardoor is de overweging tussen een beleid dat meer op regels («rules») gebaseerd is, en een beleid dat meer discretionair is («discretion») belangrijk. Economen kennen het verschil tussen *rules* en *discretion* vooral uit discussies over monetair beleid. Baanbrekend werk door de economen Barro en Gordon liet zien dat verwachtingen over bijvoorbeeld toekomstige inflatie een belangrijke rol spelen bij de effectiviteit van macro-economisch beleid.²⁴⁷ Verwachtingen over inflatie beïnvloeden de huidige stand van zaken in de economie. Daarmee beïnvloeden dus ook verwachtingen over toekomstig beleid (dat die inflatie beïnvloedt) de huidige economie.

Waarom is dit van belang? Omdat het belangrijk is om te weten of de verwachtingen die we (lees: banken, consumenten) hebben over beleid betrouwbaar zijn. Des te betrouwbaarder het beleid is, des te sneller/beter

²⁴⁵ Naast het feit dat de interbancaire markt zorgt voor systeemrisico's, is er ook nog ander nadeel. Interbancaire transacties zorgen ook voor een afname in de transparantie van de balans en off-balance gegevens van een bank. Dit leidt tot ertoe dat het toezicht op de liquiditeits- en solvabiliteitspositie gecompliceerder wordt. Rochet, J. C., en Tirole, J., (1996), p. 733–762.

²⁴⁶ Europese central bank, (2009), Jaarverslag 2008, p. 36.

²⁴⁷ Een voorbeeld is: Barro, Robert J., (1997), p. 101–115.

wij erop reageren, en des te minder gemakkelijk het is voor beleidsmakers om stiekem toch van het aangekondigde beleid af te wijken. Vanuit toezichtsperspectief, zouden economen het verschil tussen *rules* en *discretion* als volgt beschrijven.

Discretion is ex post efficiënt: als er eenmaal iets mis gegaan is, dan heeft een toezichthouder meer vrijheid om te reageren. Een goed voorbeeld is de beslissing een bank voor faillissement te behouden. Een discretionaire toezichthouder kan wanneer een faillissement dreigt de situatie zelf schatten en op basis van die schatting besluiten. Een toezichthouder die gedwongen is om volgens de regels te opereren zou wellicht banken moeten sluiten (of open houden), wanneer dit voor de financiële stabiliteit niet wenselijk is, simpelweg omdat de regels erom vragen.

Rules zijn ex ante efficiënt: vooral wanneer banken sterk op prikkels reageren is het goed om je als toezichthouder van tevoren aan regels te binden. Daarmee wordt het namelijk ook waarschijnlijker (en makkelijker) dat banken zich aan die regels houden en je dus op een efficiënte wijze (met weinig faillissementen) toezicht kunt houden. De bank weet wat zij kan verwachten, bijv. het ingrijpen van de toezichthouder bij een te laag solvabiliteitsratio, en heeft daarmee een prikkel om ingrijpen te voorkomen.

Samengevat betekent dit dat *discretion* weliswaar bij het oplossen van een crisis erg nuttig kan zijn, maar in de dagelijkse toezichtpraktijk, wanneer van crises nog geen sprake is, slechts zeer spaarzaam en behoedzaam gebruikt moet worden, bijv. in gevallen waarvan van *rules* een verkeerde prikkel uitgaat.

Wat betekent dit concreet voor de interbancaire markt? Bij hun pogingen om het vertrouwen te behouden en herstellen, maken toezichthouders ook de afweging tussen een meer op regels gebaseerd beleid en een meer discretionair beleid. Een groot probleem bij een discretionair beleid is het feit dat veel banken (meer dan aanvankelijk gedacht werd) als «too-big-to-fail» worden gezien: wat de toezichthouder *ex ante* ook beweert, niemand gelooft dat deze banken *ex post* niet gered zullen worden. Daardoor vervalt de *prikkel* om deze banken goed te monitoren, wat leidt tot een verhoging van het systeemrisico.

Een andere oplossing is dat de centrale bank de interbancaire markt reguleert. Dit wil zeggen dat de centrale bank tijdens een crisis de interbancaire transacties garandeert of zelf de spin wordt in het interbancaire web. Banken lenen hun overschot aan liquide middelen aan de centrale bank, die op zijn beurt leningen verstrekt aan andere banken.²⁴⁸

7.2.3 De Nederlandse situatie

Uit onderzoek van Van Lelyveld en Liedorp (2006) van De Nederlandsche Bank blijkt dat de Nederlandse grote banken geen allesbepalende invloed op elkaars financiële gezondheid hebben, in het geval een bank in de problemen komt.²⁴⁹ Mocht een grote bank insolvent worden, dan zal dit niet snel leiden tot het omvallen van een van de andere grote Nederlandse banken. De verklaring hiervoor is dat de grote Nederlandse banken onderling weinig aan elkaar lenen op de interbancaire markt. De tegenpartijen op de interbancaire markt zijn voornamelijk andere Europese en Amerikaanse banken. Dit zorgt wel voor een ander probleem, namelijk wanneer een buitenlandse regio in de financiële problemen komt. In dat

²⁴⁸ Rochet J. C. en Tirole J. (1996), p. 733–762.

²⁴⁹ Van Lelyveld I. en Liedorp F. (2006), p. 99–133.

geval zullen alle Nederlandse banken tegelijkertijd moeten afschrijven op hun leningen. Al met al zorgt de interbancaire markt voor een grote mate van samenhang tussen banken hetgeen leidt tot een aanzienlijk systeemrisico. Een tekortkoming van het onderzoek van Van Lelyveld en Liedorp (2006) is overigens dat de effecten van het indirecte systeemrisico niet worden meegenomen. De invloed van indirecte systeemrisico's zijn namelijk van groot belang. Dit blijkt uit onderzoek van Müller (2003) waarin wordt geconcludeerd dat de samenhang tussen banken sterker wordt beïnvloed door leningen aan particulieren en bedrijven dan aan andere banken.²⁵⁰ De samenhang tussen banken zoals die wordt beargumenteerd door Van Lelyveld en Liedorp (2006), wordt dus onderschat door het niet meenemen van de indirecte effecten, terwijl deze in grote mate de samenhang bepalen.

7.2.4 Conclusies

Veel van de hier boven beschreven fenomenen hebben we teruggezien in de huidige kredietcrisis. Door het opdrogen van de interbancaire markt, kwamen veel banken in liquiditeitsproblemen. De overheid heeft dit probleem opgelost door banken financiële injecties te geven. Op deze manier heeft de overheid getracht de banken overeind te houden en het vertrouwen van particulieren en bedrijven in te banken te vergroten. Zo is geprobeerd de negatieve spiraal van gedwongen verkoop van investeringen, teruglopende winstgevendheid en uiteindelijke insolventie te doorbreken. Daarmee is aangetoond dat overheden blijkbaar niet in staat zijn om de «belofte» niet in te grijpen waar te maken. De overheid werd gedwongen bij te springen omdat de interbancaire markt tot stilstand was gekomen doordat banken terughoudender werden in het uitlenen van geld.

Hiervoor zijn twee mogelijke oorzaken. De eerste oorzaak moet worden gezocht bij de indirecte systeemrisico's. Een belangrijke rol bij de huidige kredietcrisis qua systeemrisico is weggelegd voor de rating agentschappen, die hieronder tegen het licht worden gehouden.

De andere oorzaak kan zijn het gebrek aan ex ante efficiënte regels. Deze mogelijke oorzaak is reeds langere tijd onderkend. Reeds in 2007 is een voorstel voor aanscherping van het toezicht op afwikkelingen, die de transacties op de interbancaire markt voor hun rekening nemen, door het Ministerie van Financiën aan de ECB voorgelegd.²⁵¹ De ECB reageerde over het algemeen positief op het voorstel, waardoor afwikkelingen onder toezicht van DNB zouden komen.²⁵² Wel heeft de ECB kritiek op de meer discretionaire onderdelen van het voorstel. Een voorbeeld is het commentaar op Artikel 2:3a, lid 2, dat bepaalt dat het voorstel niet van toepassing is op «te bepalen categorieën afwikkelingen die geen aanmerkelijke invloed hebben of kunnen hebben op de stabiliteit van de financiële sector» (Artikel 2:3a, lid 2). Het commentaar van de ECB haakt rechtstreeks in op het onderscheid tussen rules en discretion, waarbij duidelijk een meer rules based benadering wordt voorgestaan: «De ECB neemt er nota van dat het criterium van niet-aanmerkelijke invloed tamelijk ruim is. Derhalve zou de ECB willen aanmoedigen, na raadpleging van DNB, objectieve en transparante criteria vast te stellen en deze openbaar te maken».²⁵³ Het uiteindelijke Wetsvoorstel afwikkelingen is onlangs afgerond.²⁵⁴

Het initiële voorstel is echter ook naar aanleiding van een advies van de Raad van State en overleg met DNB en AFM gewijzigd.²⁵⁵ In het oude

²⁵⁰ Müller, J. (2003).

²⁵¹ Zie ook Claassen 2007.

²⁵² ECB (2007), «Advies van de Europese Central Bank op verzoek van het Nederlandse Ministerie van Financiën inzake een voorstel van wet betreffende het verlenen van afwikkelingen en het toezicht daarop,» (CON/2007/7), 15 maart 2007.

²⁵³ ECB (2007), «Advies van de Europese Central Bank op verzoek van het Nederlandse Ministerie van Financiën inzake een voorstel van wet betreffende het verlenen van afwikkelingen en het toezicht daarop,» (CON/2007/7), 15 maart 2007, p. 5.

²⁵⁴ Ministerie van Financiën (2009), «Wetsvoorstel afwikkelingen», FM/2009/1598M, 7 augustus 2009.

²⁵⁵ Kamerstukken II 2008/09, 32 025, nr. 4.

voorstel zou het systeemtoezicht voor het eerst wettelijk worden geregeld door deze functie van toezicht expliciet toe te voegen in artikel 1:24 Wft. Daarnaast zou een nieuw, zesde deel in de Wft opgenomen worden, getiteld «Deel Systeemtoezicht afwikkelondernemingen». Naar aanleiding van een Advies van de Raad van State is echter besloten om de bepalingen inzake het lopend toezicht op afwikkelondernemingen, in overeenstemming met het toezicht op andere financiële ondernemingen, op te nemen in de reeds bestaande delen Prudentieel toezicht financiële ondernemingen en Gedragstoezicht financiële ondernemingen, en dus af te zien van opneming van een nieuw deel in de wet. De reden hiervoor is dat de Wft-wetgever van mening is dat het systeemtoezicht wordt beschouwd als een vorm van prudentieel toezicht, en uit het ongewijzigde artikel 1:25 Wft volgt dat dit aan DNB wordt opgedragen.²⁵⁶

Het wetsvoorstel voorziet in toezicht door DNB (aan wie zowel de vergunningverlening als het prudentiële toezicht is opgedragen) op afwikkeldiensten, en is primair gericht op het beperken van risico van ontwrichting in de financiële infrastructuur.²⁵⁷ Het gaat hierbij dus om (systeem- of) macroprudentieel toezicht, aangezien het is gericht op «het voorkomen dat financiële problemen bij één financiële onderneming overslaan naar andere financiële ondernemingen en financiële markten en strekt dus vooral ter bescherming van de stabiliteit van de financiële sector».²⁵⁸ De reikwijdte van de wijziging beperkt zich overigens tot afwikkeldiensten.

De reikwijdte van het wetsvoorstel afwikkeldiensten

Afwikkeldiensten worden onderscheiden in onder andere diensten van een betalingssysteem en diensten van een systeem voor de afwikkeling van transacties in financiële instrumenten. Systemen voor de afwikkeling van financiële instrumenten worden gebruikt ter afwikkeling van transacties die op een handelsplatform of over the counter zijn gesloten. Hier worden naast geldbedragen ook de rechten op of ten aanzien van financiële instrumenten afgewikkeld. Er kan een viertal functies worden onderscheiden:

- a. de clearing; de posities in geld of financiële instrumenten van partijen worden door de afwikkelonderneming ten opzichte van elkaar vastgesteld;
- b. de settlement; de posities in geld of financiële instrumenten van partijen worden door de afwikkelonderneming verevend;
- c. het optreden als de centrale tegenpartij; de afwikkelonderneming neemt de contracten voortvloeiend uit de handel in financiële instrumenten van partijen over;
- d. de bewaarfunctie; de afwikkelonderneming bewaart de financiële instrumenten.²⁵⁹

Het wetsvoorstel betreft derhalve een belangrijk deel van de financiële infrastructuur. Claassen wijst erop dat activiteiten van afwikkelondernemingen onderwerp zijn van schaalvoordelen, zodat er van concurrentie over het algemeen geen sprake is. Het presteren van een afwikkelonderneming is dan ook cruciaal voor de veiligheid en efficiëntie van de desbetreffende markten, die als het ware het knooppunt vormen in het betalingsverkeer en het verkeer in financiële instrumenten.²⁶⁰

²⁵⁶ Brief van 7 augustus 2009, kenmerk FM/2009/1598M.

²⁵⁷ *Kamerstukken II 2008/09, 32 025, nr. 3*, p. 11.

²⁵⁸ *Kamerstukken II 2008/09, 32 025, nr. 3*, p. 14.

²⁵⁹ *Kamerstukken II 2008/09, 32 025, nr. 3*, p. 2–3.

²⁶⁰ Claassen 2007.

²⁶¹ *Kamerstukken II 2008/09, 32 025, nr. 3*, p. 12; Claassen 2007.

Tot slot dient echter wel opgemerkt te worden dat zowel door de wetgever als in de literatuur wordt opgemerkt dat de financiële infrastructuur in principe meer omvat dan de in het wetsvoorstel onder toezicht gestelde afwikkelondernemingen.²⁶¹ Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan de communicatiekanalen en de interne systemen van financiële ondernemingen, en systemen voor pintransacties en betalingen met creditcard.

7.3 De rol van rating agentschappen

Zoals eerder omschreven is, zijn de indirecte systeemrisico's minstens zo belangrijk als de directe systeemrisico's. Een goed voorbeeld van indirecte systeemrisico's betreft de rol van rating agentschappen. Zij bepalen het risicoprofiel van veel producten zoals «mortgage-backed securities» (MBS) en de «collateral debt obligations» (CDO), maar ook van bedrijven en dus ook van banken. De stempels die zij drukken op een product, variërend van AAA tot en met D, worden door alle banken gebruikt in het samenstellen van portefeuilles.

Producten als MBS's en CDO's zijn wereldwijd door banken opgekocht en toegevoegd aan hun portefeuille gestopt, om de diversificatie van hun producten te vergroten. Een probleem ontstaat er wanneer blijkt dat deze producten, op basis van het veronderstelde risico, verkeerd zijn geprijsd. Zodra duidelijk wordt dat dit geval is, moeten banken gaan afschrijven op hun leningen. Aangezien de MBS's en CDO's in grote hoeveelheden op de balans stonden van wereldwijd verspreide banken, moest er wereldwijd op productportefeuilles worden afgeschreven. De banken waren dus niet verbonden met elkaar omdat ze elkaar geld leenden, maar omdat ze allemaal hetzelfde risico liepen. Producten die wereldwijd bij banken op de balans staan, vormen dus een systeemrisico.

7.3.1 Crisis

Het beoordelen van producten door rating agentschappen maakt het makkelijker voor banken om diversificatie te bewerkstelligen. Ze hoeven namelijk niet ieder product afzonderlijk te prijzen voordat ze hier in investeren (handelen). Probleem is wel dat als achteraf blijkt dat rating agentschappen het risico op sommige producten verkeerd hebben ingeschat, alle banken hier gelijktijdig de problemen van ondervinden. En aangezien het aantal rating agentschappen zeer beperkt is, is de kans dat veel banken dezelfde rating gehanteerd hebben, en dus gelijktijdig in de problemen komen, groot.

Dit leidt tot het volgende aandachtspunt. Als blijkt dat producten minder waard zijn dan werd aangenomen, moeten banken afschrijven. Als alle banken dit moeten doen worden de kosten om geld op te halen nog hoger, zowel op de aandelenmarkt als op de interbancaire markt. En het verkopen van investeringen wordt nog kostbaarder omdat alle banken tekorten hebben. De cirkel waarin de bank zich bevindt wordt nu een trechter naar beneden, dit alles omdat alle banken tegelijkertijd financiële problemen hebben.

Naast de invloed die rating agentschappen op het systeemrisico hebben, beïnvloeden ze ook het gedrag van banken. Banken krijgen een rating van de rating agentschappen op basis van een risicoprofiel. Stel dat het risicoprofiel wordt onderverdeeld in vier categorieën, A tot en met D. Een bank die zich in categorie B bevindt, zal de volgende afweging maken: zijn de kosten om promotie naar categorie A af te dwingen en daar te blijven hoger of lager dan het verlies in inkomen doordat minder risico kan worden genomen? De kosten van promotie bestaan onder andere uit betere risicosystemen en het nemen van minder risico. De voordelen van een hogere rating zijn de lagere rentekosten voor leningen en het eenvoudiger vinden van investeerders aangezien bijvoorbeeld pensioenfondsen niet mogen investeren in zeer risicovolle ondernemingen.

Banken maken dus een kosten-baten analyse. Banken gaan op zoek naar het maximale risico binnen de mogelijkheden die de rating agentschappen stellen. Ze maken een afweging tussen de baten van een goede rating en de kosten van het nemen van minder risico. De bank kan dezelfde afweging maken voor categorie C. Wanneer de baten (het «mogen» nemen van extra risico) hoger zijn dan de kosten (in verband met hogere rentelasten), zal de bank extra risico gaan nemen. In een tijd waarin de risico's worden ondergewaardeerd zal de bank onterecht het besluit nemen meer risico te gaan nemen in ruil voor extra toezicht. Maar niet alleen tussen categorieën maar ook binnen de categorieën zoeken banken de grens op. Zolang er meer risico kan worden genomen, zonder dat de bank wordt gedegradeerd naar een lagere categorie, zal de bank dit doen.

7.3.2 *Beleid*

Bij discussies over de rol van rating agentschappen wordt vaak verwezen naar het Bazel II akkoord. Feitelijk is dit niet helemaal correct. Bazel II probeert weliswaar nauwer aan te sluiten bij de dagelijkse risicomangementpraktijk. Maar de door Bazel II gepropageerde «Internal Ratings Based» (IRB) methode, die door meer geavanceerde banken gebruikt wordt, heet niet voor niets *internal ratings based*. Bazel II gaat daarbij uit van de risicomodellen van banken zelf, en de rating die door een bank zelf wordt toegekend aan een «obligor» (onderneming, investering, lening).

Toch is er wel een verband, al kan dat Bazel II niet aangerekend worden. In de praktijk zijn banken namelijk niet ongevoelig voor externe ratings van rating agentschappen, zelfs als men interne modellen heeft ontwikkeld. Een eerste reden is de wijze waarop sommige markten werken: banken hebben vaak alleen toegang tot het verhandelen en mogelijk gezamenlijk aanbieden van complexe producten indien ze zelf een bepaalde minimum rating hebben. Ook hangen de voorwaarden van contracten steeds vaker af van de eigen rating. Een bekend voorbeeld in de huidige crisis betreft de verzekeraar AIG. Door de ontstane problemen (o.a. het faillissement van Lehman Brothers) kreeg AIG van de rating agentschappen een lagere rating. Gevolg van die lagere rating was echter dat AIG contractueel verplicht was (n.a.v. eerder met andere tegenpartijen afgesloten contracten) om meer liquide middelen aan te houden, waardoor haar situatie nog verder verslechterde. Hierdoor ontstond een negatieve spiraal.

Een tweede reden betreft de validatie van interne risicomodellen: bij het toetsen van de interne modellen kan de bank ervoor kiezen om de eigen rating te vergelijken met de externe ratings. Als dit veel gebeurt, bestaat de kans dat interne ratings steeds meer op externe ratings gaan lijken. Op zich hoeft dit niet problematisch te zijn. Maar als blijkt dat de externe ratings niet juist zijn, zorgt het er wel voor dat het effect op het financiële systeem wordt versterkt.

7.3.3 *Conclusies*

Ratings zijn veelvuldig gebruikt voor het prijzen van risico. Een probleem ontstaat echter wanneer rating agentschappen de risico's verkeerd prijzen van producten die in grote hoeveelheden worden verhandeld, zoals het geval was bij CDO's en MBS's. Toen duidelijk werd dat deze producten verkeerd waren geprijsd, moesten alle banken, min of meer tegelijkertijd, hun leningen op de balans afwaarderen.²⁶²

²⁶² Daarnaast ontstond er nog een probleem. Het was niet duidelijk hoeveel alle banken moesten afschrijven, hierdoor ontstond er grote onzekerheid op de interbancaire markt met als consequentie dat de interbancaire markt opdroogde.

Uit onze discussie blijkt dat de ratings van ratingagentschappen *indirect* een rol hebben gespeeld. Ook blijkt uit onze discussie dat die rol vooral het gebruik van de ratings betreft. Onze voornaamste conclusie is dan ook dat indien banken allen dezelfde rating, uitgegeven door een rating agentschap, hanteren, het indirecte systeemrisico toeneemt. Juist het meer vertrouwen op interne risicomodellen zou dit systeemrisico doen afnemen (zelfs indien het individuele risico in sommige gevallen wellicht zou toenemen). Banken hebben dan een sterkere *prikkel* om zelf risico's goed te schatten.

Diezelfde *prikkel* neemt ook toe, wanneer meer duidelijkheid wordt verschaft (rules, en geen discretion) over de mate waarin banken ondersteund worden in geval van een crisis. In dat opzicht bestaat een groot risico dat het oplossen van de ene crisis het fundament legt voor de volgende crisis. Immers, als de indruk bestaat dat een bank (of verzekeraar) toch wel gered wordt, neemt de *prikkel* om in de toekomst de solvabiliteit van die bank goed te monitoren sterk af. Het veelbeschreven faillissement van Lehmann Brothers in de VS is hiervan een goed voorbeeld, aangezien een van de belangrijkste beweegredenen voor het niet redden van Lehmann Brothers juist de marktdiscipline en het niet geven van perverse *prikkel*s was. Hoewel het faillissement van Lehmann Brothers dus tijdens de huidige crisis grote nadelige gevolgen had, zou het voor de toekomst wel eens positieve gevolgen kunnen hebben, door de disciplinerende werking die ervan uit is gegaan.

Van een andere orde is het ratingproces zelf. Aangezien een onderneming die een rating van een rating agentschap wil, daar zelf voor dient te betalen, kunnen we bij de onafhankelijkheid van het rating proces vraagtekens zetten. Aanvullende regels die deze onafhankelijkheid beter waarborgen verdienen dan ook aanbeveling.

7.4 Het depositogarantiestelsel

Het depositogarantiestelsel is een stelsel dat ten doel heeft depositohouders te compenseren indien een bank niet in staat is haar verplichtingen jegens hen na te komen. Het wettelijk en regelgevend kader van het Nederlandse depositogarantiestelsel wordt kort uiteengezet in Deel I, paragraaf 3.2.8.²⁶³ In deze paragraaf wordt de systematiek van het depositogarantiestelsel nader belicht vanuit het oogpunt van het toezicht op de financiële markten.

7.4.1 Crisis

Een van de kenmerken van veel financiële crises is de angst voor een «bank run». Bij een bank run halen depositohouders en masse hun geld op, waardoor een bank niet meer liquide is. De situatie wordt problematischer wanneer een dergelijke run – wegens het bestaan van systeemexternaliteiten – overslaat naar andere banken. Hierdoor kan het hele financiële systeem onder druk komen te staan. Een middel dat hiertegen ingezet kan worden is een depositogarantiestelsel. Een depositogarantiestelsel kan depositohouders de prikkel ontnemen hun geld bij een bank op te halen, ook al is deze in nood, omdat hun tegoed (tot een bepaald bedrag) gegarandeerd wordt.

Onder economen zijn er twee opvattingen over de wenselijkheid van een depositogarantiestelsel. Diamond en Dybvig (1983) beargumenteren dat een depositogarantiestelsel kan voorkomen dat banken onterecht de dupe

²⁶³ Zie hierover tevens Van Poelgeest en Kuilman 2009.

worden van geruchten over hun liquiditeitspositie. Indien er geen depositogarantiestelsel zou zijn, zou deze bank te maken kunnen krijgen met een bank run.²⁶⁴ Aan de andere kant leidt het invoeren van een depositogarantiestelsel tot een lagere prikkel voor banken op het gebied van risicobeperking. Door de invoering van een depositogarantiestelsel wordt het gedrag van depositohouders niet meer afhankelijk van het risicogedrag van banken. Hierdoor ondervinden banken in dit opzicht dus geen hinder van het nemen van hogere risico's. De lagere prikkel van banken voor risicomijdend gedrag kan leiden tot meer faillissementen bij banken. Uit onderzoek komt ook naar voren dat in algemene zin geldt dat hoe hoger het gegarandeerde bedrag van een depositogarantiestelsel is, des de fragieler banken worden. Dit kan uiteindelijk tot gevolg hebben, met name indien de risico's die banken nemen gecorreleerd zijn, dat de frequentie van systeemcrises als gevolg van het depositogarantiestelsel toeneemt terwijl dit stelsel het systeemrisico juist beoogt te verkleinen.

Het financieel toezicht zou dus moeten voorkomen dat het risicogedrag van banken verandert naar aanleiding van een depositogarantiestelsel. Onderzoek wijst uit dat toezicht inderdaad in staat is om de negatieve effecten van het depositogarantiestelsel te minimaliseren. Een belangrijke voorwaarde voor het hanteren van een depositogarantiestelsel is dus dat het toezicht van voldoende kwaliteit is.²⁶⁵

Naast het toezicht speelt ook het type depositogarantiestelsel een rol in de grootte van het systeemrisico. Hierbij moet bijvoorbeeld gedacht worden aan de bekostiging van het stelsel. Zo zal de prikkel voor banken om onder het depositogarantiestelsel meer risico te nemen afnemen naarmate zij zelf meer moeten bijdragen aan de kosten van het stelsel. Dit effect wordt versterkt als de bijdrage die banken moeten leveren gebaseerd wordt op de risico's die zij nemen.²⁶⁶ Hieraan kleven echter twee nadelen. Ten eerste moeten de risico's die banken nemen op een objectieve manier in kaart worden gebracht en dit is een zeer complex proces. Ten tweede krijgen banken die al in de problemen zitten het nu nog zwaarder omdat de lasten die zij zullen moeten dragen groter worden. Het invoeren van een bijdrage op basis van het risico dat een bank loopt zou daarom geleidelijk ingevoerd moeten worden, zodat banken de gelegenheid krijgen om hun risicogedrag aan te passen.²⁶⁷

Ten slotte kan het depositogarantiestelsel zo ingericht worden dat er een buffer wordt opgebouwd door de aangesloten banken. Dit zal echter als gevolg hebben dat banken over het algemeen grotere risico's aanvaarden.²⁶⁸ Het voordeel van de buffer is wel dat in het geval er aanspraak wordt gemaakt op het depositogarantiestelsel, dit geld meteen voorhanden is en banken die mee moeten betalen niet in de problemen komen met hun winstgevendheid en liquiditeits- en solvabiliteitspositie.²⁶⁹

7.4.2 *Beleid*

In Deel 1, paragraaf 3.2.8 wordt het wettelijk en regelgevend kader van het Nederlandse depositogarantiestelsel uiteengezet. Hierbij is duidelijk geworden dat het Nederlandse stelsel grotendeels is gebaseerd op Europese regelgeving; de Richtlijn inzake de depositogarantiestelsels.²⁷⁰ De behoefte aan Europees optreden vindt zijn grondslag in toenemende deregulering, financiële productinnovatie, globalisering, conglomeratie, het samengaan van de verzekeringen- en bankensector, de eenwording van de financiële markt in Europa, de introductie van de Euro en de

²⁶⁴ Diamond en Dybvig (1983).

²⁶⁵ Kunt en Detragiache (2000).

²⁶⁶ Kunt en Detragiache (2000).

²⁶⁷ Garcia (1999).

²⁶⁸ Kunt en Detragiache (2000).

²⁶⁹ Garcia (1999).

²⁷⁰ Richtlijn 1994/19/EG van 30 mei 1994, zoals gewijzigd bij richtlijn 2009/14/EG van 11 maart 2009.

groeïende bewustwording van financiële zekerheid voor consumenten in de jaren '80. Deze ontwikkelingen hebben niet alleen verandering teweeggebracht in de manier waarop het toezicht is georganiseerd, maar vereisten vanuit het oogpunt van efficiency en eerlijke concurrentie dat alle partijen met dezelfde regelgeving te maken zouden ook moeten hebben.²⁷¹

Zo verplicht de Richtlijn inzake de depositogarantiestelsels uit 2009 lidstaten om een depositogarantiestelsel op te zetten, waarbij het minimumbedrag dat aan depositohouders terugbetaald moet worden indien een bank niet meer kan voldoen aan haar verplichtingen is gesteld op € 50 000 (daarvoor was het € 20 000). Bij grensoverschrijdende uitoefening van het bedrijf door een bank middels een bijkantoor geldt dat deposito's in beginsel worden gedekt door het depositogarantiestelsel van de lidstaat van herkomst.²⁷² De Richtlijn staat echter toe dat lidstaten een hogere dekking geven dan het minimumbedrag. Hierdoor kan de dekking per lidstaat verschillen.²⁷³ Dit kan vanuit het oogpunt van een gelijk speelveld echter tot twee verschillende onwenselijke resultaten leiden.

Ten eerste kan de dekking die in het land van herkomst wordt geboden *hoger* zijn dan in het gastland. In dit geval hebben bijkantoren een concurrentievoordeel in het gastland ten opzichte van banken die daar gevestigd zijn. Om deze reden voorzag de Richtlijn in een bepaling op basis waarvan noch het bedrag, noch de reikwijdte van de verleende dekking het maximumbedrag en de reikwijdte mag overtreffen van de dekking die door het overeenkomstige garantiestelsel op het grondgebied van de gastlidstaat wordt geboden.²⁷⁴ Dit verbod was echter slechts van kracht tot 31 december 1999. Voor die tijd zou de Europese Commissie zich beraden over een eventuele verlenging. Indien de Commissie de termijn zou willen verlengen, zouden de richtlijnen in die zin moeten worden aangepast, maar dit is niet gebeurd.²⁷⁵ Ten tweede kan de dekking die in het land van herkomst wordt geboden *lager* zijn dan in het gastland. In tegenstelling tot de vorige situatie hebben bijkantoren in dit geval een concurrentienadeel in het gastland ten opzichte van banken die daar gevestigd zijn. Om deze reden bepaalt artikel 4 lid 2 van de Richtlijn inzake de depositogarantiestelsels dat de gastlidstaat er zorg voor draagt dat er op zijn grondgebied een officieel erkend depositogarantiestelsel is waaraan door een bijkantoor vrijwillig kan worden deelgenomen, ter aanvulling van de garantie die de deposanten ervan reeds genieten op grond van de deelneming aan het stelsel van de lidstaat van herkomst. Met andere woorden, teneinde een gelijk speelveld te realiseren voorziet de Richtlijn erin dat banken uit andere lidstaten zich voor deposito's bij hun bijkantoor vrijwillig aanvullend kunnen aansluiten bij de hogere dekking van de lidstaat van ontvangst. Op de hoofdregel dat deposito's worden gedekt door de lidstaat van herkomst wordt in deze situatie derhalve een uitzondering gemaakt; bij betalingsonmacht van het bijkantoor keert eerst het depositogarantiestelsel uit het land van herkomst uit maar wordt aanvullende uitbetaling (het verschil in dekking tussen beide landen) gedaan door het gastland.²⁷⁶

Het Nederlandse depositogarantiestelsel kenmerkt zich verder door de verplichting voor banken om een bijdrage aan het stelsel achteraf te betalen. Men is echter bezig om banken vooraf en op basis van risico-profiel te laten betalen.²⁷⁷ Een ander relevant kenmerk van het Nederlandse depositogarantiestelsel is dat er in Nederland sprake is van een relatief sterk geconcentreerde bankensector. In 2000 bezaten de vier grootste banken op Europees niveau 55 procent van de markt op basis

²⁷¹ Garcia en Prast (2003).

²⁷² Artikel 4 lid 1 Richtlijn 1994/19/EG.

²⁷³ Zo werd in Nederland de dekking van het depositogarantiestelsel al in 2006 opgehoogd tot € 40 000, en werd er in 2009 gekozen voor een verdere ophoging tot € 100 000.

²⁷⁴ Artikel 4 lid 1 Richtlijn 1994/19/EG.

²⁷⁵ Bijlage bij *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 25.

²⁷⁶ Zie voor een rekenvoorbeeld *Stb.* 2009, 306, p. 14–15.

²⁷⁷ Garcia en Prast (2003).

van vermogen. In Nederland bedroeg dit 82 procent. Hierdoor is het systeemrisico ceteris paribus groter in Nederland dan in andere landen; als een van de banken immers insolvent raakt zullen de gevolgen voor de andere banken groter zijn dan wanneer de markt uit allema al kleine banken bestaat.

7.4.3 Conclusies

Tijdens de huidige crisis hebben kapitaalinjecties van de overheid en het verhogen van de garantie voor deposito's een echte bank run helpen voorkomen. Het depositogarantiestelsel ontleent haar bestaansrecht aan het extra vertrouwen dat rekeninghouders krijgen in de banken. Het is dan ook een middel voor de overheid om het vertrouwen van rekeninghouders te verhogen ten tijde van crisis teneinde het systeemrisico te verminderen. De Nederlandse overheid heeft dit middel ook gebruikt door de garantie te verhogen tot € 100 000.

Er is hierboven echter ook uitgelegd dat van deze maatregelen perverse prikkels uit kunnen gaan. Depositohouders krijgen immers de neiging het risicozoekend gedrag van banken te negeren, waardoor banken kunnen concluderen dat zij meer risico's kunnen nemen. Hogere garanties leiden dan ook tot fragielere banken, tenzij het toezicht navenant scherper wordt.

7.5 Reflectie op nationale inbedding van het systeemtoezicht

De Nederlandse wetgever heeft per 1 september 2002 gekozen voor een omslag van een sectoraal toezichtmodel naar een functioneel toezichtmodel. Kenmerkend voor dit functionele toezichtmodel is dat de verschillende publieke doelen van het financieel toezicht – het systeemtoezicht, het prudentieel toezicht en het gedragstoezicht – door verschillende toezichthouders worden uitgevoerd. Het systeemtoezicht, ook wel macroprudentieel toezicht genoemd,²⁷⁸ richt zich met name op het voorkomen van een «domino-effect», dat wil zeggen op het overwaaien van problemen bij één instelling naar andere financiële instellingen. Hierboven is uitgelegd hoe een gebrek aan vertrouwen tussen banken onderling middels de belangrijke rol van de interbancaire markt kan leiden tot een zogeheten bank run en dit uiteindelijk mogelijk kan uitmonden in zo een domino-effect. Het (micro-)prudentiële toezicht richt zich daarentegen traditioneel primair op de interne bedrijfsvoering en de solvabiliteit van (individuele) financiële instellingen. De taak van het gedragstoezicht is ten slotte om informatieasymmetrie te remediëren teneinde ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten te waarborgen.²⁷⁹

Er is echter ook aangegeven dat het onderscheid tussen deze doelen van toezicht niet altijd even makkelijk te maken is. Zo is de definitie van prudentieel toezicht niet altijd even consistent gehanteerd. In 1999 werd prudentieel (of microprudentieel) toezicht – toen nog bedrijfseconomisch toezicht geheten – gedefinieerd als toezicht dat is gericht op het beschermen van de consument tegen faillissement van financiële instellingen.²⁸⁰ Bij de invoering van de Wft lijkt de wetgever echter onder het begrip prudentieel toezicht zowel macro- als micro-prudentieel toezicht te verstaan. Artikel 1:24 lid 1 Wft definieert prudentieel toezicht immers als toezicht dat is gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen én het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector.

²⁷⁸ Zie Oppelaar 2007; Larosière; Turner Review; Den Butter 2009b.

²⁷⁹ Zie ook Lückerath-Rovers 2007; Hoogduin e.a. 2008.

²⁸⁰ Kamerstukken II 1998/99, nr. 1, p. 11.

Deze conceptuele verandering in het begrip «prudentieel toezicht» bij de invoering van de Wft is enerzijds begrijpelijk. Het is immers duidelijk dat (micro-)prudentieel toezicht en macroprudentieel of systeemtoezicht voor een belangrijk deel overlappen; indien faillissement van individuele financiële instellingen wordt voorkomen, wordt daarmee immers tevens het risico op een domino-effect geëlimineerd.²⁸¹ Om deze reden lijkt er dan ook voor gekozen te zijn om DNB zowel de taak van systeemtoezicht als de taak van (micro-)prudentieel toezicht toe te kennen. Ter herinnering hierbij wordt ingebracht dat dit anders is in Australië, waar dichter bij het zuivere Twin Peaks model wordt gebleven. Hier zijn immers voor de functies van systeem-, prudentieel en gedragstoezicht drie verschillende toezichthouders aangewezen (respectievelijk de Reserve Bank of Australia, de Australian Prudential Regulatory Authority en de Australian Securities and Investments Commission).²⁸² Bij het toekennen van zowel systeem- als (micro-)prudentieel toezicht aan DNB heeft de Nederlandse wetgever vermoedelijk breedtevoordelen in gedachten gehad.²⁸³

Aan de andere kant levert de huidige definiëring – naast verwarring – ook problemen op, en wel met betrekking tot de taakopvatting en bevoegdheden van DNB in het kader van het (macro-prudentieel of) systeemtoezicht. Zo is hierboven aangegeven dat DNB het systeemtoezicht wel voor een heel groot deel onder het (micro-)prudentieel toezicht schaarft. Naar aanleiding van de financiële crisis is op deze (overigens voorheen min of meer algemeen aanvaarde) opvatting scherpe kritiek geleverd.²⁸⁴ Zo schrijft de Minister van Financiën op 23 maart 2009 dat het «inmiddels een breed gedragen constatering [is], in de G20, maar ook in wetenschappelijke rapporten²⁸⁵, dat macro prudentieel toezicht iets anders is dan micro prudentieel toezicht, en dat tot op heden onvoldoende aandacht voor macro prudentieel toezicht heeft bestaan. Hierdoor zijn kwetsbaarheden op macro prudentieel niveau onvoldoende gesignaleerd en erkend». ²⁸⁶ In het «De Larosière Report», waarop deze constatering van de Minister is gebaseerd, worden de volgende definities van onderscheidenlijk systeemtoezicht (macro prudentieel toezicht) en (micro)prudentieel toezicht gegeven.

«De Larosière Report»: macro- versus micro prudentieel toezicht²⁸⁷

«The experience of the past few years has brought to the fore the important distinction between micro-prudential and macro-prudential supervision. Both are clearly intertwined, in substance as well as in operational terms. Both are necessary and will be covered in this chapter.

Micro-prudential supervision has traditionally been the centre of the attention of supervisors around the world. The main objective of micro-prudential supervision is to supervise and limit the distress of individual financial institutions, thus protecting the customers of the institution in question. The fact that the financial system as a whole may be exposed to common risks is not always fully taken into account. However, by preventing the failure of individual financial institutions, micro-prudential supervision attempts to prevent (or at least mitigate) the risk of contagion and the subsequent negative externalities in terms of confidence in the overall financial system.

The objective of macro-prudential supervision is to limit the distress of the financial system as a whole in order to protect the overall economy from significant losses in real output. While risks to the financial system can in principle arise from the failure of one financial institution alone if it is large enough in relation to the country concerned and/or with multiple branches/subsidiaries in other countries, the much more important global systemic risk arises from a common exposure of many financial institutions to the same risk factors. Macro-prudential analysis therefore must pay particular attention to common

²⁸¹ Zie ook Lückerath-Rovers 2007.

²⁸² Oppelaar 2007, p. 43–46.

²⁸³ Zie ook Visie DNB 2006–2010, p. 13.

²⁸⁴ Zie in dit kader ook Den Butter 2009b.

²⁸⁵ Zie bijvoorbeeld het Geneva rapport: «The fundamental principles of financial regulation».

²⁸⁶ Brief van 23 maart 2009, kenmerk FM/2009/646.

²⁸⁷ Larosière, par. 145–148.

or correlated shocks and to shocks to those parts of the financial system that trigger contagious knock-on or feedback effects.

Macro-prudential supervision cannot be meaningful unless it can somehow impact on supervision at the micro-level; whilst micro-prudential supervision cannot effectively safeguard financial stability without adequately taking account of macro-level developments.»

Dit onderscheid lijkt overigens wel gemaakt in de Bankwet 1998. Op grond van artikel 3, tweede lid, Bankwet draagt DNB in het kader van het Europees Stelsel van Centrale Banken bij «tot een goede beleidsvoering van de bevoegde autoriteiten ten aanzien van het bedrijfseconomisch [d.w.z. prudentiële] toezicht op kredietinstellingen en de stabiliteit van het financiële stelsel [d.w.z. systeemtoezicht]». De Bankwet voorziet echter niet in het bijzonder in additionele bevoegdheden voor DNB in het kader van het systeemtoezicht. Ook wordt in de Memorie van Toelichting bij de Bankwet 1998 en bij de wijziging van de Bankwet 1998 met geen woord gerept over het begrip systeemtoezicht, noch over macro prudentieel toezicht.²⁸⁸ Dit doet de vraag rijzen waar en hoe het systeemtoezicht nu eigenlijk geregeld is in die gevallen waarin het niet overlapt met het (micro-) prudentieel toezicht.

In dit kader is de volgende opmerking in het jaarverslag van DNB over 2008 dan ook tekenend: «Als de crisis ons één ding heeft geleerd, dan is het dat er dringend behoefte is aan een systeemwijde (macro-prudentiële) aanpak, *te beginnen op nationaal niveau* [cursivering toegevoegd]». ²⁸⁹ Sinds 2004 kent DNB weliswaar een aparte divisie Financiële Stabiliteit, waarin de verschillende onderdelen van DNB zijn samengebracht. Een verdere wettelijke verankering van het toezicht op systeemrisico's als een verdere versterking van het toezicht door DNB wordt echter aanbevolen.

7.6 Naar een Europees regime van systeemtoezicht

Zoals zojuist is aangegeven, is er in recente (veelal internationale) onderzoeken geconstateerd dat gebrekkig macroprudentieel toezicht (systeemtoezicht) een belangrijke oorzaak voor de financiële crisis is geweest. Zo spreekt de *Turner Review* van «[t]his failure to spot emerging issues was rooted in the paucity of macro-prudential, systemic- and system-wide analysis». ²⁹⁰ Het *De Larosière Report* geeft ook aan dat «the present crisis results from the complex interaction of market failures, global financial and monetary imbalances, inappropriate regulation, weak supervision and poor macro-prudential oversight». ²⁹¹ Ten slotte zegt ook DNB dat «[i]n het toezicht [...] het macro-prudentiële element onderbelicht [is] gebleven». ²⁹²

Daarnaast is geconstateerd dat het van belang is dat dit systeemtoezicht niet alleen op nationaal niveau, maar vooral op Europees niveau goed vormgegeven wordt. Hierbij is vermoedelijk een achterliggende gedachte dat op deze wijze het probleem van *regulatory competition* wordt voorkomen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit onderstaande passage uit het *De Larosière Report*.

«De Larosière Report»: De noodzaak van Europees systeemtoezicht

«Supervision must ensure that all supervised entities are subject to a high minimum set of core standards. When carrying-out their duties, supervisors should not favour a particular institution, or type of institution, to the detriment of others. Competition distortions and regulatory arbitrage stemming from different supervisory practices must be avoided,

²⁸⁸ Zie *Kamerstukken II 1997/98*, 25 719, nr. 3; *Kamerstukken II 1998/99*, 26 233, nr. 3.

²⁸⁹ Jaarverslag DNB 2008, p. 30. Zie tevens de Kabinetsvisie toekomst financiële sector, 10 juli 2009, p. 22–23.

²⁹⁰ Turner Review, p. 87.

²⁹¹ Larosière, p. 13.

²⁹² DNB Kwartaalbericht juni 2009, p. 30.

because they have the potential of undermining financial stability – inter alia by encouraging a shift of financial activity to countries with lax supervision. The supervisory system has to be perceived as fair and balanced. Furthermore, a level playing field is vital for the credibility of supervisory arrangements, their acceptance by market operators big and small and for generating optimal cooperation between supervisors and financial institutions. This is of particular importance in the context of the Single Market, built as it is, inter alia, on the principles of undistorted competition, freedom of establishment and the free flow of capital. Confidence will be gained in the European Union from common approaches by all Member States.

[...]

The present EU supervisory arrangements place too much emphasis on the supervision of individual firms, and too little on the macro-prudential side. The fact that this failing is duplicated elsewhere in the world makes it a greater, not a lesser, issue. The Group believes that to be effective macro-prudential supervision must encompass all sectors of finance and not be confined to banks, as well as the wider macro-economic context. This oversight also should take account of global issues. Macro-prudential supervision requires, in addition to the judgements made by individual Member States, a judgement to be taken at EU level. The Group believes that this requires that an Institution at EU level be entrusted with this task. It recommends that the ECB/ESCB be explicitly and formally charged with this responsibility in the European Union.»²⁹³

Ook de Commissie Maas beveelt aan dat er een samenwerkingsverband binnen het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) komt die er zorg voor draagt dat de overeengekomen toezichtregels zoveel mogelijk uniform worden toegepast. Zij gaat hierbij specifiek in op de problematiek van *regulatory competition*: «Er dient een samenwerkingsverband binnen het CEBS te komen dat er zorg voor draagt dat de overeengekomen toezichtregels zoveel mogelijk uniform worden toegepast. Daarbij moet voorkomen worden dat deze eenvormigheid leidt tot de meest soepele interpretatie van de regelgeving. Concurrentie tussen toezichthouders (*regulatory competition*) is ongewenst en dient dan ook krachtig te worden tegengegaan. De verantwoordelijkheid van een nationale toezichthouder voor de promotie van het eigen financiële centrum leidt tot een belangenconflict met de hoofdtaak van die nationale toezichthouder en dient derhalve geen onderdeel van de taakopdracht van de toezichthouder te zijn.»²⁹⁴

7.7 Conclusies

Een van de lessen die uit de financiële crisis kunnen worden getrokken, is dat er te weinig oog is geweest voor systeemrisico's, zowel aan de zijde van de Europese en Nederlandse wetgever als aan die van de toezichthouders. Dit dient te leiden tot aanscherping van het systeemtoezicht, niet alleen op Europees niveau maar tevens op nationaal niveau. De taken en bevoegdheden van DNB dienen op dit terrein opnieuw te worden bezien en beter te worden verankerd in de Bankenwet en Wft. Een verfijning van het instrumentarium om tijdig en adequaat te kunnen ingrijpen in het geval van (dringende) systeemrisico's wordt aanbevolen. Nader onderzoek naar de concrete invulling van dit instrumentarium is noodzakelijk, waarbij aansluiting dient te worden gezocht met de ontwikkelingen op internationaal en Europees niveau.

²⁹³ De Larosière, p. 39–40.

²⁹⁴ Commissie Maas, p. 32.

8. GEDRAGSTOEZICHT DOOR DE AFM

Terwijl het systeem- en prudentieel toezicht expliciet aan DNB is opgedragen, is de AFM de verantwoordelijke toezichthouder ten aanzien van het gedragstoezicht. Dit hoofdstuk beschrijft de werkwijze van de AFM en wijst hierbij op enige lacunes die in het huidige stelsel bestaan.

Eerder is reeds opgemerkt, dat vele voor de crisis relevante activiteiten niet zijn gereguleerd en daarmee buiten het toezicht zijn geplaatst. De AFM beschikt niet over de bevoegdheden om deze activiteiten te controleren. Slechts een relatief klein deel van de financiële diensten is gereguleerd.

8.1 Grondslagen voor het gedragstoezicht

Op basis van artikel 1:25, tweede lid, Wft is de Autoriteit Financiële Markten de verantwoordelijke toezichthouder als het gaat om het gedragstoezicht. Zoals hierboven al is aangegeven heeft het gedragstoezicht in de Wft als doel het bevorderen van ordelijke en transparante marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en een zorgvuldige behandeling van cliënten. De regels waarop in het kader van het gedragstoezicht moet worden toegezien zijn neergelegd in het «Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen» en het «Deel Gedragstoezicht financiële markten» van de Wft.

Vanuit economische optiek heeft het gedragstoezicht vooral als doel een specifieke vorm van marktfalen, informatieasymmetrie, te remediëren. De positie van de consument staat hierbij centraal. Consumenten beschikken immers over het algemeen in veel mindere mate over goede kennis over financiële producten dan de aanbieders hiervan. Gedragstoezicht beoogt goede voorwaarden te creëren voor marktplaatsen waar vraag en aanbod bijeenkomen en ertoe bij te dragen dat iedere deelnemer toegang heeft tot de relevante informatie om beslissingen te nemen.

Hieronder zijn – voor zover relevant voor het onderhavige onderzoek – drie taken van de AFM nader uitgewerkt: (i) toezicht op de financiële verslaggeving, (ii) toezicht op de prospectus en (iii) toezicht op de accountant.

8.2 Toezicht financiële verslaggeving

Op basis van de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfov) voert de AFM toezicht uit ten aanzien van de vraag of beursgenoteerde ondernemingen hun financiële verslaggeving hebben opgemaakt overeenkomstig de daarop van toepassing zijnde standaarden en voorschriften. Deze vorm van gedragstoezicht vindt plaats op basis van de openbaargemaakte of vastgestelde jaarrekening, het jaarverslag en overige gegevens.²⁹⁵

Het uitgangspunt bij het toezicht op de financiële verslaggeving is dat de jaarlijkse financiële verslaggeving door beursgenoteerde ondernemingen in overeenstemming moet zijn met de verslaggevingvoorschriften die gelden in het land waar de onderneming haar zetel heeft. Het toezicht op de financiële verslaggeving is civielrechtelijk vormgegeven en vastgelegd in de Wtfov, die per 1 januari 2009 is uitgebreid tot uitgevende instellingen waarvan Nederland lidstaat van herkomst is.²⁹⁶ De AFM heeft aangegeven dat zij zowel steekproefsgewijs als op basis van risicoanalyse jaarrekeningen zal toetsen. Ook zal de AFM onderzoek uitvoeren dat gericht is op

²⁹⁵ Zie ook Dinant 2009.

²⁹⁶ Artikel 1 onderdeel b Wtfov jo. artikel 5:25a Wft.

de wijze waarop de verslaggevingvoorschriften voor bepaalde posten zijn toegepast (thematisch onderzoek).

Een belangrijke beperking van het toezicht op de juiste toepassing van de verslaggevingvoorschriften is dat de AFM zich alleen mag baseren op openbare informatie. Indien zij op grond hiervan redenen heeft voor twijfel of de verslaggeving voldoet aan de voorschriften, kan zij de instelling om nadere informatie verzoeken.²⁹⁷ Hieraan zal de onderneming binnen de door de AFM gestelde termijn moeten voldoen. Indien deze toelichting de AFM niet overtuigt, kan de AFM een schriftelijke mededeling doen aan de onderneming dat de twijfel niet is weggenomen, eventueel vergezeld van een aanbeveling.²⁹⁸ Indien niet wordt voldaan aan het verzoek tot nadere toelichting kan de AFM de Ondernemingskamer verzoeken om de uitgevende instelling te bevelen om de nadere toelichting te verstrekken, voordat de schriftelijke mededeling wordt voldaan. Het verzoek om nadere toelichting bij de Ondernemingskamer moet worden gedaan binnen zes maanden na de dag, waarop de financiële verslaggeving bij de AFM is gedeponneerd.²⁹⁹

Ten slotte kan de AFM een jaarrekeningprocedure starten: (a) indien de uitgevende instelling onvoldoende gevolg geeft aan een gedane aanbeveling, maar ook (b) indien de AFM een mededeling heeft gedaan zonder aanbeveling, in het belang van een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten.³⁰⁰ Dit houdt in dat de AFM bij de Ondernemingskamer een verzoek indient dat strekt tot het verkrijgen van een bevel van de Ondernemingskamer aan de uitgevende instelling om de relevante financiële verslaggeving te herzien en in te richten met inachtneming van de toepasselijke voorschriften, conform de aanwijzingen van de Ondernemingskamer.

Bij het toezicht op de financiële verslaggeving zijn enkele opmerkingen van belang. Ten eerste gaat het bij dit toezicht om discretionaire bevoegdheden die de AFM kan, maar niet hoeft te gebruiken. Ten tweede zal de AFM bij de uitoefening van haar bevoegdheden onder de Wtffv de beoordelingsruimte van het bestuur van de onderneming onder wiens verantwoordelijkheid de jaarrekening is opgesteld, in acht moeten nemen. Het is niet de bedoeling dat de AFM onderzoekt of de jaarrekening een getrouw beeld geeft. Dat is immers de taak van de controlerend accountant.³⁰¹ Dit geldt ook voor de Ondernemingskamer, die niet met een eigen waardering van verschillende posten mag komen, maar moet toetsen of de voorschriften correct zijn nageleefd en het besluit van het bestuur ten aanzien van de opname en waardering van de post niet onredelijk is te achten. Ten slotte dient de AFM haar mening, zoals gezegd, op basis van openbare stukken te baseren. Dit kan ertoe leiden dat weliswaar binnen de AFM informatie beschikbaar is die relevant kan zijn voor het toezicht op financiële verslaggeving, maar die niet voor het toezicht op de juiste toepassing van de verslagvoorschriften kan worden gebruikt. Daarbij is in de Wtffv bepaald dat de AFM verplicht is tot geheimhouding van specifiek genoemde informatie (en deze dus ook niet aan bijvoorbeeld DNB mag verstrekken).³⁰² De AFM zal derhalve binnen haar eigen organisatie zogeheten «Chinese Walls» in acht moeten nemen.

In haar jaarverslag over 2008 merkt de AFM op dat zij op het gebied van financiële verslaggeving over beperkte bevoegdheden beschikt.³⁰³ Er worden twee grote knelpunten in de wetgeving gesignaleerd. In de eerste plaats zou het toezicht volgens de AFM gebaat zijn bij een uitbreiding van zes naar twaalf maanden van de periode waarbinnen de AFM haar

²⁹⁷ Artikel 2 lid 1 Wtffv.

²⁹⁸ Artikel 3 lid 1 en lid 2 Wtffv.

²⁹⁹ Artikel 2:452 lid 2 BW.

³⁰⁰ Artikel 4 lid 2 Wtffv.

³⁰¹ Zie *Kamerstukken II* 30 336, nr. 3, p. 13–14.

³⁰² Dinant 2009, p. 57.

³⁰³ Jaarverslag AFM 2008, p. 21.

onderzoek kan doen alvorens een verzoek bij de Ondernemingskamer neer te leggen om de uitgevende instelling te bevelen om nadere toelichting te verstrekken. Vooral de Europese afstemming die hiervoor plaats moet vinden maakt deze termijn volgens de AFM te kort. Verder geeft de AFM aan dat een verruiming van deze termijn het de AFM mogelijk zou maken om een langere responstermijn voor de ondernemingen toe te staan, omdat deze vaak als knellend wordt ervaren.³⁰⁴ Tijdens de behandeling in de Kamer is echter gebleken dat er aanzienlijke bezwaren bestaan tegen een langere termijn, vooral omdat dit ondernemingen in onzekerheid houdt.

Een tweede knelpunt lijkt de AFM te zien in de verplichting dat zij zich alleen mag baseren op openbare informatie. Zij acht het wenselijk dat in de Wet toezicht financiële verslaggeving een verplichting wordt opgenomen voor instellingen om op verzoek van de AFM specifieke documenten te verstrekken indien de AFM van oordeel is dat door het verstrekken van deze documenten haar twijfel kan worden weggenomen.³⁰⁵

8.3 Het toelaten van effecten: prospectusplicht

Een belangrijke pijler van het financiële toezicht door de AFM op ondernemingen houdt in dat iedere onderneming die door middel van een uitgifte van effecten een beroep wil doen op de openbare kapitaalmarkt daarvoor in beginsel een prospectus moet publiceren.³⁰⁶ Het huidige prospectustoezicht is voor een groot deel ingegeven door de Prospectusrichtlijn.³⁰⁷ Het systeem daarvan komt er in het kort op neer dat de goedkeuring van een prospectus door een bevoegde toezichthouder in een EER-lidstaat moet worden erkend in alle andere EER-lidstaten. Voorts is op grond van artikel 7 lid 1 van de Prospectusrichtlijn een Prospectusverordening opgesteld³⁰⁸ waarin gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen vastgesteld zijn met betrekking tot de gegevens die in het prospectus moeten worden opgenomen.³⁰⁹

De kernbepaling van de prospectusplicht is artikel 5:2 lid 1 Wft. Krachtens deze bepaling is het verboden in Nederland effecten aan te bieden aan het publiek of effecten te doen toelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, tenzij ter zake van de aanbidding of de toelating een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat is goedgekeurd door de toezichthoudende instantie. Daarbij is enkel de AFM bevoegd.³¹⁰ Op grond van artikel 5:15 Wft dient een prospectus te bestaan uit een (i) registratiedocument dat gegevens bevat over de uitgevende instelling; (ii) een verrichtingsnota die gegevens bevat over de effecten die aan het publiek worden aangeboden of waarvoor een aanvraag tot toelating tot de handel op een gereguleerde markt wordt ingediend, en (iii) een samenvatting.

Bij het beoordelen van een prospectus dat ter goedkeuring is voorgelegd toetst de AFM of aan de eisen die zijn neergelegd in de Wft (met name de artikelen 5:13 tot en met 5:19 Wft) en de Prospectusverordening wordt voldaan.³¹¹ De goedkeuringsprocedure behelst een toets op de volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid van het prospectus.³¹² Deze toets kan met zich brengen dat de AFM tot het oordeel komt dat de in het prospectus opgenomen informatie innerlijk tegenstrijdig is of in tegenspraak is met andere bij de AFM beschikbare informatie omtrent de uitgevende instelling of de aanbieder van de effecten. Ook kan de toets tot het oordeel van de AFM leiden dat in het prospectus aanvullende

³⁰⁴ Toezicht op de financiële verslaggeving 2007 van beursgenoteerde ondernemingen, Activity Report 2008, p. 9.

³⁰⁵ Jaarverslag AFM 2008, p. 21.

³⁰⁶ Zie Grundmann-van de Krol 2008; Van de Vijver 2007; Schreuder 2007.

³⁰⁷ Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, Pb. L345 van 31 december 2003, p. 64–89.

³⁰⁸ Verordening 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft (Pb. 2004 L149/1).

³⁰⁹ Franx 2007.

³¹⁰ Zie de artikelen 5:2 en 5:6 Wft.

³¹¹ Artikel 5:9 Wft. Zie ook Franx 2007.

³¹² Artikel 2, eerste lid, onderdeel q Prospectusrichtlijn.

informatie dient te worden opgenomen omdat het prospectus niet alle gegevens bevat die voor de beleggers de noodzakelijke informatie vormen om hen in staat te stellen een verantwoord oordeel over de aangeboden effecten te vormen.³¹³

Bij de toets op de eisen van volledigheid, consistentie en begrijpelijkheid toetst de AFM niet of de in het prospectus opgenomen informatie materieel juist is.³¹⁴ «De aanbieder van effecten – doorgaans, doch niet per definitie, de uitgevende instelling, maar ook degene die het prospectus (mede) doet openbaar maken – is verantwoordelijk voor de juistheid van de in het prospectus opgenomen informatie. Deze kan daar in rechte ook op worden aangesproken. In de rechtspraak geldt de maatstaf van een «redelijk handelend toezichthouder» als norm voor aansprakelijkheid van toezichthouder. Van de AFM mag dus verwacht worden dat zij, indien zij een prospectus heeft goedgekeurd, alle inspanningen heeft verricht die van een redelijk handelend toezichthouder verwacht mogen worden. Concreet houdt dit in dat van de AFM verwacht mag worden dat zij heeft getoetst of hetgeen in het prospectus is opgenomen redelijkerwijs kan worden gezien als volledig, begrijpelijk en consistent.»³¹⁵

8.4 Toezicht op accountants

Op 1 oktober 2006 is de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta) in werking getreden.³¹⁶ De Wta introduceert toezicht door AFM op accountantsorganisaties die wettelijke jaarrekeningcontroles verrichten en implementeert een belangrijk deel van de herziene Achtste Richtlijn betreffende de wettelijke controles van (geconsolideerde) jaarrekeningen.³¹⁷ Voorheen was sprake van zelfregulering en beschikte de AFM niet over bevoegdheden ten aanzien van deze beroepsgroep. Het toezicht door AFM is dan ook relatief nieuw (zie voor een uitgebreide beschrijving van deze regelgeving: Deel 1).

«Doel van het toezicht

In het kader van het instellen van onafhankelijk publiek toezicht op de naleving van regelgeving voor accountantsorganisaties en de aan haar verbonden accountants is het belang van de Wta naar het oordeel van de AFM vooral gelegen in het verstevigen van de «onderhandelingspositie» van accountants en het bevorderen dat (accountantsorganisaties waarborgen dat de aan haar verbonden) accountants «hun rug recht houden» ten opzichte van hun controlecliënten. Accountants zullen aldus bij de oordeelsvorming omtrent de getrouwheid van de jaarrekening de kwaliteit van het werk en het publieke belang dienen te laten prevaleren boven commerciële en eventuele andere persoonlijke belangen die zouden kunnen spelen. De AFM streeft er naar dit belang van de Wta te waarborgen en zal in dit verband toezien op de naleving van de normen uit de Wta.

Waar houdt de AFM toezicht op?

De AFM houdt toezicht op accountantsorganisaties die wettelijke controles verrichten. Dit zijn aldus niet alle werkzaamheden of diensten die accountantsorganisaties aanbieden. Alle andere werkzaamheden dan wettelijke controles zijn derhalve niet onderworpen aan toezicht door de AFM. Accountants(organisaties) zullen voor wat betreft deze andere werkzaamheden onder toezicht blijven staan van de bestaande inspecties van het NIVRA en de NOVAA.

Hoe houdt de AFM toezicht?

De AFM houdt in eerste instantie toezicht bij de vergunningverlening. Dit betekent dat een accountantsorganisatie die een vergunning aanvraagt getoetst wordt aan de normen uit de Wta. Indien niet wordt voldaan aan deze normen, zal de AFM de vergunning weigeren.

Een accountantsorganisatie die een vergunning heeft verkregen wordt onderworpen aan het doorlopend toezicht op de naleving van de normen uit de Wta. Bij de invulling van het toezicht op accountantsorganisaties die zijn aangesloten bij de SRA houdt de AFM, op

³¹³ Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 562.

³¹⁴ Zie ook Grundmann-van de Krol 2008, p. 138.

³¹⁵ Kamerstukken II 2004/05, 30 013, nr. 8, p. 18.

³¹⁶ Stb. 2006, 70, 380 en 404.

³¹⁷ Richtlijn 2006/43/EG van 17 mei 2006 tot wijziging van de Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG en intrekking van Richtlijn 84/253/EEG.

basis van een samenwerkingsconvenant, rekening met de uitkomsten van de inspecties door de SRA. De AFM draagt hierbij wel de eindverantwoordelijkheid voor het toezicht.

Ten behoeve van het doorlopend toezicht verplicht de AFM iedere onder toezicht staande accountantsorganisatie jaarlijks een self-assessment te verrichten, het zogenaamde bijdragemodel. Hiertoe wordt een vragenlijst uitgereikt. Deze vragenlijst dient door de organisatie te worden ingevuld en ondertekend. De ingevulde vragenlijst dient als input voor het toezicht dat de AFM instelt. Op deze wijze wordt bewerkstelligd dat de markt betrokken zal zijn bij het toezicht en daarmee bijdraagt aan efficiënt toezicht.

Naast het doorlopend toezicht onderzoekt de AFM ook incidenten op basis van signalen uit de markt. Voor zowel het doorlopend toezicht als onderzoek naar aanleiding van incidenten geldt dat de AFM themaonderzoeken kan doen of invallen verrichten indien hiertoe aanleiding bestaat.

De AFM beoordeelt bij het toezien op de naleving van de normen uit de Wta niet alleen de kwaliteitsbeheersingssystemen van accountantsorganisaties maar toetst tevens de werking van deze systemen. In dit kader worden controledossiers gelicht en aan nadere inspectie onderworpen. Deze inspectie omvat in het bijzonder de kwaliteit van de (vastlegging van de) controle-informatie alsmede het oordeelsvormingsproces en of de bevindingen uit de controle de strekking van de accountantsverklaring onderbouwen.»³¹⁸

Het toezicht heeft zich in de beginperiode sinds de inwerkingtreding voornamelijk geconcentreerd op de vergunningverlening. Naar aanleiding van de financiële crisis is de AFM een verkennend onderzoek gestart naar de rol van de accountants en de accountantsorganisaties bij de crisis. Daarbij is een aantal kwetsbaarheden geconstateerd bij de accountantscontrole. Het gaat daarbij onder meer om de rol van de groepsaccountant, de waardering van financiële activa (waaronder bijzondere waardeverminderingen), de toelichting van onzekerheden in de jaarrekening en de documentatie van de controlewerkzaamheden in het dossier van de accountant.³¹⁹

8.5 Reflectie op bevoegdheden van de AFM in het licht van de financiële crisis

Zoals reeds besproken in Deel I, zijn vele relevante activiteiten die in verband staan met de financiële crisis niet gereguleerd: rating agencies, hedgefondsen en ook activiteiten van aanbieders die een inleg vragen van meer dan € 50 000 of een emissieomvang kennen van minder dan € 2,5 miljoen zijn niet vergunning- of prospectusplichtig.

In de praktijk betekent dit dat een belangrijk deel van deze activiteiten buiten het toezicht is geplaatst en de AFM niet over bevoegdheden beschikt om deze activiteiten te controleren. Het vrijstellingsbedrag is bepaald vanuit de gedachte dat beleggers boven deze grens tot de professionals met voldoende kennis en ervaring moeten worden gerekend. Dat echter ook professionals onvoldoende toegerust kunnen zijn, of anderszins niet in staat om financiële producten correct te beoordelen respectievelijk te hanteren, leert de ervaring met de diensten die geleverd werden door de rating agencies – hetgeen niet zonder gevolgen is gebleven – zoals besproken in dit rapport. Een groot deel van de retailbeleggers blijkt bovendien eenvoudig over bedragen boven de toezichtgrens te kunnen beschikken (overwaardehypotheek, kapitaal dat ter beschikking komt door een kapitaalverzekering of een erfenis). Daarmee zijn zij echter nog niet automatisch voldoende deskundig en professioneel. Deze toezichtgrens is daarmee niet langer actueel en dient te worden aangepast. De AFM stelt voor de grens te verhogen naar

³¹⁸ Toelichting van AFM op toezicht accounts: www.AFM.nl.

³¹⁹ Jaarverslag AFM 2008, p. 77.

€ 100 000.³²⁰ De vraag is of dit voldoende soelaas biedt en of niet een ander criterium moet worden gehanteerd. Dit dient nader te worden onderzocht.

Daarnaast constateert de AFM dat een groeiend aantal bedrijven gebruik maakt van vrijstellingen, waardoor zij niet onder de vergunningsplicht vallen.³²¹ De vraag is of dit tot een herbezinning van de vrijstellingsregelingen dient te leiden. Ook dit dient nader te worden onderzocht.

Zo wordt geschat dat ongeveer 80% van de Nederlandse indirecte beleggingen in vastgoed een minimale inleg kent van € 50 000.³²² Deze ondergrens is geen toeval en hangt direct samen met de door de wetgever gestelde toezichtgrens. De regulering bevat derhalve een prikkel om deze activiteiten op een bepaalde wijze in te richten.

Daarnaast wordt opgemerkt dat de problematiek van overkreditering in relatie tot consumenten binnen de Nederlandse context nauwelijks een rol heeft gespeeld. In het kader van dit onderzoek is dan ook niet ingegaan op het gedragstoezicht van de AFM ten aanzien van (top)hypotheeken en credit cards.

³²⁰ Zie Jaarverslag AFM 2008, p. 20.

³²¹ In het Jaarverslag van 2008 heeft de AFM voor het eerst een speciale risicoverklaring opgenomen, waarin de AFM risico's in de markt signaleert in de markt, maar ook wijst op risico's die buiten de formele bevoegdheden van de AFM liggen: p. 17–23.

³²² Zie Van Ewijk en Teulings 2009, p. 180.

9. HANDHAVING

In de voorgaande hoofdstukken zijn de werkwijzen van DNB en AFM bij het systeem- en prudentieel toezicht, respectievelijk het gedragstoezicht uiteengezet. Beide toezichthouders dienen toe te zien op de naleving van wettelijke normen. Dit hoofdstuk richt zich op de handhaving van deze normen. Hiervoor hebben de toezichthouders enkele algemene bevoegdheden voor toezicht op de naleving tot hun beschikking. Indien sprake is van een overtreding van de financiële toezichtregelgeving, kunnen zij voorts besluiten over te gaan tot de toepassing van verschillende handhavinginstrumenten.

9.1 De beginselplicht tot handhaving

In het Nederlandse bestuursrecht wordt uitgegaan van een beginselplicht tot handhaving.³²³ Uit de jurisprudentie op het terrein van het toezicht op gereguleerde markten lijkt vooralsnog echter onvoldoende grondslag om daaruit een plicht tot handhaving af te leiden. Van gedogen mag in beginsel geen sprake zijn, doch de toezichthouder mag mede in het licht van de ernst van de overtreding en de aanwezige capaciteit een prioriteeringsbeleid voeren. Ook dient de toezichthouder zich af te vragen of er belangen zijn die zwaarder wegen dan het belang dat door de wettelijke normen in kwestie wordt gehandhaafd.³²⁴

Hoewel binnen het Europese recht de nationale handhavingautonomie geldt, is deze wel aan duidelijke grenzen gebonden. De Lidstaten dienen ingevolge de rechtspraak van het Hof van Justitie op grond van artikel 4, lid 3 Verdrag betreffende de Europese Unie (voorheen artikel 10 EG-verdrag) alle passende maatregelen te treffen welke geschikt zijn om de nakoming van het EG-recht te verzekeren (positieve plicht), alsmede zich te onthouden van maatregelen die de verwezenlijking van de doelstellingen van het verdrag in gevaar kunnen brengen (negatieve plicht).³²⁵ Deze plichten heeft het Hof van Justitie in zijn jurisprudentie tevens doorgetrokken naar de handhaving op nationaal niveau. Op grond van het door het Hof van Justitie ontwikkelde effectiviteitsbeginsel heeft het Hof van Justitie op grond van artikel 10 EG-Verdrag (nu op grond van het zojuist genoemde artikel 4, lid 3) een zogenaamde doelgebonden handhavingplicht³²⁶ aangenomen. De handhaving door de Lidstaten dient te voldoen aan de vereisten van gelijkwaardigheid, effectiviteit, afschrikwekkendheid en evenredigheid.³²⁷ Daarbij kan niet worden volstaan met het enkel in de wetgeving sanctioneren van overtredingen van EG-recht, doch deze plicht rust *mede* op de nationale toezichthouder die ook daadwerkelijk feitelijk dient op te treden om de doeltreffende toepassing van de regels van het gemeenschapsrecht te verzekeren.³²⁸ De ruimte voor een nationale toezichthouder om niet tot handhaving over te gaan in geval sprake is van een overtreding van Europese regels is derhalve beperkt.

9.2 Het handhavinginstrumentarium

Bij overtreding van de Wft-regels staat er over het algemeen een uitgebreid assortiment aan instrumenten ter beschikking van DNB of AFM. Hieronder wordt het bestuursrechtelijk handhavinginstrumentarium dat relevant is voor het financiële toezicht kort uiteengezet. Het antwoord op de vraag welke toezichthouder bevoegd is hangt af van de vraag op welke regels wordt toegezien. Gaat het om toezicht ter naleving van prudentiële regels, dan is DNB bevoegd. Gaat het daarentegen om toezicht op de

³²³ Zie hierover bijvoorbeeld: Duijkersloot 2007, p. 66–68; Ottow 2006, p. 288–296.

³²⁴ Zie onder meer: Rb Rotterdam 8 augustus 2005, JOR 2005/250 en CBb 10 november 2005, JOR 2006/47.

³²⁵ Jans e.a. 2002, p. 266.

³²⁶ Deze term is overgenomen uit Jans e.a. 2002, p. 266.

³²⁷ HJEG 21 september 1989, Commissie vs. Griekenland, zaak C 68/88, Jur. 1989, p. I-2965, r.ov. 23–24. Nadien overgenomen in diverse arresten: bijvoorbeeld HJEG 9 december 1997, Commissie vs. Frankrijk, zaak C-265/95, Jur. 1997, I-6959. Voor een uitvoerige behandeling van de jurisprudentie Jans e.a. 2002, p. 266–282 en Jans e.a. 2007, p. 35–59. Zie voor de handhavingplicht in milieuzaken: Essens 2009.

³²⁸ Zie HJEG 5 juli 1990, Drinkwater Verviers, zaak C-42/89, Jur. 1990, p. I-2821.

naleving van gedragsregels, dan zullen de bevoegdheden toekomen aan de AFM.

9.2.1 Het instrumentarium voor toezicht op de naleving

Teneinde na te gaan of de normen inzake het gedragstoezicht of het prudentieel toezicht worden nageleefd, kunnen DNB en AFM gebruik maken van een aantal bevoegdheden voor toezicht op de naleving.³²⁹ Van belang hierbij is echter dat hoewel DNB en AFM toezichthouder zijn in de zin van de Wft, zij dit niet zijn in de zin van de Algemene wet bestuursrecht (Awb); zij zijn immers geen natuurlijk persoon.³³⁰ In dit kader schrijft artikel 1:72 Wft voor dat DNB en AFM personen dienen aan te wijzen die belast zijn met het toezicht op de naleving van regels gesteld bij of krachtens de Wft.³³¹ Deze aanwijzing kan zowel categoriaal als individueel geschieden.³³² Deze bij besluit aangewezen «toezichtmedewerkers» van DNB en AFM kwalificeren wel als toezichthouder in de zin van de Awb en beschikken derhalve over de toezichtbevoegdheden van afdeling 5.2 in de Awb. Artikel 1:73 lid 1 Wft sluit echter de bevoegdheden die zijn neergelegd in de artikelen 5:18 (monsterneming) en 5:19 Awb (onderzoek van vervoermiddelen) uit. Voor de overige bevoegdheden in die afdeling geldt dat hiervoor niet vereist is dat sprake is van een (redelijk) vermoeden van overtreding. Dat wil zeggen dat de bevoegdheden ook kunnen worden uitgeoefend in het kader van «reguliere» controle, dus zonder dat sprake is van enige aanwijzing dat een bepaling van de Wft is overtreden.³³³ Hierbij is het van belang op te merken dat veel van deze bevoegdheden (tevens) hun grondslag vinden in Europees recht. Een voorbeeld hiervan is artikel 50 lid 2 van de MiFID-richtlijn.³³⁴ Hierin wordt bepaald dat de bevoegdheden door nationale autoriteiten uitgeoefend dienen te worden in overeenstemming met het nationale recht en dat ze tenminste het recht moeten omvatten om onder andere inlichtingen te vorderen en plaatsen te betreden.

Zie voor een overzicht van de algemene bevoegdheden voor toezicht op de naleving Bijlage A.

9.2.2 De aanwijzingsbevoegdheid

Teneinde de aangeschrevene ertoe aan te zetten om gedrag te vertonen dat in lijn is met hetgeen in de Wft is bepaald kunnen DNB en AFM aanwijzingen geven. De bevoegdheid om een aanwijzing te geven kan worden onderscheiden in een algemene aanwijzingsbevoegdheid en specifieke aanwijzingsbevoegdheden voor onderscheidenlijk DNB en AFM.³³⁵

De algemene aanwijzingsbevoegdheid is neergelegd in artikel 1:75 lid 1 Wft.³³⁶ Hierin is bepaald dat DNB of AFM een limitatief aantal personen onder bepaalde voorwaarden een aanwijzing kan geven een bepaalde gedragslijn te volgen. Dit betreft een discretionaire bevoegdheid die mag worden toegepast jegens:³³⁷

- een financiële onderneming;³³⁸
- een vertegenwoordiger van een verzekeraar;
- een houder van een verklaring van geen bezwaar, ingevolge artikel 3:95 Wft, 3:96 Wft of 5:32d Wft;
- een ieder die in of vanuit Nederland bedrijfsmatig buiten besloten kring opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen aantrekt, ter beschikking verkrijgt of ter beschikking heeft;
- een ieder die in Nederland of vanuit Nederland in een andere lidstaat

³²⁹ Zie ook Doets en Tillema 2007, p. 367–371; Tillema en Doets 2007, p. 494–497; Grundmann-van de Krol 2008, p. 635–643; Roth 2009.

³³⁰ Zie artikel 5:11 Awb.

³³¹ Zie Mandaat Autoriteit Financiële Markten, *Stcrt.* 2006, 248 (gewijzigd op 23 juni 2008, *Stcrt.* 2008, 123). Besluit van De Nederlandsche Bank N.V. van 21 december 2006, nr. Juza/2006/02543/pvdb, houdende de aanwijzing van personen die zijn belast met het toezicht op de naleving van de financiële toezichtwetgeving, *Stcrt.* 2006, 252.

³³² *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 42.

³³³ Tillema en Doets 2007, p. 494; *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 41.

³³⁴ Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende, markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en inhoudende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU 2004, L 145/1), zoals deze laatstelijk is gewijzigd op 5 april 2006 (PbEU 2006, L 114) en welke bij Wet van 30 oktober 2007, *Stb.* 2007, 406 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter implementatie van richtlijn markten voor financiële instrumenten (Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten) op 1 november 2007 in de Wft is geïmplementeerd.

³³⁵ Zie bijvoorbeeld ook Tillema en Doets 2007, p. 506–510; Grundmann-van de Krol 2008, p. 645 e.v.

³³⁶ Zie echter ook artikel 1:59 lid 1 Wft.

³³⁷ Grundmann-van de Krol 2008, p. 645. Zie ook CBb 10 november 2005, JOR 2006/47 m.nt. Maatman.

³³⁸ Hieronder vallen volgens artikel 1:1 Wft een beheerder, een beleggingsinstelling, een beleggingsonderneming, een bewaarder, een clearinginstelling, een entiteit voor risico-acceptatie, een financiële dienstverlener, een financiële instelling, een kredietinstelling, of een verzekeraar.

als dienst van de informatiemaatschappij als bedoeld in artikel 15d, derde lid, van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek in de uitoefening van een beroep of bedrijf als tussenpersoon werkzaamheden verricht ten behoeve van het buiten besloten kring aantrekken of ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen;

- een marktexploitant.³³⁹

Artikel 1:75 lid 1 Wft bepaalt voorts dat de toezichthouder een redelijke termijn moet bepalen waarbinnen de aangeschrevene aan de aanwijzing moet voldoen. Volgens de Wft-wetgever is de «duur van de redelijke termijn [...] steeds afhankelijk van de omstandigheden van het geval; hoe groter de spoed, hoe korter de termijn kan (en moet) zijn. Wel dient de mogelijkheid tot het geven van een zienswijze – gelet op het belang van de opvatting van de andere toezichthouder – steeds redelijk (in de zin van reëel) te zijn. Er komt een moment waarop ingrijpen niet meer kan worden uitgesteld».³⁴⁰

Behalve de algemene aanwijzingsbevoegdheid beschikt DNB voorts over specifieke aanwijzingsbevoegdheden. Op grond van het tweede lid van artikel 1:75 Wft kan DNB een aanwijzing aan een financiële onderneming geven indien zij tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit of de liquiditeit van die financiële onderneming in gevaar kunnen brengen. Daarnaast kan DNB op grond van artikel 3:104 lid 3 Wft door middel van een aanwijzing degene die een gekwalificeerde deelneming houdt zonder dat daartoe de vereiste verklaring van geen bezwaar is verkregen, verplichten om binnen een door DNB te stellen termijn een bepaalde gedragslijn te volgen.

Ook de AFM beschikt over enkele specifieke aanwijzingsbevoegdheden. Zo beschikt zij op grond van artikel 5:25 Wft naast de algemene aanwijzingsbevoegdheid van artikel 1:75 lid 1 Wft over de bevoegdheid een aanwijzing te geven aan een uitgevende instelling, aanbieder of aanvrager van de toelating van effecten tot de handel op een gereguleerde markt, indien niet voldaan wordt aan de in hoofdstuk 5.1 neergelegde bepalingen of het in de prospectusverordening bepaalde.³⁴¹ Voorts heeft AFM de bevoegdheid om een marktexploitant door middel van het geven van een aanwijzing te verplichten om binnen een redelijke termijn de handel in een bepaald financieel instrument op te schorten, te onderbreken of door te halen, indien dit met het oog op de bescherming van het belang van de beleggers in het financieel instrument of de ordelijke handel in het financieel instrument noodzakelijk is.³⁴² Ook is het mogelijk, nadat zo'n aanwijzing is gegeven, dat de AFM de rechtbank Rotterdam verzoekt het desbetreffende financieel instrument uit te sluiten van de systematische interne afhandeling of van de handel op de multilaterale handelsfaciliteit, indien dit met het oog op de bescherming van het belang van de beleggers in het financieel instrument of de ordelijke handel in het financieel instrument noodzakelijk is.³⁴³ Daarnaast zijn er nog enkele andere bepalingen in de Wft op basis waarvan de AFM in staat wordt gesteld om aanwijzingen te geven.³⁴⁴

De aanwijzing betreft een verplichting voor de aangeschrevene om een bepaalde gedragslijn te volgen en betreft een reparatoire sanctie; hij is immers gericht op het beëindigen of ongedaan maken van een overtreding of op het voorkomen van herhaling ervan.³⁴⁵ De aanwijzing wordt ook wel last zonder dwangsom genoemd.³⁴⁶

³³⁹ Artikel 1:75 lid 1 Wft.

³⁴⁰ *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 398.

³⁴¹ Verordening 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft (PbEU L 149).

³⁴² Zie ook artikel 4:4 lid 1 Wft.

³⁴³ Artikel 5:32h lid 2 en artikel 4:4b lid 2 Wft.

³⁴⁴ Zie bijvoorbeeld de artikelen 5:80 lid 1, 5:80 lid 2, 5:51 lid 1, 5:61 lid 1 en 5:25s lid 1. Voor een uitgebreider overzicht, zie Grundmann-van de Krol 2008, p. 647–649.

³⁴⁵ Zie ook Lückcrath-Rovers 2007, p. 92–93.

³⁴⁶ Grundmann-van de Krol 2008, p. 645.

Interessant genoeg geeft de Wft over het algemeen niet aan wat de inhoud van een aanwijzing kan zijn.³⁴⁷ Uit artikel 1:47 lid 2 Wft kan in ieder geval afgeleid worden dat een aanwijzing ertoe kan strekken dat een (mede)beleidsbepaler moet worden heengezonden. Uit artikel 5:32h Wft blijkt voorts ook dat een aanwijzing kan inhouden dat de handel in een bepaald financieel instrument opgeschort, onderbroken of doorgehaald wordt. Verder stelt artikel 1:75 lid 3 Wft dat een aanwijzing niet strekt tot aantasting van overeenkomsten tussen die persoon en derden. Deze bepaling is in het leven geroepen om de bevoegdheden van de toezichthouder in te dammen en staat eraan in de weg dat DNB of de AFM een aanwijzing geeft die ingrijpt in de civielrechtelijke rechtsverhoudingen tussen partijen.³⁴⁸ In veel van de specifieke aanwijzingsbevoegdheden is artikel 1:75 lid 3 Wft overigens niet van overeenkomstige toepassing verklaard.³⁴⁹

Ten slotte nog enkele opmerkingen over de vervolgacties ten aanzien van de aanwijzing. Tegen een aanwijzingsbesluit staat in beginsel bezwaar en beroep open. Onder het huidige systeem is het niet opvolgen van een aanwijzing geen economisch delict meer en is het ook niet meer mogelijk de aanwijzing te laten opvolgen door een bestuurlijke boete of een last onder dwangsom.³⁵⁰ Wel is het mogelijk om het niet opvolgen van een aanwijzing te laten opvolgen door stille curatele. Ook bepaalt artikel 4:54 lid 3 sub b Wft dat de AFM de rechtbank kan verzoeken om een beleggingsmaatschappij of het vermogen van een beleggingsfonds te ontbinden of te vereffenen.³⁵¹

9.2.3 Benoeming van een stille curator

Op grond van artikel 1:76 lid 1 Wft kan DNB of de AFM besluiten een of meer personen te benoemen als curator ten aanzien van alle of bepaalde organen of vertegenwoordigers van een financiële onderneming indien die financiële onderneming niet voldoet aan de Wft-regels.³⁵² Zoals hierboven uitgelegd kan een stille curator benoemd worden als geen gevolg is gegeven aan een aanwijzing. Ook is het mogelijk om de maatregel van de stille curatele toe te passen indien de overtreding de adequate functionering van de financiële onderneming of de belangen van niet-professionele beleggers in gevaar brengt.³⁵³ In die laatste twee gevallen dient de toezichthouder de onderneming voorafgaand aan de benoeming in de gelegenheid te stellen haar zienswijze over het voorgenomen besluit naar voren te brengen.

Daarnaast kan DNB besluiten een curator te benoemen indien zij bij een financiële onderneming tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit, of de liquiditeit van die financiële onderneming in gevaar kunnen brengen.³⁵⁴ Hoewel er in dit geval geen sprake hoeft te zijn van overtreding van de Wft, is wel vereist dat die onderneming niet heeft voldaan aan een aanwijzing of dat onverwijld ingrijpen noodzakelijk is.³⁵⁵ Ook dient de toezichthouder in dit geval de onderneming voorafgaand aan de benoeming in de gelegenheid te stellen haar zienswijze over het voorgenomen besluit naar voren te brengen.

Hoewel de benoeming van een curator als een reparatoire sanctie valt aan te merken, blijkt uit de wetsgeschiedenis dat het instrument als tamelijk ingrijpend wordt gezien en dat proportionaliteit van de te nemen handhavingsmaatregelen veelal in de weg staat van de benoeming van een curator.³⁵⁶ Ook moet, indien DNB of de AFM over wil gaan tot benoeming van een curator, de andere toezichthouder krachtens artikel

³⁴⁷ Zier hierover Grundmann-van de Krol 2008, p. 650–654.

³⁴⁸ Zie Kortmann en Schim 2007, p. 589–590, waarin verwezen wordt naar *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 41, p. 62–63 en Rb. Rotterdam 5 april 2005, JOR 2005/126 en Rb. Rotterdam 16 januari 2006, JOR 2006/74.

³⁴⁹ Zie Grundmann-van de Krol 2008, p. 651–654 voor een discussie hierover.

³⁵⁰ Reden hiervoor zou zijn dat de noodzaak ontbreekt, omdat andere handhavingsmaatregelen kunnen worden toegepast waarmee de overtreding zelf beëindigd kan worden, zie Rogier 2006, p. 48; Doets en Tillema 2007, p. 384.

³⁵¹ Grundmann-van de Krol 2008, p. 656.

³⁵² Zie ook artikel 1:76 lid 8 Wft.

³⁵³ Artikel 1:76 lid 2 sub a tot en met c. Zie ook Grundmann-van de Krol 2008, p. 656–659; *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 410.

³⁵⁴ Artikel 1:76 lid 3 Wft.

³⁵⁵ Artikel 1:76 lid 4 Wft.

³⁵⁶ *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 411. Zie hierover ook Roth 2008.

1:47 lid 2 Wft een redelijke termijn zijn gegeven om daarover zijn zienswijze te geven.

De stille curatele houdt in dat alle of bepaalde organen of vertegenwoordigers van de financiële onderneming hun bevoegdheden alleen mogen uitoefenen na goedkeuring door de door de toezichthouder benoemde curator(en) en met inachtneming van de opdrachten van deze curator(en).³⁵⁷ Ten slotte kan nog opgemerkt worden dat de benoeming van een curator in beginsel niet openbaar wordt gemaakt – vandaar de naam «stille» curatele – maar dat hier in bijzondere omstandigheden van kan worden afgeweken.³⁵⁸

9.2.4 Activiteiten- en transactieverbod

Indien een financiële onderneming aan een aanwijzing met betrekking tot de bedrijfsvoering of haar financiële positie niet of onvoldoende gevolg heeft gegeven, kan DNB of AFM op grond van artikel 1:77, eerste lid, Wft besluiten er niet langer mee in te stemmen dat deze onderneming vanuit het bijkantoor of door middel van het verrichten van diensten haar bedrijf uitoefent of financiële diensten verleent in de andere lidstaat. Dit zogenoemde «activiteitenverbod» wordt in artikel 1:77, tweede lid, Wft van overeenkomstige toepassing gemaakt op een verzekeraar die niet of onvoldoende gevolg heeft gegeven aan een aanwijzing met betrekking tot de betrouwbaarheid of deskundigheid van de vertegenwoordiger van de verzekeraar of van een persoon die het dagelijks beleid van die verzekeraar bepaalt.

Daarnaast beschikken DNB en AFM over de bevoegdheid om een «transactieverbod» op te leggen. Artikel 1:59 lid 2 Wft ziet toe op de situatie waarin een in Nederland gevestigde beheerder, beleggingsonderneming, herverzekeraar, kredietinstelling, levensverzekeraar of schadeverzekeraar in een andere lidstaat actief is maar niet voldoet aan de wettelijke voorschriften aldaar, én niet of onvoldoende gevolg heeft gegeven aan een door DNB of AFM gegeven aanwijzing strekkende tot beëindiging van die overtreding. In een dergelijk geval kan DNB of AFM besluiten dat de betreffende beheerder, beleggingsonderneming, herverzekeraar, kredietinstelling, levensverzekeraar of schadeverzekeraar geen nieuwe overeenkomsten in die andere lidstaat mag afsluiten. Artikel 1:58 lid 2 Wft ziet toe op de omgekeerde situatie (dat wil zeggen, gevestigd in een andere lidstaat maar ook actief in Nederland).³⁵⁹ Ten slotte beschikt de AFM krachtens artikel 4:4 Wft nog over de bevoegdheid een transactieverbod op te leggen ten aanzien van financiële ondernemingen van buiten de Europese Unie die zich niet aan de gedragsregels in de Wft houden.³⁶⁰

Het opleggen van een activiteiten- of transactieverbod is één van de maatregelen genoemd in artikel 1:47 lid 2 Wft. Dit heeft als gevolg dat DNB of AFM niet besluit tot overgaan tot één van deze maatregelen voordat hij aan de andere toezichthouder een redelijke termijn heeft geboden om daarover zijn zienswijze naar voren te brengen.³⁶¹

9.2.5 Heenzenden van accountant of actuaris

Indien een accountant of actuaris niet of niet meer de nodige waarborgen biedt dat deze zijn taak met betrekking tot de financiële onderneming naar behoren zal kunnen vervullen, kunnen DNB en AFM ten aanzien van deze accountant of actuaris bepalen dat hij niet langer bevoegd is de in Wft bedoelde verklaringen met betrekking tot die financiële onderneming af te

³⁵⁷ Zie Grundmann-van de Krol 2008, p. 658–659 en de verwijzingen daarin.

³⁵⁸ Zie *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 44.

³⁵⁹ Zie hiertoe Tillema en Doets 2007, p. 513–514.

³⁶⁰ Zie Grundmann-van de Krol 2008, p. 688–689 en 694 e.v.

³⁶¹ Artikel 1:47 lid 1 Wft.

leggen.³⁶² De achterliggende ratio van deze bepaling is dat de betreffende toezichthouder moet kunnen vertrouwen op de informatie uit onder meer de jaarrekening, waardoor de certificerende accountant of actuaris over de benodigde kwaliteiten moet beschikken.³⁶³ Uit de Memorie van Toelichting blijkt overigens dat een dergelijke aanwijzing zich altijd zal richten op individuele accountants en niet op samenwerkingsverbanden van accountants.³⁶⁴

9.2.6 De last onder dwangsom

Artikel 1:79 lid 1 Wft regelt dat DNB en AFM een last onder dwangsom kunnen opleggen terzake van een overtreding van voorschriften genoemd in de bijlage bij dat wetsartikel, van de prospectusverordening en terzake van overtreding van artikel 5:20 Awb (de medewerkingsplicht).³⁶⁵ Van Buuren e.a. definiëren de last onder dwangsom als «de bevoegdheid de overtreder van een bij of krachtens de wet voor hem geldend voorschrift een concrete, uit die wettelijke verplichting gedestilleerde, last op te leggen, waarbij aan het niet tijdig gevolg geven aan die last het gevolg wordt verbonden dat hij een of meer geldsommen verschuldigd wordt aan de rechtspersoon waartoe het bestuursorgaan behoort».³⁶⁶ De last onder dwangsom vertoont dus enige gelijkenis met de aanwijzing van artikel 1:75 lid 1 Wft, maar er zijn drie belangrijke verschillen.³⁶⁷ Ten eerste is de bevoegdheid een last onder dwangsom op te leggen niet beperkt tot een bepaalde groep van personen of instellingen. Ten tweede is net als de aanwijzing ook de last onder dwangsom een reparatoire (of herstel)sanctie, maar geldt er bij het laatste instrument dat indien niet binnen de gestelde termijn aan de last wordt voldaan, de in de last vermelde dwangsom wordt verbeurd. Ten slotte kan een last onder dwangsom slechts worden opgelegd aan de overtreder, terwijl een aanwijzing (tevens) kan worden gegeven aan een niet-overtreder.

Zoals gezegd is de last onder dwangsom een reparatoire sanctie; hij strekt er immers toe de overtreding ongedaan te maken of verdere overtreding dan wel herhaling van de overtreding te voorkomen. Bij ministeriële regeling kunnen voorts regels gesteld worden met betrekking tot de oplegging van de last onder dwangsom.³⁶⁸ De hoogte van de dwangsom wordt door DNB of AFM van geval tot geval bepaald, maar het bedrag dient in redelijke verhouding te staan tot de zwaarte van het geschonden belang en tot de beoogde werking van de dwangsom.³⁶⁹

9.2.7 De bestuurlijke boete

Op grond van artikel 1:80, eerste lid, Wft zijn DNB en AFM bevoegd een bestuurlijke boete op te leggen. Meer specifiek doet deze bevoegdheid zich voor indien zich overtredingen voordoen van voorschriften genoemd in de bijlage bij dat wetsartikel, van de prospectusverordening en terzake van overtreding van artikel 5:20 Awb (de medewerkingsplicht).³⁷⁰ Bij algemene maatregel van bestuur kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de uitoefening van de bevoegdheid tot het opleggen van een bestuurlijke boete.

De hoogte van de boete wordt geregeld in artikel 1:81 Wft. Hierin wordt met een specifieke tarievenlijst gewerkt, waaruit de hoogte van de op te leggen boete voor een bepaalde overtreding kan worden afgeleid. De toezichthouders zijn derhalve niet vrij in het bepalen van de hoogte van een bestuurlijke boete; de bedragen zijn neergelegd in een Algemene Maatregel van Bestuur: het Besluit boetes Wft.³⁷¹ Er wordt gewerkt met

³⁶² Artikel 1:78 lid 1 Wft.

³⁶³ Boshuizen en Jager 2008, p. 279.

³⁶⁴ *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 44.

³⁶⁵ Zie uitgebreid over de last onder dwangsom in het algemeen Van Buuren e.a. 2005; Duijkersloot 2007, p. 69–75, en in het kader van de Wft Tillema en Doets 2007, p. 515–517; Grundmann-van de Krol 2008, p. 660–661.

³⁶⁶ Van Buuren e.a. 2005, p. 13.

³⁶⁷ Tillema en Doets 2007, p. 515.

³⁶⁸ Artikel 1:79 lid 2 Wft.

³⁶⁹ Artikel 5:32b Awb.

³⁷⁰ Zie uitgebreid over de bestuurlijke boete in het algemeen Duijkersloot 2007, p. 75–83, en in het kader van de Wft Tillema en Doets 2007, p. 517–523; Grundmann-van de Krol 2008, p. 662–670.

³⁷¹ *Stb.* 2006, 517.

verschillende categorieën overtredingen, waarbij ingeval van zwaardere overtredingen hogere boetes worden opgelegd.

Naar aanleiding van de nota Boetestelsel in financiële wetgeving³⁷² is het boetestelsel echter met ingang van 1 augustus 2009 gewijzigd middels de inwerkingtreding van de Wet wijziging boetestelsel financiële wetgeving (Boetewet)³⁷³ en het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (Boetebesluit)³⁷⁴. De wijziging heeft tot doel om DNB en AFM beter in staat te stellen om boetes op te leggen die in verhouding staan tot de ernst van de overtreding en een afschrikwekkende werking hebben.³⁷⁵ Beoogd wordt dit deel te bereiken door middel van vervanging van het oude systeem van vaste boetes door een combinatie van vaste en flexibele boetes. Het huidige systeem laat voor zwaardere overtredingen een min of meer flexibele systematiek gelden, waardoor bestuurlijke boetes kunnen worden opgelegd die proportioneel zijn in relatie tot de ernst van de overtreding en de overige omstandigheden van het geval. Voor de minst ernstige overtredingen blijft een vaste boetesystematiek gelden. Omdat uit een vergelijking met omringende landen bleek dat de bestuurlijke boetes in Nederland aan de lage kant zijn, zijn met de wijziging ook de boetemaxima aanzienlijk gestegen.³⁷⁶ Artikel 1:81 Wft luidt in het huidige systeem als volgt.

Artikel 1:81 Wft

1. Het bedrag van de bestuurlijke boete wordt bepaald bij algemene maatregel van bestuur, met dien verstande dat de bestuurlijke boete voor een afzonderlijke overtreding ten hoogste € 4 000 000 bedraagt. Indien tijdens het plegen van de overtreding nog geen vijf jaren zijn verlopen sedert het opleggen van een bestuurlijke boete aan de overtreder ter zake van eenzelfde overtreding, wordt het bedrag van de bestuurlijke boete, bedoeld in de eerste volzin, voor een afzonderlijke overtreding verdubbeld.
2. De algemene maatregel van bestuur, bedoeld in het eerste lid, bepaalt bij elke daarin omschreven overtreding het bedrag van de deswege op te leggen bestuurlijke boete. De overtredingen worden gerangschikt in categorieën naar zwaarte van de overtreding met de daarbij behorende basisbedragen, minimumbedragen en maximumbedragen. Daarbij wordt de volgende indeling gebruikt:

Categorie	Basisbedrag	Minimumbedrag	Maximumbedrag
1	€ 10 000,-	€ 0,-	€ 10 000,-
2	€ 500 000,-	€ 0,-	€ 1 000 000,-
3	€ 2 000 000,-	€ 0,-	€ 4 000 000,-

3. In afwijking van het eerste en tweede lid kan de toezichhouder de hoogte van de bestuurlijke boete vaststellen op ten hoogste twee keer het bedrag van het voordeel dat de overtreder door de overtreding heeft verkregen indien diens voordeel groter is dan € 2 000 000.

In het huidige stelsel wordt uitgegaan van drie boetecategorieën waarbij de bestuurlijke boete voor een afzonderlijke overtreding ten hoogste € 4 000 000 kan bedragen. Een belangrijke wijziging die zich verder heeft voorgedaan is dat de bedragen die in de tabel in artikel 1:81 lid 2 Wft staan vermeld, verdubbeld worden indien het recidive betreft. Daarnaast kunnen DNB en AFM de boete vaststellen op twee keer het bedrag van het met de overtreding verkregen voordeel, indien dat meer dan twee miljoen euro bedraagt.³⁷⁷

³⁷² Kamerstukken II 2004/05, 30 125, nr. 2.

³⁷³ Stb. 2009, 327.

³⁷⁴ Stb. 2009, 329.

³⁷⁵ Zie Kamerstukken II 2007/08, 31 458, nr. 3.

³⁷⁶ Zie Kamerstukken II 2007/08, 31 458, nr. 3, p. 1-2.

³⁷⁷ Artikel 1:81 lid 3 Wft.

Een belangrijk kenmerk van de bestuurlijke boete is dat het een punitieve sanctie betreft; hij is immers bedoeld om leed toe te voegen.³⁷⁸ Dit heeft als gevolg dat voor de aangeschrevene enkele waarborgen bestaan, waaronder het zwijgrecht en de cautieplicht.³⁷⁹

9.2.8 Publicatiebevoegdheid

Door middel van een publicatie kunnen DNB en AFM aan beleggers een waarschuwing doen uitgaan tegen personen of instellingen die in strijd handelen met de verbodsbepalingen van de Wft of aan wie een boete of een dwangsom is opgelegd.³⁸⁰ Een openbare waarschuwing zal van belang zijn als het handhaven op dat moment voornamelijk ziet op de bescherming van de consument, de signaalwerking naar de markt en het «schoon houden» van de markt.³⁸¹ Er kunnen twee typen publicatiebevoegdheden onderscheiden worden.³⁸²

Aan de ene kant bestaat er een discretionaire bevoegdheid voor DNB en AFM om een openbare waarschuwing uit te vaardigen bij de overtreding van een verbodsbepaling uit de Wft of van of van artikel 1:58 lid 2, 1:58a lid 2, 1:58 lid 2, 1:58c lid 3, 1:59 lid 2, 1:67 lid 1, 1:77 lid 1, derde volzin, 4:4, eerste lid, of artikel 4:4a.³⁸³ Aan de andere kant geeft de Wft DNB en AFM in beginsel de verplichting – in plaats van de mogelijkheid – om opgelegde lasten onder dwangsom (nadat deze zijn verbeurd) en bestuurlijke boetes te publiceren.³⁸⁴ Van deze beginselplicht kan echter worden afgezien indien de publicatie in strijd is of zou kunnen komen met het doel dat door DNB of AFM nagestreefd wordt.

Ten aanzien van de inhoud van de publicatie en de wijze van publiceren is er in de Wft niets geregeld. DNB en AFM hebben derhalve een grote mate van vrijheid hierin. Vaak wordt hierbij door de betreffende toezichthouder gekozen voor een vermelding op zijn website.³⁸⁵ Ten slotte kan er nog opgemerkt worden dat er enige discussie is over de vraag of publicatie nu als reparatoire of als punitieve sanctie aangemerkt moet worden.³⁸⁶ Het antwoord hierop zal vaak afhangen van de omstandigheden van het geval.³⁸⁷

9.2.9 Intrekken van een vergunning, ontheffing of verklaring van geen bezwaar

Op grond van artikel 1:104, eerste lid, Wft kan DNB of AFM een door hen verleende vergunning wijzigen, geheel of gedeeltelijk intrekken of beperken, dan wel daaraan nadere voorschriften verbinden. Artikel 1:105 Wft bepaalt voorts dat artikel 1:104 Wft van overeenkomstige toepassing is voor een verklaring van ondertoezichtstelling³⁸⁸, een verklaring van geen bezwaar,³⁸⁹ een reeks ontheffingen³⁹⁰ en een instemming.³⁹¹ Dit wil zeggen dat niet alleen een vergunning, maar ook de verklaring van ondertoezichtstelling, verklaringen van geen bezwaar, de ontheffingen en de instemming kunnen worden gewijzigd, geheel of gedeeltelijk ingetrokken of beperkt worden.

DNB en AFM kunnen krachtens deze bepalingen van deze bevoegdheid gebruik maken onder enkele omstandigheden.³⁹² In het kader van de handhaving is artikel 1:104 lid 1 sub d het meest relevant; DNB of AFM kunnen deze bevoegdheid gebruiken indien de vergunninghouder niet meer voldoet aan de bij of krachtens de Wft gestelde regels dan wel niet meer voldoet aan de aan de vergunning verbonden voorschriften of gestelde beperkingen. De bevoegdheden neergelegd in de artikelen 1:104

³⁷⁸ Artikel 5:40 lid 1 Awb jo artikel 5:2 lid 1 sub c Awb.

³⁷⁹ Artikel 5:10a Awb. Zie hierover Grundmann-van de Krol 2008, p. 662–666.

³⁸⁰ Zie hiertoe Doets en Tillema 2007, p. 386–393; Grundmann-van de Krol 2008, p. 670–684; *Kamerstukken II* 29 708, nr. 19, p. 300–303.

³⁸¹ Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank.

³⁸² Grundmann-van de Krol 2008, p. 672 e.v..

³⁸³ Artikel 1:94 Wft. Zie ook artikel 1:95 en 1:96 Wft.

³⁸⁴ Zie de artikelen 1:97, 1:98 en 1:99 Wft alsook Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank, p. 8.

³⁸⁵ Grundmann-van de Krol 2008, p. 675.

³⁸⁶ Zie hierover bijvoorbeeld Doorenbos 2007a; Grundmann-van de Krol 2008, p. 670–673.

³⁸⁷ Zie Michiels 2007.

³⁸⁸ Artikel 3:110 Wft.

³⁸⁹ Artikelen 3:95, 3:96 en 5:32 Wft.

³⁹⁰ Artikelen 2:23, 2:55, 2:60, 2:65, 2:75, 2:80, 2:86, 2:92, 2:96, 3:5, 3:6, 3:7, 4:3, 5:26 en 5:81 Wft voor zover het een ontheffing betreft van artikel 5:74 lid 1 Wft of artikel 5:79 Wft, met dien verstande dat de ontheffing ook geheel of gedeeltelijk kan worden verleend.

³⁹¹ Artikel 3:116 Wft met dien verstande dat indien een toezichthoudende instantie van een andere lidstaat advies of instemming over de voorgenomen overdracht geeft, de beslistermijn wordt opgeschort met maximaal de termijn die die toezichthoudende instantie ter beschikking staat ingevolge artikel 3:118, vijfde lid, Wft.

³⁹² Zie hierover Grundmann-van de Krol 2008, p. 684–689.

en 1:105 Wft worden overigens wel gezien als een ultimum remedium, waarvan dus slechts gebruik gemaakt dient te worden als andere handhavinginstrumenten niet, of onvoldoende, effectief zijn gebleken.³⁹³ Ten slotte dient er wederom op gewezen te worden dat krachtens artikel 1:47 Wft door DNB of AFM niet overgegaan wordt tot intrekking van een vergunning voordat hij aan de andere toezichthouder een redelijke termijn heeft geboden om daarover zijn zienswijze naar voren te brengen.³⁹⁴

Overigens kan nog opgemerkt worden dat de verklaring van geen bezwaar in de zin van artikel 3:95 Wft op grond van artikel 3:105 lid 3 sub b Wft ook ingetrokken kan worden indien de houder van de verklaring van geen bezwaar niet de gedragslijn volgt die DNB op grond van artikel 1:75 Wft heeft voorgeschreven.

9.2.10 Herstelplan, financieringsplan en saneringsplan

De afdelingen 3.5.2 en 3.5.3 van de Wft bevatten bepalingen op grond waarvan DNB met het oog op de solvabiliteit van een verzekeraar een herstelplan, een financieringsplan of een saneringsplan kan verlangen.³⁹⁵

Het herstelplan kan reeds door DNB aangevraagd worden op het moment dat een verzekeraar nog wel voldoet aan de minimale solvabiliteitseisen. Het herstelplan heeft dus een preventieve werking. Artikel 3:132 lid 1 Wft schrijft voor dat DNB een dergelijke maatregel kan treffen indien «de rechten van degenen die als verzekeringnemers, verzekerden of gerechtigden op uitkeringen betrokken zijn bij verzekeringen, gesloten door een verzekeraar met zetel in Nederland, in het gedrang komen».³⁹⁶ Het herstelplan ziet dus toe op de bescherming van belanghebbenden door de solvabiliteit van een verzekeraar te waarborgen. Het tweede lid bepaalt voorts dat bij of krachtens een algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot het herstelplan, terwijl het derde lid de mogelijkheid geeft de minimale solvabiliteitsmarge op te hogen.

Indien de minimale solvabiliteitsmarge echter niet meer gehaald wordt, kan DNB verzoeken een saneringsplan of een financieringsplan in te dienen.³⁹⁷ Ook hierbij is de achterliggende gedachte om verzekeringnemers, verzekerden en tot uitkering gerechtigden te beschermen tegen insolventie van verzekeraars. In het saneringsplan moet worden beschreven hoe en binnen welke termijn de verzekeraar zijn solvabiliteitsmarge weer op peil zal brengen. Om een financieringsplan zal worden verzocht indien de solvabiliteit van een verzekeraar niet meer voldoende is voor het garantiefonds.³⁹⁸

9.2.11 Noodregeling

Op grond van artikel 3:160 lid 1 Wft kan DNB de rechtbank verzoeken in het belang van de gezamenlijke schuldeisers de noodregeling uit te spreken. De noodregeling heeft dus alleen betrekking op een verzekeraar of een kredietinstelling en kan uitsluitend op verzoek van DNB worden uitgesproken. Indien dit verzoek door de rechtbank wordt toegewezen, dan wordt de beschikking openbaar uitgesproken en gepubliceerd in onder andere de Staatscourant, het Publicatieblad van de EU en twee Nederlandse dagbladen.³⁹⁹

De voorwaarden voor DNB voor het verzoeken van de noodregeling verschillen tussen verzekeraars en kredietinstellingen. Voor kredietinstellingen moet de solvabiliteit of de liquiditeit van een kredietinstelling

³⁹³ Tillema en Doets 2007, p. 523–524; *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 410.

³⁹⁴ Artikel 1:47 lid 2 sub b Wft.

³⁹⁵ Frielink e.a. 2007; Bouwman en Van Westerlaak 2008.

³⁹⁶ Zie ook de artikelen 3:133 en 3:134 Wft.

³⁹⁷ Artikel 3:136 Wft.

³⁹⁸ Bouwman en Van Westerlaak 2008.

³⁹⁹ Bouwman en Van Westerlaak 2008, p. 66–67.

tekenen van een gevaarlijke ontwikkeling vertonen, terwijl redelijkerwijs in die ontwikkeling geen verbetering te voorzien is, of de solvabiliteit of de liquiditeit moet zodanig zijn dat redelijkerwijs te voorzien is dat de kredietinstelling haar verplichtingen ter zake van de door haar verkregen gelden niet of slechts ten dele kan nakomen.⁴⁰⁰ Voor verzekeraars bepaalt artikel 3:161 dat de noodregeling kan worden uitgesproken indien het belang van de gezamenlijke schuldeisers dit verlangt.

Bij de beschikking benoemt de rechtbank bij het uitspreken van de noodregeling een rechter tot rechter-commissaris en, al dat niet op voordracht van DNB, één of meer bewindvoerders. De toepassing van de noodregeling heeft tot gevolg dat geen faillissement kan worden uitgesproken over de betreffende verzekeraar of kredietinstelling en dat de handelingsbevoegdheid van bestuurders en commissarissen van de financiële onderneming uitgesloten wordt. Deze bevoegdheid gaat over naar de aangestelde bewindvoerder(s). De bewindvoerders krijgen voorts van de rechtbank een machtiging om (een gedeelte van) de verzekeringsportefeuille over te dragen (saneren), (een gedeelte van) het verzekeringsbedrijf te gelde te maken (liquideren) of een combinatie van deze twee soorten machtigingen.⁴⁰¹

9.2.12 Aangifte bij het OM

Hoewel DNB en de AFM over een uitgebreid bestuursrechtelijk instrumentarium beschikken, is er ten slotte ook nog de mogelijkheid om aangifte te doen bij het Openbaar Ministerie (OM).⁴⁰² Hierbij heeft de wetgever echter wel expliciet aangegeven dat strafrechtelijke handhaving als *ultimum remedium* gezien moet worden. Zo wordt er verwezen naar aanwijzing 11 van de Aanwijzingen voor de regelgeving; «Een keuze voor het strafrecht valt in het algemeen slechts te rechtvaardigen indien aannemelijk wordt gemaakt dat bestuursrechtelijke, privaatrechtelijke en tuchtrechtelijke oplossingen tekort schieten».⁴⁰³ Bestuursrechtelijke handhaving is derhalve het uitgangspunt, maar strafrechtelijke handhaving is daarnaast mogelijk voor specifieke overtredingen, indien zij zijn aangemerkt als economisch delict in de zin van de Wet op de economische delicten (WED).⁴⁰⁴ Een voordeel van strafrechtelijke handhaving van de Wft is dat hierbij gebruik gemaakt kan worden van de strafrechtelijke onderzoeksbevoegdheden.⁴⁰⁵ Ook kan de weg van de strafrechtelijke handhaving uitkomst bieden als bestuursrechtelijke handhaving, zoals het opleggen van een bestuurlijke boete, niet meer mogelijk is. In die gevallen waarin zowel bestuursrechtelijke als strafrechtelijke sanctie mogelijk is, geldt het *una via*-beginsel: er kan slechts gekozen worden voor één van beide trajecten.

9.3 Handhaving AFM en DNB

In het handhavingsbeleid zijn de uitgangspunten voor de inzet van handhavinginstrumenten opgenomen. Centraal staat dat de toezichthouders normconform gedrag bevorderen en ingrijpen bij overtredingen. Naast uitgangspunten noemt het handhavingsbeleid ook factoren die van belang zijn voor de vraag welk handhavinginstrument het beste kan worden ingezet in een specifiek geval.

9.3.1 Handhaving door DNB

Ten aanzien van ondernemingen die onder toezicht staan van DNB kan zij verschillende maatregelen treffen om situaties te voorkomen die de

⁴⁰⁰ Artikel 3:160 lid 1 en lid 2 Wft.

⁴⁰¹ Bouwman en Van Westerlaak 2008, p. 67 e.v.

⁴⁰² Zie uitgebreid Doorenbos 2007b.

⁴⁰³ *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 18.

⁴⁰⁴ Zie artikel 1, tweede en derde lid, WED.

⁴⁰⁵ Zie Doorenbos 2007b, p. 554 e.v.

continuïteit van die ondernemingen of de financiële aanspraken van derden in gevaar kunnen brengen. DNB treedt echter ook op tegen ondernemingen die financiële diensten aanbieden zonder over een vergunning te beschikken en derhalve illegaal opereren. Uit Bijlage D blijkt dat het aantal (formele) toezichtmaatregelen dat is genomen – vooral jegens onder toezicht staande instellingen – in 2008 explosief is toegenomen. Als de maatregelen in 2008 echter worden uitgesplitst per type financiële onderneming, wordt duidelijk dat de handhavingsmaatregelen vooral ten aanzien van pensioenfondsen zijn genomen, zie Bijlage E.

DNB geeft voor de sterke toename van het aantal formele maatregelen in 2008 twee verklaringen.⁴⁰⁶ Ten eerste is vooral de stijging van het aantal lasten onder dwangsom bij pensioenfondsen erg groot, omdat zij niet alleen een sanctie krijgen bij het niet tijdig indienen van jaarstaten, maar sinds november 2007 ook worden gesanctioneerd voor het niet tijdig insturen van de kwartaalrapportages. Een tweede verklaring is dat door de financiële crisis veel pensioenfondsen om herstelplannen en verzekeraars om financieringsplannen is gevraagd.

9.3.2 Handhaving door de AFM

Net als DNB kan ook de AFM formele toezichtmaatregelen opleggen aan ondernemingen die onder haar toezicht vallen. Daarnaast is de AFM erg actief in het nemen van informele maatregelen, zoals het stimuleren van bepaalde initiatieven in de markt of het zogenaamde normoverdragend gesprek. In haar jaarverslag over 2008 geeft de AFM het in Bijlage F overgenomen overzicht ten aanzien van de door haar genomen toezichtmaatregelen.

Uit dit overzicht valt op te merken dat het totale aantal toezichtmaatregelen in de periode 2004 tot en met 2008 sterk is toegenomen; van 87 tot 290. Als verklaring voor de stijging van met name het aantal boetes geeft de AFM aan dat deze het gevolg is van de aanpak van illegale financiële activiteiten (waarbij er dus zonder de benodigde vergunning op de markt geopereerd wordt). Ook de groei van het aantal lasten onder dwangsom hangt volgens AFM samen met de aanpak van illegale financiële activiteiten.⁴⁰⁷ Zeer opvallend is ook het hoge aantal intrekkingen van vergunningen en publicaties van de last onder dwangsom in 2008.

Bij vergelijking van de toepassing van het handhavingsbeleid door de AFM valt op dat DNB vaker gebruik maakt van de last onder dwangsom dan de bestuurlijke boete. Een mogelijke verklaring voor dit verschil zou gevonden kunnen worden in het karakter van beide soorten toezicht, nl. prudentieel vs. gedragstoezicht. Ligt bij het prudentieel toezicht de nadruk op de financiële soliditeit van de onderneming, dan vergt dit mogelijk een andere afweging van de betrokken belangen dan bij het gedragstoezicht, waarbij ook het belang van andere partijen in het geding is.⁴⁰⁸ Een andere verklaring zou gelegen kunnen zijn in een andere toezichtstijl van beide toezichthouders, waarbij DNB eerder kiest voor preventieve maatregelen (last onder dwangsom) ter beëindiging van een overtreding en minder voor punitieve sancties.

In haar speech «Veranderend toezicht naar aanleiding van de kredietcrisis?»⁴⁰⁹ stelt Kellerman van de Raad van Bestuur van de Nederlandse Bank de vraag welk effect de crisis zal hebben op de toezichtdruk, in de vorm van regels en bevoegdheden van toezichthouders. Zij verwacht dat sprake zal zijn van een intensivering van het toezicht, door meer regels en

⁴⁰⁶ Jaarverslag DNB 2008, p. 105.

⁴⁰⁷ Jaarverslag AFM 2008, p. 39.

⁴⁰⁸ Vgl. Duijkersloot 2007, p. 72.

⁴⁰⁹ Kellerman 2009.

bevoegdheden of als alternatief «om het bestaande toezichtraamwerk strenger in te vullen, en de naleving van regels of principes strenger te handhaven». Dit duidt op een strenger handhavingsbeleid van de DNB in de toekomst. De vraag is gewettigd of er niet eerder aanleiding was het handhavingsbeleid aan te scherpen en meer van de beschikbare handhavinginstrumenten gebruik te maken.

9.4 Conclusies

In algemene zin kan worden geconstateerd dat beide toezichthouders, DNB en AFM, ten aanzien van gereguleerde financiële ondernemingen in beginsel over voldoende formele toezicht- en handhavinginstrumenten beschikken. Dit laat onverlet dat beide toezichthouders daarnaast gebruik maken van informele (horizontale) instrumenten (zoals het zogenaamde normoverdragend gesprek met de onder toezicht gestelde onderneming). De beoordeling van deze toezichtpraktijk is lastig, aangezien – vanwege het gebrek aan transparantie – niet kan worden geconstateerd hoe effectief deze is. Tegelijkertijd kan uit het niet-inzetten of slechts beperkt inzetten van formele toezicht- en handhavinginstrumenten niet worden afgeleid dat de toezichthouder geen adequaat toezicht zou uitoefenen. Immers, het is zeer wel mogelijk dat door het informele toezicht de bescherming van belangen voldoende wordt gewaarborgd.

Nader onderzoek verdient evenwel het instrumentarium dat beschikbaar is voor crisissituaties. De vraag dient te worden gesteld of het instrument van de stille curator en de noodregeling wel voldoende verfijnd zijn om in crisissituaties naar behoren te kunnen optreden. Daarbij dient evenwel te worden gezien in hoeverre DNB in het verleden wel voldoende de mogelijkheden van deze instrumenten heeft benut, alvorens tot ingrijpende wijzigingen van het stelsel over te gaan.

10. DE RELATIE TUSSEN EXTERN EN INTERN TOEZICHT

Zoals eerder toegelicht, functioneert een goed risicomanagement alleen dan wanneer risico's geprijsd worden, en de afweging tussen rendement en risico een centrale rol inneemt bij belangrijke beslissingen. Dit vereist naast een kwalitatief hoogstaand risicomanagement ook een voldoende onderlegd hoger management en een goede inbedding in de organisatie.

Een centrale rol bij het bewaken van de kwaliteit van het risicomanagement speelt het interne en externe toezicht. De relatie tussen intern en extern toezicht wordt opnieuw inzichtelijk wanneer we kijken naar doel en prikkel van het interne toezicht.

Ten eerste, heeft de bank – inclusief het interne toezicht – in de eerste plaats als doel om de belangen van haar eigenaren, de aandeelhouders, te behartigen. Die aandeelhouders zijn meer gebaat bij het nemen van (hogere) risico's dan depositohouders, aangezien hun verwachte rendement positief samenhangt met de hoogte van de te nemen risico's. Voor depositohouders is dit veel minder het geval. De externe toezichthouder dient er dan ook op toe te zien dat geen overmatige risico's worden genomen, en behartigt daarmee de belangen van de depositohouders.

Ten tweede, heeft de bank – met name die onderdelen die investeringsbeslissingen nemen – een prikkel om zich sterk te concentreren op het gerealiseerde rendement, en minder op het verwachte rendement (en het daarmee samenhangende risico). Immers, het gerealiseerde rendement bepaalt de winst, en meestal ook de bonus.⁴¹⁰ De externe toezichthouder dient er dan ook op toe te zien dat de bank genoeg nadruk legt op de verwachte rendementen en daarmee samenhangende risico's (en daarmee automatische een iets langere horizon hanteert).

Ten derde, heeft de bank vooral belang bij het goed managen van de risico's die zij loopt op haar eigen activa. De bank heeft daardoor slechts een beperkte prikkel om rekening te houden met de gevolgen van haar acties op de risico's van anderen. De toezichthouder daarentegen, bewaakt de financiële stabiliteit, en daarmee de risico's die in het hele financiële systeem worden gelopen.

De relatie tussen intern en extern toezicht wordt deels langs juridische weg geregeld, en is deels informeler van aard. Wat betreft de regelgeving op dit gebied dient geconstateerd te worden dat er weinig wisselwerking is tussen het interne en externe toezicht. Dit betreft de volgende onderdelen:

(i) Raad van Commissarissen

In Deel I is geconstateerd dat te weinig kwaliteitseisen worden gesteld aan commissarissen. Nadere regels dienen te worden vastgelegd, waarbij onderwerpen als opleiding en kwaliteitsbewaking worden gewaarborgd. Tot dusver was er vrijwel geen controle op deze aspecten en kon de kwaliteit van het externe toezicht bij financiële ondernemingen in gevaar komen. Een goede ontwikkeling die kan bijdragen aan de verbetering van het toezicht bij banken is de totstandkoming van de Code Banken. Deze in de wet te verankeren Code bevat regels omtrent de samenstelling van de RvC en de beschikbaarheid en deskundigheid van de individuele commissarissen. Het is echter de vraag of de Code Banken – die evenals de reguliere Corporate Governance Codes uitgaat van het «pas toe of leg

⁴¹⁰ In toenemende mate wordt ook gebruik gemaakt van beloningssystemen die niet alleen naar het gerealiseerde rendement kijken, maar ook naar het gelopen risico. Hiervoor maakt men gebruik van zogeheten RAROC modellen (risk adjusted return on capital).

uit» beginsel – in de praktijk goed zal worden nageleefd. Voorts is niet duidelijk welke sancties er zullen worden opgelegd aan commissarissen die niet of onvoldoende aan het opleidingsprogramma voldoen. Ook zijn er geen waarborgen voor een actieve, onafhankelijke en, zo nodig, kritische opstelling van de RvC.

(ii) Externe accountants

De rol van accountants bij de externe toetsing van risico's is beperkt. In de Code Tabaksblat en de Code Frijns is daarover het volgende opgenomen. In het verslag met betrekking tot de controle van de jaarrekening, staat datgene wat de accountant onder de aandacht van het bestuur en de raad van commissarissen wil brengen.⁴¹¹ Daardoor heeft de accountant ten aanzien van de interne risicobeheersings- en controlesystemen een signalerende functie en geen controlefunctie.⁴¹² In de Code worden enkele onderwerpen genoemd die in het verslag aan de orde kunnen komen. Zo kan met betrekking tot de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen – waaronder begrepen de betrouwbaarheid en continuïteit van de geautomatiseerde gegevensverwerking – en de kwaliteit van de interne informatievoorziening, een aantal opmerkingen door de externe accountant worden gemaakt. Bij deze opmerkingen kan worden gedacht aan constatering over bedreigingen en risico's voor de vennootschap en hoe daarover gerapporteerd moet worden. Ook kunnen verbeterpunten, geconstateerde leemten en kwaliteitsbeoordelingen in het verslag worden opgenomen. Tot slot kan ook over de naleving van de statuten, instructies, regelgeving, leningsconvenanten, en vereisten van externe toezichthouders worden gerapporteerd.⁴¹³ Aan de externe accountant is in de Wft geen expliciete rol ten aanzien van het risicomangement bij banken en verzekeraars toebedeeld. Wel is de controlerend accountant gehouden de DNB zo spoedig mogelijk in kennis te stellen van elke omstandigheid waarvan hij bij zijn onderzoek kennis heeft gekregen en die (i) in strijd is met de verplichtingen uit hoofde van deel 3 van de Wft (Prudentieel Toezicht Financiële Ondernemingen); (ii) het voortbestaan van de financiële onderneming bedreigt; dan wel (iii) leidt tot weigering van afgeven van een verklaring omtrent getrouwheid of tot het maken van voorbehouden.

(iii) Externe toezichthouders (AFM en DNB)

De rol van deze toezichthouders beperkt zich voornamelijk op de naleving van wettelijke voorschriften, doch de wisselwerking tussen het interne toezicht (bijvoorbeeld dat van de compliance officer) en de externe toezichthouders of tussen externe accountants en de externe toezichthouders is beperkt. Hier valt nog veel verbetering en synergie te boeken.

10.1 Wettelijke voorschriften

In de MiFID Uitvoeringsrichtlijn⁴¹⁴ zijn voorschriften neergelegd ten aanzien van de «organisatorische inrichting» van een beleggingsonderneming, waaronder de verplichting een (i) compliancefunctie, (ii) een internal audit en (iii) een risicobeheerfunctie in te stellen die aan bepaalde voorwaarden moet voldoen. De wetgever heeft specifiek opgelegd dat de financiële ondernemingen over dergelijke functies dienen te beschikken.⁴¹⁵

Voor alle drie de functies geldt dat de wetgever slechts summierere regelingen heeft opgenomen, meer gericht op «tick of the box» (is de functie ingesteld?) dan een duidelijke inhoudelijke functie-invulling en -normering. Ook de onderlinge relaties en verantwoordelijkheden van

⁴¹¹ Het gaat hierbij om het verslag zoals bedoeld in artikel 2:393 lid 4 BW. Met dit verslag wordt de zogenoemde *management letter* bedoeld. Zie monitoring commissie corporate governance code (2006), Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, p. 68.

⁴¹² Monitoring commissie corporate governance code (2006), Rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, p. 68.

⁴¹³ Artikel V.4.3 sub c Code Tabaksblat en artikel V.4.3 sub c Code Frijns.

⁴¹⁴ Richtlijn 2006/73/EG [...]

⁴¹⁵ Voor een gedetailleerd overzicht zie: 't Hart 2008, p. 61–84.

deze functies komt in de regelingen niet aan de orde. Juist een goede communicatie tussen deze afdelingen is evenwel een belangrijke vereiste voor het goed functioneren van het risicomanagement van een beleggingsonderneming, vergelijkbaar met de «use test» voor banken in Bazel II.

10.1.1 De compliancefunctie

De compliancefunctie voor kredietinstellingen en verzekeraars is geïmplementeerd in het Besluit Prudentiële regels (art. 21 BPR) en voor beleggingsondernemingen in het Besluit Gedragstoezicht Financiële Ondernemingen (art. 31c BGfo).

Hoewel de wettelijke regeling van de compliancefunctie summier is, is dit een belangrijk instrument om compliant gedrag van de onderneming te bevorderen. In feite wordt hier door middel van een verticaal toezichtinstrument horizontaal toezicht uitgeoefend. De belangrijkste taken van de compliance officer zijn: controle op naleving wetgeving, advisering beleggingsmedewerkers, toezien op deugdelijkheid en effectiviteit, beoordeling van maatregelen ter opheffing van gebreken, rapportage.

Het beheersen van integriteitrisico's kan echter niet uitsluitend bereikt worden door handhaving van wet- en regelgeving, maar zal primair moeten worden bereikt door de instandhouding van de juiste bedrijfs-cultuur, waarbij de compliance officer een belangrijke taak kan vervullen.⁴¹⁶ Echter ook beleid van de externe toezichthouders, gericht op het stimuleren van compliance, is een instrument dat ter aanvulling kan worden ingezet. De toezichthouder dient zich niet alleen te buigen over de vraag of een compliance officer is ingesteld doch ook actief compliance te stimuleren, bijvoorbeeld door het bieden van zogenaamde compliance assistance. Dit is een vorm van horizontaal toezicht die voorziet in een combinatie van intern en extern toezicht hetgeen tot een betere en efficiëntere regelgeving kan leiden.⁴¹⁷

10.1.2 De interne controlefunctie

Artikel 17, lid 4 BPR bepaalt dat de effectiviteit van de organisatie-inrichting en de procedures en maatregelen tenminste een keer per jaar op onafhankelijkheid worden getoetst. Dit dient te geschieden door de interne controlefunctie. In artikel 17a BPR zijn de taken van deze functie nader omschreven:

- (i) het vaststellen en uitvoeren van een controleplan om de deugdelijkheid en effectiviteit van de systemen, interne controleprocedures en -regels te onderzoeken en te beoordelen;
- (ii) het doen van aanbevelingen op basis van de onderzoeksresultaten;
- (iii) het controleren of aan de aanbevelingen gevolg wordt gegeven;
- (iv) ten minste eenmaal per jaar rapporteren aan de raad van commissarissen inzake aangelegenheden met betrekking tot de interne controle en de genomen maatregelen ingeval van gesignaleerde tekortkomingen.

10.1.3 De risicobeheerfunctie

Artikel 23, lid 6 BPR bepaalt dat een financiële onderneming dient te beschikken over een onafhankelijke risicobeheerfunctie die op systematische wijze een onafhankelijk risicobeheer uitvoert dat is gericht op het identificeren, meten, en evalueren van risico's waaraan de financiële

⁴¹⁶ 't Hart 2008, p. 81. Zie ook Bazel II, waarin drie aanbevelingen aan hoger management worden gedaan (Bazel II akkoord, artikel 725 en verder). Zo stelt Bazel II dat «Bank management is responsible for understanding the nature and level of risk being taken by the bank and how this risk relates to adequate capital levels» (artikel 728).

⁴¹⁷ Ottow 2009, p. 29–31.

onderneming is of kan worden bloot gesteld. Het risicobeheer dient zowel ten aanzien van de financiële onderneming als geheel als ten aanzien van verscheidene bedrijfsonderdelen te worden uitgevoerd.

10.1.4 Rol van de externe accountant

De interne controlefunctie wordt deels aangevuld door de wettelijk voorgeschreven werkzaamheden van de externe accountant (zie Deel I). Artikel 22 BPR verplicht kredietinstellingen en verzekeraars bij het onderzoek van hun jaarrekening aan de externe accountant te verzoeken op hoofdlijnen de toereikendheid van de organisatie-inrichting en risicobeheersing te toetsen en te beoordelen.

10.1.5 De rol van de externe toezichthouder

De bevoegdheden van de externe toezichthouder zijn erop gericht erop toe te zien dat de genoemde functies daadwerkelijk worden ingesteld en de betrokken procedures worden nageleefd. Het externe toezicht is er evenwel niet op gericht te controleren of de inhoudelijke invulling danwel taakuitoefening van deze functionarissen in materiële zin juist of voldoende is.

10.2 Toezicht op beloningen

In Deel 1 is een uitputtende beschrijving gegeven van de regelingen ten aanzien van beloningstructuren. De conclusie die wordt getrokken is dat de inrichting en beheersing van beloningen via zelfregulering en niet afdwingbare regels in codes is vastgelegd, welke regelingen zijn tekort geschoten om excessen te voorkomen. De regels uit de Code Banken gaan verder dan de regels in de Code Frijs en in sommige opzichten verder dan de door de Commissie Maas voorgestelde regels. De beloningsregels van de Code Banken hebben betrekking op alle werknemers terwijl de voorstellen van de Commissie Maas zagen op de beloningen van bestuurders en soms op de eerste managementlaag daaronder. De regels uit de Code Banken zijn in bepaalde opzichten echter ook minder streng dan de door de Commissie Maas voorgestelde regels. Waar de Commissie Maas de aanbeveling gaf om een ontslagvergoeding van bestuurders te maximeren op éénmaal het vaste gedeelte van het jaarsalaris, volgt de Code de Nederlandse corporate governance code en opent de mogelijkheid om twee maal het vaste gedeelte van het jaarsalaris toe te kennen indien de redelijkheid dit vergt. De Code Banken lijkt de scherpe kantjes van de Aanbeveling Adviescommissie Toekomst Banken af te halen. Een ander voorbeeld hiervan is de bepaling dat de raad van commissarissen jaarlijks de hoogste variabele inkomens bespreekt terwijl de Commissie Maas voorstelde dat deze inkomens besproken werden voordat het bestuur de variabele beloningen toekent.

Voorts gaat ook de Code uit van het «pas toe of leg uit» beginsel. Dit brengt een risico ten aanzien van de naleving mee. Uit het op 18 september 2009 door DNB gepubliceerde onderzoek bij 27 Nederlandse ondernemingen blijkt dat de risico's die zijn verbonden aan het beloningsbeleid en aan de toekenning van (variabele) beloningen nog niet voldoende worden beheerst. Het verdient dan ook aanbeveling om de naleving van de regels over beloningen ook door DNB te laten toetsen.

De rol van de externe toezichthouders, DNB en AFM, is ten aanzien van beloningsstructuren en bonussen zeer beperkt gebleven. Pas in mei 2009

zijn de toezichthouders naar buiten getreden met hun «Principes voor beheerst beloningsbeleid». Met het publiceren van deze principes hebben deze toezichthouders vooruit willen lopen op duidelijkere verankering in wet- en regelgeving en nadere invulling van toezicht op het beloningsbeleid, door principes te formuleren die het uitgangspunt zijn voor de wijze waarop DNB en AFM het onderwerp benaderen.⁴¹⁸ Zowel de toezichthouders als de Minister van Financiën geven aan dat zij het van groot belang vinden dat algemene regels op het terrein van beheerst beloningsbeleid concreet worden ingevuld en uitgewerkt, zodat financiële ondernemingen hun beloningsbeleid op basis van duidelijke en eenduidige kaders moeten vormgeven. De Minister zegt voorts dat momenteel wordt gewerkt aan een verdere verankering, en dat het doel hierbij is dat de toezichthouders op een adequate, slagvaardige en krachtige wijze kunnen ingrijpen als een financiële onderneming zich niet (strikt) houdt aan de principes voor beheerst beloningsbeleid.⁴¹⁹ Naar aanleiding van deze verankering zullen DNB en AFM vervolgens een nadere invulling geven van hetgeen zij onder een beheerst beloningsbeleid verstaan, bijvoorbeeld in de vorm van een beleidsregel of een leidraad.⁴²⁰

Het is echter niet zo dat de toezichthouders thans met lege handen staan. De Wft bevat reeds diverse normen die een verplichting tot het voeren van een beheerst beloningsbeleid impliceren.⁴²¹ Zo bepaalt artikel 3:10 lid 1 jo. 3:17 lid 1 jo. 4:11 lid 1 jo. 4:14 lid 1 Wft reeds dat instellingen een adequaat beleid moeten voeren dat een integere uitoefening van haar onderscheidenlijk zijn bedrijf waarborgt.⁴²² Dit houdt onder meer in dat zij risico's moeten beheersen die een gevaar kunnen vormen voor hun soliditeit en continuïteit en daarbij een beloningsbeleid hanteren dat de soliditeit en de continuïteit van de onderneming waarborgt. Een dergelijk beloningsbeleid bevat geen beloningsprikkel die ertoe leiden dat bestuurders en werknemers van de financiële onderneming hun eigen (korte termijn) belangen laten prevaleren boven het (lange termijn) belang van de financiële onderneming.⁴²³ De bevoegde toezichthouder had derhalve al bij overtredingen van deze norm handhavend kunnen optreden. Deze artikelen bepalen voorts dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur nadere regels kunnen worden gesteld. Zoals al eerder aangegeven zijn deze regels nader uitgewerkt in het Besluit prudentiële regels (BPR) en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) Wft. Op basis van dit samenstel van rechtsregels wordt DNB en AFM reeds grondslag geboden voor het formuleren van dergelijke beleidsregels.⁴²⁴

Daarnaast raakt het beloningsbeleid ook het toezicht op zorgvuldige dienstverlening van de AFM. De Wft voorziet in enkele bepalingen op basis waarvan financiële ondernemingen in het belang dienen te handelen van hun klanten respectievelijk hun klanten anderszins zorgvuldig dienen te behandelen.⁴²⁵ Ook hierbij is bepaald dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur nadere regels gesteld kunnen worden.⁴²⁶ Ook op basis hiervan zouden derhalve reeds beleidsregels kunnen zijn geformuleerd.

Het is derhalve niet geheel duidelijk – althans niet kenbaar – waarom beide toezichthouders niet eerder met dergelijke maatregelen in het kader van hun toezicht zijn gekomen. In haar jaarverslag van 2008 neemt de AFM het risico van de beloningsstructuren reeds waar: de AFM geeft daarbij aan dat het belang van de klant voor – de top van – financiële bedrijven in veel gevallen nog steeds een minder belangrijke doelstelling lijkt te zijn dan winst en omzet. Ook beloningsstructuren kunnen volgens

⁴¹⁸ Principes voor beheerst beloningsbeleid, p. 3.

⁴¹⁹ *Kamerstukken II 2008/09*, 31 371, nr. 215, p. 4.

⁴²⁰ Principes voor beheerst beloningsbeleid, p. 3.

⁴²¹ Zie ook *Kamerstukken II 2008/09*, 31 371, nr. 215, p. 4 en Principes voor beheerst beloningsbeleid, p. 2.

⁴²² Zie De Serière 2009.

⁴²³ *Kamerstukken II 2008/09*, 31 371, nr. 215, p. 4.

⁴²⁴ De Serière 2009.

⁴²⁵ Zie bijvoorbeeld artikel 4:90 Wft

⁴²⁶ Zie bijvoorbeeld artikel 149a en 168a BGfo.

de AFM daarbij een rol spelen en tot verkeerde prikkels leiden.⁴²⁷ Thans zeggen DNB en AFM dat indien zij van mening zijn dat het beloningsbeleid van een onderneming kan leiden tot substantiële prudentiële en/of gedragsrisico's, dit leidt tot een onderzoek naar de gesignaleerde risico's en een versterkte mate van toezicht op de onderneming als geheel.⁴²⁸

Zowel de Minister van Financiën als DNB en AFM geven echter aan dat nadere invulling en uitwerking van deze algemene regels wenselijk is teneinde de toezichthouders een concreter handvat te bieden voor het toezicht op en de handhaving van beheerst beloningsbeleid. De Wft biedt inderdaad geen wettelijke basis voor instrumenten om in specifieke afspraken over bonussen in te grijpen.

10.3 Rol van de externe toezichthouder

Zoals gezegd, is meer synergie te halen uit de wisselwerking tussen intern en extern toezicht. Nu vormen beide systemen in feite naast elkaar bestaande systemen, die weinig verbanden tonen. Juist door vormen van horizontaal toezicht te combineren met de traditionele toezichtinstrumenten, kan de externe toezichthouder beter grip krijgen op de activiteiten die reeds plaats vinden binnen de instelling zelf en gebruik maken van informatie die reeds voorhanden is. Door tegelijkertijd verantwoordelijkheid te leggen bij de instellingen zelf, wordt voorkomen dat teveel wordt gevaren op het externe toezicht alleen en biedt het ruimte aan de betrokken ondernemingen om tot de juiste invulling van de normen over te gaan. De externe toezichthouders – raad van commissarissen, externe accountants en AFM en DNB – dienen wel duidelijk vinger aan de pols te houden en zorg te dragen voor strenge handhaving indien de situatie dit vereist.

Bij het bepalen van de rol van de externe toezichthouder kunnen we teruggrijpen naar de eerder geformuleerde doel-prikkel afweging. Waar mogelijk dient de externe toezichthouder door helder geformuleerd «rules-based» beleid intern toezicht een zo sterk mogelijke prikkel te geven om de kwaliteit van het risicomanagement te waarborgen. Onder dit beleid valt vooral het vooraf scherp stellen van de eisen die aan risicomanagement gesteld worden (te verkiezen methodes, organisatie, etc.) teneinde te voorkomen dat ex post inefficiënt opgetreden moet worden, bijvoorbeeld door keuzes alsnog af te wijzen en/of veel energie te moeten steken in het verkleinen van de informatie asymmetrie tussen intern en extern toezicht. Daarbij geldt ook dat een sterke externe toezichthouder de positie van intern toezicht binnen de onder toezicht staande instelling sterk kan verbeteren, aangezien eerstgenoemde als een «credible threat» (stok achter de deur) functioneert.

Anders is het wanneer, zoals in de inleiding bij dit hoofdstuk aangegeven, de externe toezichthouder moet constateren dat er geen prikkel gegeven kan worden, omdat de bank – wellicht met toestemming of zelfs onder aanmoediging van het interne toezicht – andere belangen of doelen nastreeft dan wordt aangenomen in het doel-prikkelmodel, bijvoorbeeld de belangen van de aandeelhouder in plaats van die van de deposithouder, omdat gestuurd wordt op het gerealiseerd rendement in plaats van het verwacht rendement, of op bedrijfsrisico in plaats van het systeemrisico. In deze gevallen kan discretionair beleid juist erg nuttig zijn, aangezien ex post (bij constatering van een eventueel probleem) efficiënt kan worden ingegrepen. Wel is het van belang voor de externe toezichthouder – vooral omdat het om instellingsoverschrijdende

⁴²⁷ Jaarverslag AFM 2008, p. 18

⁴²⁸ Principes voor beheerst beloningsbeleid, p. 3.

belangen gaat – juist deze rol sterker te benadrukken. Onderdeel hiervan is ook een zekere mate van transparantie. Hoewel in veel gevallen tijdens een crisis discretie vereist is, verdient het aanbeveling om naderhand zo veel mogelijk openheid van zaken te geven. Op die manier creëert de toezichthouder immers verwachtingen, bij banken en andere economische agenten (inclusief depositohouders), waardoor toekomstig ingrijpen vermeden dan wel vergemakkelijkt kan worden.

11. SAMENVATTING EN AANBEVELINGEN

11.1 Inleiding

Doel van het onderhavige rapport was inzicht te krijgen in de wijze waarop het toezicht op financiële markten en instellingen is georganiseerd en hoe het de facto werkt. Een toezichtstelsel is een geheel van toezichthouders in combinatie met de gehanteerde toezichtmodellen en -technieken. Uiteindelijk zijn we daarom geïnteresseerd in de volgende vragen:

- a. zijn de modellen en technieken geschikt om de toezichthouders in staat te stellen hun taak adequaat te verrichten?; en
- b. hebben de toezichthouders op een adequate wijze de hen ter beschikking staande modellen en technieken benut?

Het toezichtstelsel is echter niet een systeem dat los staat van de instellingen die onder dat toezicht vallen. Integendeel: banken en verzekeraars, en diverse andere financiële partijen, overleggen geregeld met toezichthouders over de meest wenselijke vormen van toezicht en over de daarbij te hanteren modellen en technieken. In Deel I is in dit verband reeds gewezen op het gevaar van «regulatory capture». Stigler (1971) heeft laten zien dat de toezichthouder, in plaats van een hoeder van het algemeen belang te zijn, langzaam weg kan glijden in de rol van beschermer van het deelbelang van de te controleren sector. Deze subtiele gedaantewisseling onttrekt zich in het algemeen aan de blik van politiek en publiek. Aan «regulatory capture» liggen allerlei processen ten grondslag. Asymmetrische informatie speelt de toezichthouder parten. Veel van wat in de sector gebeurt, blijft voor de toezichthouder verborgen. De toezichthouder wordt op een achterstand gezet omdat dure expertise alleen voor private ondernemingen betaalbaar is. De lobbymachine bewerkt de overheid en de politiek om de sector toe te staan veel via zelfregulering te regelen. Ook wordt soms druk uitgeoefend om een lastige toezichthouder te vervangen door een vriendelijkere opvolger. Goed inzicht in het toezichtstelsel kan daarom alleen maar verkregen worden door ook het gedrag van de instellingen die onder dat toezicht staan onder de loep te nemen, deels juist in interactie met het toezicht-houdende stelsel.

In dit rapport hebben wij slechts beperkt kunnen ingaan op de beantwoording van de zojuist gestelde vragen. Het ging ons hier vooral om de vraag welke ontwikkelingen zich in het toezichtstelsel hebben voorgedaan en wat daarvan de achtergrond was. Aan de hand van het doel-prikkelmodel hebben wij ons steeds afgevraagd of die achtergronden een correct verband legden tussen beleidsdoel enerzijds en gedragskenmerken van de onder toezicht staande instellingen anderzijds. Daarbij hebben wij ons vooral gericht op die ontwikkelingen in modellen en technieken respectievelijk in de opstelling dan wel het gedrag van de toezichthouders die mogelijk een rol hebben gespeeld in het ontstaan van de kredietcrisis. Zonder dat wij direct causale verbanden hebben gelegd tussen deze ontwikkelingen en de crisis, hebben wij daarbij wel expliciet aandacht besteed aan mogelijke gebreken van, en inconsistenties in het toezichtstelsel, zowel betreffende de beschikbare modellen en technieken als inzake de wijze waarop toezichthouders zich hebben gemanifesteerd. Daarbij willen wij echter wijzen op een belangrijk aspect van het financieel toezicht, te weten de geheimhoudingsplicht. Alhoewel veel te zeggen valt voor geheimhouding, belemmert deze de transparantie van het toezicht- en daarmee van onderzoek naar dit toezicht. De vraag is aan

de orde of een vergaande geheimhoudingsplicht wel onder alle omstandigheden gerechtvaardigd is.

In dit slothoofdstuk vatten wij onze bevindingen samen. Voor zover deze overlappen met de inzichten in de wet- en regelgeving en de actoranalyse zoals die zijn gepresenteerd in Deel I, wordt voor de achtergronden van de duiding, in het bijzonder voor wat betreft het doel-prikkelmodel, geregeld teruggevallen op vooral hoofdstuk 7 van dit laatste rapport. Hier volstaan wij met het herhalen van het belangrijke uitgangspunt dat onze duidende analyses heeft gestuurd. Aan de ene kant stellen wij dat het bestaande beleid – ook dat ter zake van de toezichthouding – is geënt op sleutelinzichten uit de neoklassieke theorie van de werking van economieën in het algemeen en financiële markten in het bijzonder:

- (1) economische agenten gedragen zich als een homo economicus; en
- (2) markten tenderen naar efficiëntie.

Aan de andere kant beargumenteren wij dat het werkelijke gedrag van agenten en markten moet worden begrepen vanuit het perspectief van moderne multidisciplinaire institutionele en gedragswetenschappelijke theorieën die stellen dat:

- (1alt) economisch gedrag wordt gekenmerkt door allerlei afwijkingen van het gedrag dat van de homo economicus verwacht wordt; en
- (2alt) markten vaak juist niet naar efficiëntie tenderen.⁴²⁹

Het contrast tussen (1) en (2) enerzijds en (1alt) en (2alt) anderzijds verklaart, onzes inziens, waarom het doel van toezicht vaak afwijkt van het effect ervan, zoals de huidige financiële crisis duidelijk heeft gemaakt.

Een en ander neemt niet weg, dat toezicht op financiële markten ook in een genuanceerde neoklassieke setting noodzakelijk wordt bevonden. Slechts in een extreme interpretatie van de «efficiënte markt hypothese» zou dat niet het geval zijn. Het verschil tussen een dergelijke setting en onze positie ligt in onze ruimere invulling van marktfalen. Wij menen niet alleen dat er situaties kunnen zijn waarin «de markt» niet in staat is om zo efficiënt mogelijke oplossingen voort te brengen omdat partijen niet de beschikking hebben over adequate informatie, maar ook dat soms ingesloten, soms onvermijdelijke gedragskenmerken dergelijke oplossingen bij voorbaat in de weg staan.

In de financiële sector is toezicht in ieder geval ook wenselijk omdat zowel het infrastructurele als het publieke belang dit vergen. In de recente crisis is dit ook gebleken. Overheden hebben onzes inziens terecht stevig ingegrepen toen de problemen eenmaal manifest waren geworden. De vraag is daarom vooral hoe het toezicht zo kan worden vorm gegeven dat dergelijk ingrijpen in de toekomst minder snel nodig zal zijn. In Deel I, en opnieuw in dit rapport, is geconstateerd dat hier niet alleen sprake is van technische bewerktuiging. Het gaat ook om de fundamentele veronderstellingen die aan het toezicht ten grondslag liggen. Wij hebben eerder geconstateerd dat de wet- en regelgeving zich ontwikkeld heeft van «rule-based» naar «principle-based». Ook verderop in dit hoofdstuk komen wij daar op terug. Beide vormen van toezicht hebben voor- en nadelen. In dit rapport zijn die ook tamelijk uitvoerig aan de orde gekomen. Geconstateerd kan worden dat de praktijk zich gedurende de achter ons liggende twee decennia veelal heeft bewogen in de ene richting. Dat wil niet zeggen dat we ons nu weer helemaal in tegenovergestelde richting moeten bewegen. Voor de goede orde zij daarom reeds op deze plaats opgemerkt, dat wij – deels op grond van het onderhavige

⁴²⁹ Inzichtelijke voorbeelden van gedrags- en institutioneel-wetenschappelijke literatuur zijn Thaler en Sustain (2008) respectievelijk Acemoglu en Robinson (2006).

onderzoek, deels op grond van ons eerdere onderzoek – van mening zijn dat het in dit opzicht van groot belang is om te komen tot een juiste «mix». Daar ligt een belangrijke taak voor onderzoekers en beleidsmakers.

In de rest van dit hoofdstuk bundelen wij verschillende lijnen uit de voorgaande hoofdstukken in een samenvattende duiding van drie thema's. Allereerst bespreken wij enkele belangrijke elementen van het toezichtstelsel zoals we dat in ons land kennen. Dit systeem bestaat in feite uit drie actoren: De Nederlandsche Bank (DNB), de Autoriteit Financiële Markten (AFM), en het ministerie van Financiën. In paragraaf 11.3 gaan we in op enkele belangrijke aspecten van het toezicht op het niveau van de Europese Unie, te weten het principe van «home control» en de wenselijkheid en mogelijkheid van bovennationaal toezicht. Tot slot staan we stil bij een andere belangrijke factor in het toezicht op financiële partijen, in het bijzonder banken en verzekeraars, te weten de regelingen zoals die vorm hebben gekregen in wat doorgaans wordt aangeduid als de Bazel Akkoorden.

11.2 Elementen van het Nederlandse toezichtstelsel

Met het huidige financiële toezichtmodel worden drie publieke doelen nagestreefd – te weten het voorkomen van (i) instabiliteit in het financiële systeem, (ii) bedrijfseconomische problemen bij individuele financiële instellingen, en (iii) onwenselijk marktgedrag van financiële instellingen. Deze doelen worden doorgaans omschreven in termen van respectievelijk systeemtoezicht, prudentieel toezicht en gedragtoezicht.

1. Het zogeheten systeemtoezicht is niet gericht op individuele financiële instellingen, maar op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel en op de betrouwbaarheid van het financiële stelsel. In de praktijk blijkt het hier met name te gaan over het voorkomen van een «domino-effect» – dat wil zeggen: van het overwaaien van problemen bij één instelling naar andere financiële instellingen. Deze interpretatie kan omschreven worden als macroprudentieel toezicht.
2. Het prudentieel toezicht richt zich primair op de interne bedrijfsvoering en de solvabiliteit van individuele financiële instellingen, en wordt daarom ook wel microprudentieel toezicht genoemd. Wanneer het systeemtoezicht vooral wordt geïnterpreteerd als macroprudentieel toezicht, is het soms lastig te onderscheiden van het microprudentieel toezicht. Dat beide samenhangen en dat ook microprudentieel toezicht bijdraagt aan het systeemtoezicht ligt voor de hand: het beschermen van de financiële positie van individuele financiële instellingen zorgt er immers voor dat geen «domino-effect» kan optreden. Relevante en juiste informatie over de soliditeit van individuele financiële ondernemingen is voor de uitoefening van systeemtoezicht van belang om adequaat te kunnen optreden bij een dreigende systeemcrisis.
3. Het gedragtoezicht betreft de handelingen van ondernemingen en instellingen voor zover die relevant worden geacht in het belang van consumenten en andere gebruikers van diensten en producten. Het is gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. Ook het gedragtoezicht beoogt informatie-asymmetrie tussen financiële ondernemingen en consumenten alsmede die tussen financiële ondernemingen onderling te doen afnemen.

Vermoedelijk omdat macro- en microprudentieel toezicht samenhangen, heeft de wetgever ervoor gekozen om beide functies bij DNB onder te

brenge. In de Wet financieel toezicht (Wft) lijkt dan ook een bredere definitie aan microprudentieel toezicht gegeven te worden dan voorheen gebruikelijk was. De prudentiële toezichtregels bestaan vooral uit bedrijfseconomische normen. Hiertoe behoren onder andere de solvabiliteits- en liquiditeitsvereisten, die erop zijn gericht dat een financiële onderneming te allen tijde aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Het microprudentieel toezicht vloeit voort uit een informatie-asymmetrie tussen cliënt en aanbieder. Deze asymmetrie leidt ertoe dat een bankcrediteur, belegger of polishouder slechts beperkt in staat is zelf de soliditeit van de aanbieder te beoordelen. De toezichthouder is hier beter voor geëquipeerd en draagt op die manier bij aan het vertrouwen van de cliënt in de financiële sector. Ook DNB zelf hanteert een ruime definitie van prudentieel toezicht, zodat zowel de situatie van individuele ondernemingen als financiële stabiliteit in Nederland hieronder vallen. Daarnaast hanteert DNB het begrip integriteitstoezicht, dat is gericht op de bescherming en bevordering van de integriteit van het financiële stelsel in Nederland en op de integere bedrijfsvoering van de onder toezicht staande instellingen. Het gedragstoezicht wordt in ons land uitgeoefend door de AFM.

In voorkomende gevallen kunnen, of moeten, DNB en AFM samenwerken. Alvorens ingrijpende handhavingsbeslissingen kunnen worden toegepast, zoals bij het opleggen van een acquisitieverbod aan een verzekeraar in een andere lidstaat of het aanvragen van het faillissement van de onder toezicht staande onderneming, moet de andere toezichthouder eerst een redelijke termijn hebben gehad om daarover zijn zienswijze te geven. Interessant is dat DNB en AFM zich in een convenant van 2 juli 2007 verplicht hebben om ook de overige handhavingsmaatregelen op grond van de Wft, voor zover deze betrekking hebben op financiële ondernemingen die onder zowel prudentieel als gedragstoezicht staan, op elkaar af te stemmen, tenzij dit «evident onnodig» is. Het feit dat DNB en AFM zich genoodzaakt zien om over samenwerking een convenant te sluiten, inclusief een ontsnappingsclausule, illustreert dat verschillende partijen binnen een toezichtstelsel niet «automatisch» opereren als een gedisciplineerd orkest onder leiding van een eenduidige dirigent. Zoals de recente discussie rond toezichthouding binnen de Europese Unie nog eens heeft aangetoond, valt de interactie tussen verschillende toezichthouders onderling vaak ook beter te begrijpen door moderne gedragswetenschappelijke inzichten toe te passen: ook een toezichthouder is een homo psychologicus (zie hoofdstuk 7 in Deel I).

Samenwerking tussen DNB en AFM ligt overigens ook voor de hand bij het verlenen van vergunningen. Het kenmerkende van het functionele model van de Wft is dat een vergunning kan worden verleend door DNB of door de AFM. Wie van deze twee toezichthouders uiteindelijk bevoegd is om een vergunning in een specifiek geval te verlenen, hangt af van het type financiële onderneming. De betrokkenheid van de toezichthouders kan in de praktijk echter niet zwart-wit worden weergegeven, met alle afstemmings- en coördinatiekwesies van dien. Zo is de andere toezichthouder vaak betrokken door aan de vergunningverlenende toezichthouder informatie te verstrekken over betrouwbaarheid en deskundigheid van de betrokken onderneming of algemene aspecten van de bedrijfsvoering. De Wft schrijft voor dat in de gevallen waarin bij de vergunningverlening gekeken moet worden naar elementen uit het toezichtdomein van zowel DNB als AFM, de vergunningverlenende toezichthouder de andere toezichthouder om advies vraagt. Dit advies betreft niet alleen een oordeel over de vraag óf de vergunning verleend moet worden, maar kan ook

gaan over het al dan niet verlenen van de vergunning onder bepaalde voorschriften, beperkingen, of juist ontheffingen. Overigens is gekozen voor het begrip «advies» in plaats van «zienswijze» om de niet-vergunning-verlenende toezichthouder ertoe te bewegen een zelfstandig en deskundig oordeel te vormen. De Wft bepaalt tevens dat de niet-vergunningverlenende toezichthouder de vergunningverlenende toezichthouder hiervan op de hoogte brengt indien zij constateert dat niet meer wordt voldaan aan de betrouwbaarheids- of deskundigheidseis.

Uit de hierboven beschreven toedeling van toezichtvelden blijkt dat sprake is van een functioneel model. Tot 2002 was echter sprake van een sectoraal model. Deze verandering heeft te maken met de toenemende vervlechting van financiële producten, waardoor soms niet duidelijk is of we te maken hebben met een bancaire-, beleggings- of verzekeringsproduct. Tevens overschreden steeds meer financiële instellingen hun voormalige domeingrenzen waardoor financiële conglomeraten ontstonden. Een sectoroverstijgende benadering van het financiële toezicht leek daarom nodig, hetgeen zeker te billijken valt. Overigens is het wegnemen van sectorale grenzen te begrijpen vanuit de reeks hervormingen die sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw zijn doorgevoerd. Vanwege het geloof in de efficiënte werking van (financiële) markten lag het voor de hand om grenspalen uit de weg te ruimen die vanuit deze zienswijze belemmerend werken. Deze strikte grenzen waren ooit getrokken in de nasleep van de Grote Depressie van de jaren dertig van de vorige eeuw. In de afgelopen decennia heeft het idee postgevat, gevoed door de neoklassiek-economische theorieën terzake, dat dergelijke belemmeringen de innovatie- en welvaartbevorderende werking van vrije markten alleen maar in de weg stonden (Van Witteloostuijn 2008 en 2009).

De in Deel I reeds geconstateerde ontwikkeling van «rule-based» naar «principle-based» wet- en regelgeving doet zich ook in het actuele toezicht voelen. Zo gaat DNB uit van het verlenen van meer vrijheid voor de betrokken instellingen om de naleving van de toezichteisen naar eigen inzicht in te vullen. Dit wordt in praktijk gebracht door meer overleg tussen DNB en de instellingen/sectoren over hoe de laatstgenoemden de toezichtprincipes willen naleven («compliance») en over de «best practices» in dit opzicht. Deze vorm van toezicht brengt met zich mee dat marktpartijen verschillend kunnen denken over de mate waarin zij zich willen, of kunnen, houden aan de geldende principes. Ook kan de onder toezicht gestelde instelling/sector rechtstreeks het beleid van de toezichthouder beïnvloeden (zie ook het «regulatory capture»-argument). Op zijn beurt impliceert dit, dat het risico dat problemen ontstaan ook per instelling, of sector, kan verschillen.

Daarom heeft DNB een model ontwikkeld om de risico's per instelling te schatten – de zogenaamde Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode (FIRM). De FIRM-score bepaalt of een instelling in een licht of zwaar toezichtprofiel wordt geplaatst. Het risicoprofiel wordt bepaald aan de hand van een taxatie van de combinatie van de factoren «kans» en «impact».⁴³⁰ Naarmate een instelling een hoger risicoprofiel heeft, zal de aard en diepgang van de toezichtactiviteiten toenemen. Daarbij wordt bijvoorbeeld gelet op de traditionele financiële risico's, operationele risico's, *governance*, integriteit en liquiditeit. Het moge duidelijk zijn dat een dergelijke benadering hoge eisen stelt aan de (bedrijfseconomische) expertise van de toezichthouder. In dit rapport wordt het vermoeden uitgesproken dat DNB zich in de loop der tijd meer heeft toegelegd op

⁴³⁰ De systematiek van het schatten van deze factoren wordt uitgelegd in Visie DNB 2006–2010, p. 16–22.

beoordeling van het prudentieel risico sec dan op het systeemrisico. Uiteraard is nader onderzoek nodig om dit vermoeden te staven.

De benadering van de AFM is eveneens principegestuurd. Ook de AFM richt zich bij haar toezicht op het identificeren van risico's. In dit rapport wordt geconstateerd dat de AFM in beginsel het zogenaamde vertrouwensmodel toepast, waarbij ervan uit wordt gegaan dat instellingen de wens hebben om integer te handelen. Hoe meer het bestuur van een instelling «in control» is, hoe meer de AFM in haar toezicht op de eigen beheersingsmaatregelen van de instelling kan vertrouwen.⁴³¹ Het is overigens niet geheel duidelijk hoe precies wordt beoordeeld of een bestuur «in control» is. Bij deze werkwijze vallen twee kanttekeningen te maken. In de eerste plaats kan, aan de hand van hetgeen is opgemerkt in Deel I over de formele posities van sommige functionarissen, zoals de met compliancecontrole belaste stafmedewerkers, betwijfeld worden of binnen de betrokken organisaties steeds de juiste informatie daarover wordt verschaft aan het bestuur en de Raad van Commissarissen. In de tweede plaats maken moderne gedragswetenschappelijke organisatietheorieën duidelijk dat de kans groot is dat de diversificerende en groeiende instellingen, zoals die schering en inslag zijn geworden in de financiële wereld, niet langer «in control» zijn (Williamson 1967; Van der Mandele en Van Witteloostuijn 2007 en 2008).

Deze kanttekeningen impliceren dat hantering van het vertrouwensmodel in de loop van de tijd naïefer kan zijn geworden. Zowel DNB als AFM hanteren dus een vorm van zowel horizontaal als informeel toezicht, waarbij wordt uitgegaan van vertrouwen en goede wil. Informeel toezicht bergt echter het risico van intransparantie en rechtsongelijkheid in zich. De toezichthouder dient voldoende alert te zijn op de zichtbare aanwezigheid van het toezicht en op de voorkoming van «regulatory capture» (zie ook Deel I; Ottow 2009). Alhoewel deze benadering veel flexibiliteit in het systeem brengt, zijn de risico's op het niet, of niet tijdig, traceren van problemen relatief groot. De AFM geeft aan zelf te zoeken naar de juiste balans tussen harde en zachte normoverdracht, maar dit lijkt geen sinecure. Ook de oplegging van repressieve sancties is onder die omstandigheden lastiger, aangezien op de toezichthouder een zwaardere motiveringsplicht zal rusten.

Zoals reeds opgemerkt in Deel I, hoeft van kwaadwilligheid geen sprake te zijn om toch in toezichtsproblemen te geraken. Om te beginnen kan sprake zijn van (lichte of zware vormen van) informatie-asymmetrie, in die zin dat instellingen beschikken over meer kennis van hun eigen zaken dan de toezichthouder kan achterhalen. Ernstiger is wellicht de mogelijkheid dat instellingen zelf onvoldoende op de hoogte zijn van de determinanten en risico's van hun gedrag. Naast de eerdere gememoreerde gevaren van controleverlies in complexe en grote organisaties (Williamson 1967), is de kans hierop groter wanneer instellingen zich eenvoudigweg conformeren aan hetgeen usance is onder hun «peers». Het is, in tegenstelling tot de neoklassieke veronderstelling, goed mogelijk dat ook «best practices» tot ongelukken leiden. Deze vorm van contraproductief imitatiegedrag is uitvoerig bestudeerd in de moderne gedragswetenschappelijke literatuur (zie ook Sorge en Van Witteloostuijn 2004). Het traceren van mogelijke problemen vergt dan aan de kant van de toezichthouder inzichten die niet, of in onvoldoende mate, beschikbaar zijn of verworven kunnen worden, bijvoorbeeld omdat de toezichthouder eveneens uitgaat van het adagium dat de markt altijd gelijk heeft. In dit verband kan worden gedacht aan de mystiek die lang gehangen heeft rond allerlei innovatieve financiële

⁴³¹ Zie Jaarverslag AFM 2006, p. 63.

producten. Deze producten zagen er niet alleen zeer complex uit, maar zij werden ook nog levendig verhandeld omdat zij zeer winstgevend leken te zijn voor de aanbieders ervan. Deze ogenschijnlijke zekerheden hebben een mist over de markt gelegd waarvoor momenteel de prijs wordt betaald.

Systeemrisico, zo wordt geconcludeerd in dit rapport, heeft derhalve niet alleen te maken met macroprudentiële gevaren die voortvloeien uit problemen op het vlak van microprudentieel toezicht; het kan ook te maken hebben met ontwikkelingen in de financiële sector die breed gedragen worden, maar desondanks crisispotentie hebben. Zo lijkt het erop dat de gevaren van het nieuwe «originate and distribute»-model, dat aanvankelijk een bijzonder attractief model was voor de financiële sector in vergelijking met het traditionele bankieren en daarom op breed enthousiasme kon rekenen, onvoldoende onderkend zijn.⁴³² Het lijkt daarom zinvol erop te wijzen dat een al te groot accent op prudentieel toezicht ten koste kan gaan van de alertheid voor systeemrisico's die niet zijn te herleiden op bedrijfseconomische (microprudentiële) variabelen. Vanzelfsprekend betreft het hier een thema dat het niveau van het Nederlandse toezichtstelsel overstijgt.

Vele actoren en activiteiten die in verband staan met de financiële crisis vallen niet onder het toezicht van de AFM. Hedgefondsen, activiteiten van andere aanbieders die een inleg vragen van meer dan € 50 000, en «rating agencies» zijn niet vergunning- of prospectusplichtig. In de praktijk betekent dit dat een belangrijk deel van deze activiteiten buiten het toezicht is geplaatst. De AFM beschikt niet over bevoegdheden om deze activiteiten te controleren. Het vrijstellingsbedrag is bepaald vanuit de gedachte dat beleggers boven deze grens tot de professionals met voldoende kennis en ervaring moeten worden gerekend. Dat echter ook professionals onvoldoende toegerust kunnen zijn, of anderszins niet in staat kunnen zijn om financiële producten correct te beoordelen respectievelijk te hanteren, leert de ervaring met de diensten die geleverd werden door de «rating agencies» – hetgeen niet zonder gevolgen is gebleven, zoals besproken in dit rapport. Ook deze en andere financiële instellingen gedragen zich niet zoals een homo economicus betaamt, maar als een gedragswetenschappelijke homo psychologicus die hardnekkig en systematisch «lijdt» aan allerlei afwijkingen van perfecte rationaliteit.

Een belangrijk deel van de retailbeleggers blijkt overigens betrekkelijk eenvoudig over bedragen boven de toezichtgrens te kunnen beschikken (overwaardehypotheek, kapitaal dat ter beschikking komt door een kapitaalverzekering of een erfenis e.d.). Daarnaast beleggen zij in zogenoemde dakfondsen, die op hun beurt weer als professionele belegger in ongereguleerde fondsen beleggen. De vigerende toezichtgrens is daarmee niet langer actueel. De AFM stelt zelf voor de grens te verhogen naar 100 000 euro, maar het is de vraag of dit voldoende soelaas biedt en of niet een ander criterium moet worden gehanteerd. Daarnaast constateert de AFM dat een groeiend aantal bedrijven gebruik maakt van vrijstellingen, waardoor zij niet onder de vergunningsplicht vallen. De vraag is of dit tot een herbezinning van de vrijstellingsregelingen dient te leiden. Wij menen dat dit nader dient te worden onderzocht.

In algemene zin hebben wij geconstateerd dat beide toezichthouders, DNB en AFM, ten aanzien van gereguleerde financiële ondernemingen in principe over voldoende formele toezicht- en handhavinginstrumenten

⁴³² Zie Schenk 1995.

beschikken. Dit laat onverlet dat beide toezichthouders daarnaast gebruik maken van informele (horizontale) instrumenten (zoals het zogenaamde normoverdragend gesprek met de onder toezicht gestelde onderneming). De beoordeling van deze toezichtpraktijk is lastig, aangezien – vanwege het gebrek aan transparantie – niet kan worden geconstateerd hoe effectief deze is. Tegelijkertijd kan uit het niet-inzetten of slechts beperkt inzetten van formele toezicht- en handhavinginstrumenten niet worden afgeleid dat de toezichthouder geen adequaat toezicht zou uitoefenen. Immers, het is zeer wel mogelijk dat door het informele toezicht de bescherming van belangen reeds voldoende is gewaarborgd.

Naast de toezichthouders DNB en AFM is een belangrijke rol in het financiële toezicht weggelegd voor de minister van Financiën. Zowel DNB als AFM zijn zelfstandige bestuursorganen. Dit heeft als belangrijk gevolg dat de verantwoordelijke minister hen in individuele gevallen geen bijzondere aanwijzingen kan geven. Toch beschikt hij over aanzienlijke bevoegdheden ten aanzien van DNB en AFM. Om deze reden wordt over het algemeen ook wel aangenomen dat onafhankelijkheid een relatief begrip is (Lavrijssen 2006). Zo heeft de minister een stevige institutionele invloed op benoeming, schorsing en ontslag van de bestuurders van DNB en AFM. Daarnaast dienen DNB en AFM aan hem verantwoording af te leggen via een jaarplan en jaarverslag. Ook hebben DNB en AFM een algemene en meer specifieke inlichtingenplicht jegens de minister. De minister kan onder bepaalde omstandigheden interveniëren, onder meer door ministeriële regels in de plaats te stellen van voorschriften die door de toezichthouder zijn vastgesteld als deze naar zijn oordeel een onredelijke belasting voor de financiële markten tot gevolg hebben. Daarnaast beschikt de minister over enkele zelfstandige taken die van belang zijn voor het toezicht op de financiële markten. Wij noemen hier slechts de bevoegdheid tot het afgeven van een verklaring van geen bezwaar voor het houden, het verwerven dan wel vergroten van een gekwalificeerde deelneming in grote financiële ondernemingen. Deze situatie heeft zich bijvoorbeeld voorgedaan bij de overname van ABN Amro door Royal Bank of Scotland/Banco Santander/Fortis. Het lijkt zinvol erop te wijzen dat de minister in het Conceptwetsvoorstel ter implementatie van richtlijn 2007/44/EG deze bevoegdheid wordt ontnomen.

11.3 Europese Unie

Het toezicht op niet-Nederlandse instellingen die wel hier actief zijn – hetgeen in toenemende mate het geval is – is gebaseerd op het pan-Europese principe van «home state control». Dit houdt in dat het toezicht op de financiële onderneming is toevertrouwd aan de bevoegde autoriteiten van het land van herkomst. Voor het uitoefenen van werkzaamheden door middel van het vestigen van een bijkantoor of door het verrichten van een dienst geldt daarmee dat het toezicht wordt uitgeoefend door de toezichthouder van de lidstaat waar de moederonderneming is gevestigd of, indien de activiteit vanuit de dochteronderneming wordt verricht, de lidstaat waar de dochteronderneming is gevestigd. Wel kan de ontvangende lidstaat toezien op de liquiditeitspositie van een bijkantoor, maar slechts in samenwerking met de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst.

Dit systeem heeft weliswaar een grote impuls gegeven aan de internationalisering van de financiële markten binnen de EU, maar, zoals in dit rapport wordt geconstateerd, het impliceert tevens dat de handhavingsbevoegdheden van de ontvangende lidstaat beperkt zijn omdat eerst de

toezichhoudende autoriteiten van de lidstaat van herkomst dienen te worden geïnformeerd. Pas als gepaste maatregelen uitblijven, kan de toezichhouder van het ontvangende land ingrijpen. Hoogstens kan deze laatste voorlopige, zogenaamde conservatoire, maatregelen treffen indien de problemen spoedeisend zijn. Een en ander impliceert dat sprake moet zijn van nauwe samenwerking tussen de verschillende toezichthouders. Terecht constateerden De Moor-Van Vught en Du Perron (2009) naar aanleiding van de Icesave-affaire dat stroomlijning van dit systeem noodzakelijk is.

Uit het beginsel van «home state control» volgt dat DNB enkel handhavend kan optreden ten aanzien van de liquiditeit van in Nederland gevestigde bijkantoren van kredietinstellingen die zijn gevestigd in een andere EER-lidstaat en daar een vergunning hebben verkregen. Het is in dit kader van belang op te merken dat DNB een specifieke aanwijzingsbevoegdheid heeft op grond van het tweede lid van artikel 1:75 Wft. DNB kan dus een aanwijzing geven om een bepaalde gedragslijn te volgen reeds indien zij de eerste tekenen ontwaart van een ontwikkeling die het eigen vermogen, de solvabiliteit of de liquiditeit van die financiële onderneming in gevaar kunnen brengen. In dit kader kan de vraag worden gesteld of DNB gebruik kan maken van deze specifieke aanwijzingsbevoegdheid indien zij uit de liquiditeits- en/of solvabiliteitspositie van het moederbedrijf tekenen ontwaart van een ontwikkeling die de liquiditeit van het bijkantoor in gevaar kunnen brengen. Gezien de verwevenheid van deze onderwerpen is deze situatie niet ondenkbaar. In een dergelijk geval zou DNB dus de facto een aanwijzing kunnen geven aan het moederbedrijf, en niet slechts aan het bijkantoor.

Deze vraag kwam ook aan bod bij de Icesave-affaire. Het antwoord erop hangt in feite af van hoe ruim de taakopvatting van DNB inzake het liquiditeitstoezicht geïnterpreteerd dient te worden. Aan de ene kant kan gesteld worden dat er ruimte dient te zijn voor DNB om – indien zij tekenen ontwaart die de liquiditeit van het bijkantoor in gevaar kunnen brengen – een aanwijzing aan het moederbedrijf te geven omdat de liquiditeitspositie van een bijkantoor op zichzelf niet goed kan worden beoordeeld. Deze aanwijzing moet dan erop gericht zijn voldoende en adequate liquiditeit aan te houden voor het bijkantoor. Aan de andere kant kan gezegd worden dat een dergelijke bevoegdheid van DNB jegens het moederbedrijf niet bestaat omdat dit een inbreuk vormt op de essentie van de Bankenrichtlijn. Deze richtlijn is immers gebaseerd op het beginsel van «home state control», en vereist vertrouwen in de kwaliteit en effectiviteit van het toezicht van de bevoegde autoriteiten in de lidstaat van herkomst. Bij een restrictieve interpretatie van de bevoegdheden van DNB is dit inderdaad niet het geval. DNB had – in het licht van de doelstellingen van het toezicht en haar taken – echter kunnen kiezen voor een ruimere interpretatie van haar bevoegdheden hetgeen ertoe had kunnen leiden dat zij eerder tot een interventie was overgegaan.

Meer in het algemeen is in dit rapport geconstateerd dat op het vlak van macroprudentieel toezicht eveneens sprake is van gebreken.⁴³³ Ook de Europese Commissie is inmiddels de mening toegedaan dat sprake is van manco's in de samenwerking, de coördinatie en het vertrouwen tussen nationale toezichthouders. Toch blijkt de Commissie niet te kiezen voor de oprichting van een echte regulator, maar voor een kader dat bestaat uit twee pijlers: een netwerk van nationale toezichthouders op het vlak van het microprudentieel toezicht, en een Europese Raad voor Systeemrisico's (ERSR) die zal worden belast met het systeemtoezicht. Het recente

⁴³³ Zie ook het De Larosière-report («Report of the high-level group on financial supervision in the EU», voorgezeten door Jacques de Larosière, Brussel, 25 februari 2009).

compromis dat door de Europese regeringsleiders is gesmeed, lijkt inderdaad de facto in deze richting te gaan, hoewel de complexiteit van het compromis het vooralsnog moeilijk maakt te taxeren hoe straks de praktijk eruit zal zien. De achtergrond van deze constructie is gelegen in het subsidiariteits- en proportionaliteitsbeginsel. Een centrale toezicht-houder zou te ver af staan van de dagelijkse microprudentiële toezicht-praktijk in de diverse lidstaten. De ERSR zal in de plannen van de Commissie echter niet bekleed worden met bindende bevoegdheden; deze zullen zijn voorbehouden aan de Commissie zelf.

In het rapport is naar aanleiding van deze plannen geconstateerd dat sprake is van een ingewikkelde structuur, waarbij de Commissie ervoor heeft gekozen het toezicht slechts in beperkte mate over te hevelen naar het Europese niveau. Een Europese regulator die krachtig centraal de zaken aanstuurt, lijkt niet in het leven te worden geroepen. Het is een weliswaar belangrijke, doch vooralsnog beperkte stap naar verdere centralisatie van het Europese toezicht op financiële instellingen. Aan de ene kant tracht de Commissie het huidige gebrek aan coördinatie op te lossen door de oprichting van nieuwe Europese toezichthouders; tegelijkertijd ontstaan hierdoor aan de andere kant weer nieuwe coördina-tieproblemen, zowel binnen de nieuwe autoriteiten als tussen de nieuwe Europese en de nationale toezichthouders.

Een belangrijk breekpunt, zo is in dit rapport geconstateerd, blijft vooralsnog de fiscale onafhankelijkheid van de lidstaten en de daaruit voortvloeiende problemen om tot een Europese oplossing te komen in geval van problemen bij een financiële instelling. In de huidige constel-latie kiest elke lidstaat voor een eigen nationale oplossing en is nog geen sprake van zogenaamde «burden sharing». Zolang geen sprake is van het gezamenlijk financieren van dergelijke reddingsoperaties en de lidstaten zelf deze operaties dienen te financieren, zullen zij op nationaal niveau de vinger aan de pols wensen te houden zonder hun bevoegdheden naar het Europese niveau over te hevelen. Het in het compromis opgenomen stelsel van vetorechten wijst in deze richting. Dit is een economische en politieke realiteit waarmee bij de beoordeling van de voorstellen van de Commissie rekening dient te worden gehouden.

11.4 Bazel

Op verscheidene plaatsen is in dit rapport geconstateerd dat bij het toezicht gebruik wordt gemaakt van de zogenaamde Bazel-akkoorden.⁴³⁴ Deze akkoorden zijn vanaf 1988 tot stand gekomen om te voorkomen dat landen met elkaar concurreren in de ondersteuning van hun nationale banken hetgeen tot een onverantwoorde «race to the bottom» zou kunnen leiden. Het eerste akkoord («Bazel I») richtte zich met name op het kredietrisico. Banken moesten verplicht worden om een bepaalde hoeveelheid van de aan hen toevertrouwde middelen in reserve te houden voor het geval iets ernstig misging bij de kredietnemers. Daartoe werden de zogenaamde kapitaaleisen gesteld. Banken die gevestigd waren in de deelnemende landen, waaronder Nederland, moesten een zogenaamde «Tier 1»-kapitaalratio (eigen vermogen gedeeld door de risicogewogen activa) hebben van minimaal vier procent en een «Tier 2»-kapitaalratio (eigen vermogen + langlopende schulden/de risicoge-wogen activa) van minimaal acht procent. Deze percentages kwamen niet voort uit kwantitatieve modellen, maar waren gebaseerd op schattingen aan de hand van ervaringen en een uitkomst van onderhandelingen. Het Bazel I-akkoord had twee belangrijke nadelen. Een exclusieve oriëntatie op

⁴³⁴ Wat in het volgende wordt opgemerkt ten aanzien van de Bazel-akkoorden, geldt in grote lijnen eveneens voor het «Solvency»toezichtskader dat van toepassing is op verzekeraars en herverzekeraars.

kredietrisico impliceert dat de toen sterk in opkomst zijnde «off-balance» posten niet meegenomen werden in de schattingen van de ratio's. Daardoor leken banken meer solvabel te zijn dan zij daadwerkelijk waren. Ten tweede sloot het Bazel I-akkoord slecht aan bij de risicomanagementpraktijk van banken. Zo diende een bank voor al haar commerciële leningen procentueel evenveel kapitaal aan te houden, los van de door haar zelf berekende risico's van de betreffende leningen en dus van de verwachte verliezen. Daarmee werden leningen die weinig risicovol zijn relatief duur, en leningen die erg risicovol zijn relatief goedkoop.

In 1998 werden deze nadelen deels ondervangen door de invoering van het «netting»-principe dat inhoudt dat vorderingen op en schulden aan dezelfde partij tegenover elkaar mogen worden weggestreept. Dit had tot gevolg dat de vereiste kapitaalreserve lager kwam te liggen, ook al veranderde de facto niets aan de investeringen. Tevens werd het «1996 amendement» ingevoerd, wat vooral op het gebied van marktrisico veranderingen met zich meebracht. Banken mochten sindsdien kiezen uit twee methoden bij het berekenen van de vereiste kapitaalreserve: de gestandaardiseerde methode, waarbij geen rekening werd gehouden met het feit dat door diversificatie een betere spreiding van het kredietrisico tot stand kwam, en de «intern model-based approach», waarbij dat wel het geval was. Veel banken maakten gebruik van deze laatste methode omdat de voordelen van diversificatie beter zichtbaar werden en omdat het leidde tot lagere kapitaaleisen. Ondanks deze veranderingen sloot de basis van de solvabiliteitsregelgeving echter nog altijd slecht aan bij de risicomanagementpraktijk omdat bij de berekening van kapitaaleisen slechts zeer grof onderscheid werd gemaakt tussen weinig en zeer risicovolle leningen en omdat verliezen die buiten de leningen- en investeringsportefeuille vielen grotendeels buiten de regelgeving bleven. Dit gaf banken weinig prikkels om risico's correct te schatten en te beprijzen.

Met het «Bazel II»-akkoord, dat van kracht werd in 2007, werd daarom de mogelijkheid gecreëerd om risico's preciezer te schatten. Bazel II werd ook minder boekhoudkundig van aard. In plaats hiervan werd besloten dat de toezichthouder moest toetsen of de risicomodellen van instellingen aan minimumeisen voldoen. Daarnaast werd echter ook onderkend dat een toetsing van de minimum kapitaaleisen alleen niet voldoende is. Bazel II introduceerde daarom ook de zogeheten «supervisory review», waarmee de toezichthouder de vrijheid kreeg om in bijzondere gevallen te eisen dat een bank extra kapitaalreserves aanhoudt. Daarnaast werden additionele eisen gesteld op het terrein van de transparantie. Daardoor zouden ook de schuldeisers van de bank (depositohouders, obligatiehouders) en aandeelhouders beter in staat moeten worden gesteld te schatten of hun bank voldoende solvabel is. In dit verband wordt gesproken van de drie «pillars» die ervoor zouden moeten zorgen dat banken worden gedwongen genoeg kapitaalreserves aan te houden.

Bij het berekenen van de minimum kapitaaleisen gaat Bazel II, meer dan Bazel I, uit van de risicomodellen die banken zelf gebruiken bij het berekenen van hun verwachte verliezen. Hierbij hanteert Bazel II het principe dat hoe geavanceerder het risicomanagement van een bank is, des te meer zij van haar eigen modellen gebruik mag maken om de aan te houden minimum kapitaalreserve te berekenen. Door middel van zogenaamde «stress testen» wordt bepaald of ook bij grote onverwachte verliezen voldoende solvabiliteit overblijft. In de gebezigde modellen wordt aan risicodiversificatie een grote bonus toegekend. In hoeverre

diversificatie daadwerkelijk impliceert dat risico's gemitigeerd worden, is echter sterk afhankelijk van het algemene economisch klimaat, zoals blijkt uit het volgende.

Derivaatproducten als «mortgage-backed securities» (MBS's) en «collateralized debt obligations» (CDO's) zijn wereldwijd door banken opgekocht om de diversificatie van hun portefeuille te vergroten. Het feit dat deze producten worden beprijsd door «rating agencies», en niet op een transparante markt, maakt het gemakkelijker voor banken om hun portefeuille te diversificeren. Het is nu immers niet noodzakelijk om het risico van elk product afzonderlijk te taxeren. Een probleem ontstaat wanneer, om welke reden dan ook, de «rating agencies» het risico van deze producten verkeerd hebben getaxeerd. Zodra duidelijk wordt dat dit het geval is, moeten banken gaan afschrijven op hun leningen. Aangezien de MBS's en CDO's voorafgaand aan de crisis in grote hoeveelheden op de balans stonden van wereldwijd verspreide banken, moest wereldwijd massaal op productportefeuilles worden afgeschreven. Omdat het aantal «rating»-agentschappen zeer beperkt is, is de kans dat veel banken dezelfde «rating» gehanteerd hebben, en derhalve gelijktijdig in de problemen komen, groot.

Hier is sprake van collectieve inefficiëntie omdat de verknoopteid van ogenschijnlijk individueel efficiënte instellingen op hoger niveau het systeemrisico enorm vergroot: de banken waren niet verbonden met elkaar doordat ze elkaar geld leenden, maar doordat ze allemaal hetzelfde risico liepen. Producten die wereldwijd bij banken op de balans staan, vormen dus een systeemrisico (zeker wanneer deze producten zo vaak herverpakt zijn dat het nagenoeg onmogelijk is om nog een verantwoord oordeel te kunnen vellen over hun risicoscores). Als blijkt dat producten minder waard zijn dan werd aangenomen, moeten banken erop afschrijven. Als alle banken dit moeten doen, worden de kosten om geld op te halen nog hoger, zowel op de aandelenmarkt als op de interbancaire markt. Het verkopen van investeringen wordt nog kostbaarder omdat alle banken tekorten hebben. De cirkel waarin de bank zich bevindt verwordt tot een trechter naar beneden omdat alle banken tegelijkertijd financiële problemen hebben. In dit soort gevallen blijkt het voordeel van diversificatie dus erg klein.

Wat de toezichthouders zich bij de introductie van Bazel II misschien onvoldoende hebben gerealiseerd, is dat de prikkel in stand bleef die reeds van Bazel I uitging om de activiteiten te verleggen van het traditionele bankieren naar meer honorarium- en commissiegebonden werkzaamheden als advisering, effectenmakelaardij en de ontwikkeling van nieuwe financiële instrumenten – een ontwikkeling die zich sedert de jaren tachtig van de afgelopen eeuw in hoog tempo aan het voltrekken was (zie Schenk 1995). Tevens voorzien de veranderingen in Bazel II de facto in grotere mogelijkheden voor zelfregulering, onder meer doordat de mogelijkheid bestaat om via het management van de portefeuille risico in te wisselen tegen strakker toezicht. Niet alleen heeft dat financiële problemen opgeleverd in de zin van kennelijk fout geprijsde risico's (en daarmee van te goedkope kredieten); het is in combinatie met het impliciet bestaande overheidsvangnet («too big to fail» en «too interconnected to fail») ook een zeker recept voor «moral hazard».

Het gecumuleerde resultaat van de grotere vrijheid in het bancaire systeem was daarmee een de facto verdunning van het toezicht. Een gevaarlijke cocktail was geboren. Aan de ene kant werden door de

toenemende populariteit van vertrouwensmodellen, samenwerking met de instellingen/sectoren en allerlei vormen van zelfregulering de sluizen opgezet voor gedrag door instellingen dat, conform moderne gedragswetenschappelijke inzichten, gepaard ging met allerlei onwenselijke neveneffecten. De facto te lage kapitaalbuffers zijn daarvan een voorbeeld, evenals het op de markt brengen van steeds ingewikkelder en dubieuze financiële producten. Aan de andere kant heeft het geloof in de efficiënte werking van (financiële) markten blind gemaakt voor collectieve inefficiënties. Voorbeelden daarvan zijn het gebrekkige functioneren van «rating agencies» en het ontstaan van ontransparante derivatenhandel.

Tot slot memoreren wij enkele meer technische opmerkingen aangaande Bazel II. Wij hebben uiteen gezet, dat van hogere kapitaalbuffers geen wonderen moeten worden verwacht. Wanneer aandeelhouders een (zeer) hoog rendement eisen, wordt de druk om aan die eis te voldoen hoger wanneer de kapitaalbuffers stijgen, waardoor ook de neiging om hogere risico's aan te gaan toeneemt. Immers, slechts vanuit een, in onze ogen, extreem neoklassiek gezichtspunt, zou een stijging van het eigen vermogen tot een volledig proportionele daling van het rendement op dat eigen vermogen leiden. Om te voorkomen dat nieuwe regels procyclisch zijn verdient het in ieder geval aanbeveling, zoals ook door de Commissie Maas is opgemerkt, om anticyclische buffers te vormen, vergelijkbaar met het Spaanse beleid van de afgelopen jaren. In het licht van de crisis is over de huidige regelgeving voor (her)verzekeraars (Solvency II) geconstateerd dat diversificatievoordelen veel kleiner uitvallen dan beoogd. Doordat winsten van diversificatie verrekend mogen worden met vereiste kapitaalreserves neemt de kans toe dat de buffers te laag zijn als de diversificatievoordelen kleiner worden. Wel zal de correlatie (die het diversificatievoordeel meet) tussen de technische schadeverzekerings-, levensverzekerings- en ziektekostenverzekeringsrisico's constanter zijn, ook in tijden van crisis, dan tussen de overige, minder verzekeringsspecifieke risico's (waaraan ook banken blootstaan). Daar staat echter tegenover dat Solvency II, meer dan Bazel II, diversificatievoordelen tussen risicocategorieën toestaat bij het berekenen van de minimumeisen. Voorts blijkt uit de huidige crisis dat de definitie van kapitaal dat kwalificeert voor een minimumeis niet zonder consequenties is. Doordat gebleken is dat hybride kapitaal niet kan worden bestempeld als Tier I kapitaal, hebben (her)verzekeraars hun kapitaalpositie overschat. Daarmee was de buffer veelal te klein om klappen op te vangen.

In de tweede plaats constateren wij dat zowel de invulling als het gebruik van de zogenoemde use test niet zonder problemen is. Wij hebben geconcludeerd dat het correct meten van risico's niet voldoende is wanneer deze niet tegelijk correct geprijsd worden en de betrokkenheid van het risicomangement bij investerings- en leenbeslissingen gering is en/of het kennisniveau van het management in dit opzicht onvoldoende. De invulling van de use test is in al deze opzichten te vrijblijvend omdat banken er slechts voor hoeven te zorgen dat er risicomodellen worden gebruikt zonder dat expliciet wordt aangegeven hoe dat in zijn werk zou moeten gaan. In het verlengde hiervan menen wij dat de minimumeisen aangaande deze modellen – ook met betrekking tot de stresstesten – te laag zijn. Ook in dit opzicht lijkt de discretionaire ruimte die aan banken gelaten wordt te groot. Wat hier gezegd is ten aanzien van het vereiste kennisniveau aan de zijde van het management van banken geldt mutatis mutandis overigens ook voor raden van toezicht en toezichthouders.

Ook dient te worden herhaald, dat Bazel II zich vooral beperkt tot regels betreffende solvabiliteitsberekeningen. Investeringsbeslissingen en corporate governance, hoewel cruciale onderdelen van de in het akkoord centraal gestelde use test, zijn gebieden waarover het Bazels comité zich onder druk van de financiële sector slechts zeer beperkt heeft mogen uitlaten, terwijl tegelijkertijd duidelijk is dat deze terreinen van zeer groot, wellicht doorslaggevend, belang zijn voor de bancaire ontwikkelingen en direct van invloed op de solvabiliteit van banken. Het is illustratief voor onze benadering dat ook het comité zelf zich – zoals in dit rapport is aangegeven – impliciet heeft beklagd over de «principle-based» in plaats van meer «rule-based» invulling van deze kwesties.

(i) Het betreden van plaatsen

Krachtens artikel 5:15 Awb zijn de toezichtmedewerkers van DNB en AFM bevoegd om, met medeneming van de benodigde apparatuur, elke plaats te betreden met uitzondering van een woning zonder toestemming van de bewoner. Volgens lid 2 kunnen de functionarissen zich hierbij toegang verschaffen met behulp van de sterke arm indien dat nodig is. Een dergelijk bezoek kan overigens onaangekondigd plaatsvinden en behoeft niet door een verzoek tot inlichtingen te worden voorafgegaan.⁴³⁵ Opgemerkt dient te worden dat het betreden van plaatsen niet de (strafvorderlijke) bevoegdheid tot het doorzoeken van die plaatsen omvat.

(ii) Het vorderen van inlichtingen

Artikel 5:16 Awb luidt kort en bondig: een toezichthouder is bevoegd inlichtingen te vorderen. De toezichtmedewerkers van DNB of AFM zijn derhalve bevoegd om de voor het prudentieel respectievelijk gedragsonderzoek benodigde inlichtingen van de betrokken onderneming te vorderen. Het antwoord op de vraag door wie (DNB of AFM) de inlichtingenbevoegdheid mag worden uitgeoefend is afhankelijk van de vraag of het gaat om toezicht op prudentiële regels of op gedragsregels. In het eerste geval is DNB bevoegd, in het tweede geval de AFM. Hierboven is echter reeds beschreven dat het onderscheid tussen prudentieel en gedragstoezicht niet altijd even duidelijk is en dat er overlap kan bestaan inzake de benodigde inlichtingen. In dat kader dient nogmaals gewezen te worden op artikel 1:73 lid 2 en 3 Wft, waarin is bepaald dat de desbetreffende toezichtmedewerkers over aspecten van de algemene bedrijfsvoering die niet strikt zien op prudentiële regels of gedragsregels zich niet wenden tot de onderneming in kwestie maar tot de vergunningverlenende toezichthouder.⁴³⁶ Slechts indien deze niet aan het inlichtingenverzoek kan voldoen, wordt de onderneming rechtstreeks benaderd. Van deze regeling kan overigens worden afgeweken ingeval van een redelijk vermoeden van een overtreding en bij onverwijlde spoed.⁴³⁷

Daarnaast is in de Wft voorzien in een specifieke inlichtingenbevoegdheid voor DNB en AFM als bestuursorgaan.⁴³⁸ Artikel 1:74 lid 1 Wft schrijft voor dat DNB en AFM ten behoeve van het toezicht op de naleving van Wft-regels van een ieder inlichtingen mogen vorderen. Dit betekent dat niet slechts de als toezichthouder (in de zin van de Awb) aangewezen functionarissen, maar het ook voor (het bestuur van) de toezichthouder mogelijk is van een ieder inlichtingen te vragen.⁴³⁹ De hieronder beschreven artikelen 5:13 en 5:20 Awb zijn op deze bevoegdheid van overeenkomstige toepassing verklaard.

(iii) Het vorderen van inzage in gegevens en bescheiden

De toezichtmedewerkers van DNB en AFM zijn voorts ook bevoegd om inzage te vorderen van zakelijke gegevens en bescheiden (artikel 5:17 lid 1 Awb). Dit betreffen dus niet documenten van persoonlijke aard. Op grond van artikel 5:17 lid 2 Awb kunnen de functionarissen van de gegevens en bescheiden kopieën maken ter plaatse. Indien dit niet ter plaatse kan, mogen de toezichthouders de gegevens en bescheiden voor dat doel voor korte tijd meenemen tegen een door hen af te geven schriftelijk bewijs.⁴⁴⁰

⁴³⁵ Doets en Tillema 2007, p. 370.

⁴³⁶ Tillema en Doets 2007, p. 497; Grundmann-van de Krol 2008, p. 637.

⁴³⁷ Artikel 1:73 lid 4 Wft; *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 409.

⁴³⁸ Tillema en Doets 2007, p. 496–497; Grundmann-van de Krol 2008, p. 638.

⁴³⁹ Grundmann-van Krol 2008, p. 638.

⁴⁴⁰ Artikel 5:17 lid 3 Awb.

(iv) De medewerkingsplicht

Bij de uitvoering van de bovenstaande toezichtbevoegdheden geldt een medewerkingsplicht. Artikel 5:20 lid 1 Awb schrijft voor dat een ieder verplicht is aan een toezichthouder binnen de door hem gestelde redelijke termijn alle medewerking te verlenen die deze redelijkerwijs kan vorderen bij de uitoefening van zijn bevoegdheden. Indien hieraan niet wordt voldaan, kan een last onder dwangsom of een boete worden opgelegd,⁴⁴¹ of zelfs aangifte worden gedaan wegens overtreding van artikel 184 van het Wetboek van Strafrecht.⁴⁴²

(v) Het evenredigheidsbeginsel

De zojuist beschreven toezichtbevoegdheden en de medewerkingsplicht zijn echter niet absoluut. Het evenredigheidsbeginsel dat is neergelegd in artikel 5:13 Awb bepaalt immers dat een toezichthouder slechts gebruik maakt van zijn bevoegdheden voor zover dat redelijkerwijs voor de vervulling van zijn taak nodig is. Deze bepaling heeft aanzienlijke gevolgen voor de uitoefening van de toezichtbevoegdheden. Dit betekent bijvoorbeeld dat aan de betrokkene de reden zal moeten worden medegedeeld waarom de inlichtingen worden gevorderd. Dit kan ook betekenen dat de toezichtmedewerkers moeten kunnen aantonen dat de door hen gekozen bevoegdheid de minst belastende is.⁴⁴³ Ook begrenst het evenredigheidsbeginsel van Artikel 5:13 Awb de kring van personen jegens wie de toezichtbevoegdheden kunnen worden ingezet. Volgens de Memorie van Toelichting bij de Wft kan hierbij niet «in abstracto [...] gezegd worden jegens wie de bevoegdheden van afdeling 5.2 Awb wel, en jegens wie deze niet kunnen worden gebruikt.» Van geval tot geval zal moeten worden beoordeeld of sprake is van «personen die betrokken zijn bij activiteiten waarop krachtens deze wettelijke regeling moet worden toegezien». Voor een vergaande bevoegdheidsuitoefening jegens derden zal – voor zover geen verband bestaat met de activiteiten waarop krachtens deze wet wordt toegezien – op grond van het evenredigheidsbeginsel in de regel geen plaats zijn.⁴⁴⁴

⁴⁴¹ Artikel Artikel 1:79 lid 1 Wft en artikel 1:80 lid 1 Wft.

⁴⁴² Zie ook Grundmann-van de Krol 2008, p. 639.

⁴⁴³ Doets en Tillema 2007, p. 369; *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 45.

⁴⁴⁴ In de praktijk heeft de bank een portefeuille met leningen, en dient zij genoeg te verdienen om de gezamenlijke verwachte verliezen op deze portefeuille te kunnen dekken.

De belangrijkste rol van toezichthouders op het financiële systeem is het bewaken van de financiële stabiliteit. Een solide financieel systeem kent vele peilers, waaronder vertrouwen, een gezonde verhouding tussen risico en rendement, en genoeg concurrentie tussen financiële instellingen. Een van de belangrijkste peilers van een stabiel financieel systeem is de solvabiliteit van financiële instellingen. Zolang een bank solvabel is, is de kans op een «bank run» (waarbij depositohouders tegelijkertijd hun geld weghalen bij de bank) klein. Ook overige investeerders in een bank (obligatiehouders en aandeelhouders) weten dat de kans op het faillissement van een bank afneemt naarmate de verhouding tussen langlopende activa en verplichtingen toeneemt en de bank meer solvabel is.

Om een idee te geven van de solvabiliteit van banken is het goed om naar onderstaande tabel te kijken.

Tabel: Vereenvoudigde bankbalans

Activa		Passiva	
5	Vaste activa	Deposito's	10
15	Inter-bank leningen[+]	Inter-bank leningen[-]	18
50	Leningen	Schuld	67
30	Investerings	Eigen vermogen	5
100			100

De bank in dit voorbeeld heeft inkomsten uit leningen en investeringen (naast haar activiteiten op de inter-bank markt). Belangrijke financieringsbronnen zijn deposito's, schuld (zoals obligaties) en eigen vermogen (het aandelenvermogen van de bank). Een groot verschil tussen deposito's enerzijds en schuld en eigen vermogen anderzijds is de looptijd: deposito's kunnen meestal te allen tijde opgenomen worden, en zijn dus zeer liquide. Voor de schuld en het eigen vermogen geldt dat in veel mindere mate. Bij het beoordelen van de solvabiliteit van banken wordt dan ook enkel naar het eigen vermogen en (een deel van) de schuld gekeken.

In het simpele voorbeeld uit de tabel is de Tier 1 ratio $5/(15+50+30)=5.3\%$.

Eenzelfde redenering geldt voor de activa van de bank. Bij het schatten van de solvabiliteit zijn we niet alleen geïnteresseerd in, bijvoorbeeld, de hoeveelheid leningen (50), en de inkomsten uit die leningen, maar zeker ook in hoe risicovol de leningen zijn. Met andere woorden, we willen ook rekening houden met de kans dat er geen inkomsten uit de leningen (of andere activa) zijn.

Zoals altijd bij een investering dient er een goede verhouding tussen risico en rendement te zijn. Risico nemen als zodanig, bijvoorbeeld door het verlagen van de solvabiliteit, en het investeren met minder eigen vermogen, is niet per se slecht. Maar van belang is daarbij wel dat risico's correct zijn geprijsd.

Laten we het simpele voorbeeld nemen van een klant die een lening van € 120 wil terugbetalen in maandelijkse termijnen van € 10 (exclusief rente). De financiers (aandeelhouders en obligatiehouders) van de bank willen een rendement van 4% op jaarbasis. Dus dient de bank minimaal

een rente van 4% op jaarbasis te vragen voor de lening om quitte te spelen. Echter, wat als degene die de lening vraagt, vaak de «obligor» genoemd, de lening niet terugbetaalt? De kans hierop is wellicht klein, maar als de bank een rente van 4% vraagt, opereert zij in dit geval met verlies.

De bank wil dus ook graag eventuele verliezen meeprijzen, om zo naar verwachting minimaal quitte te spelen. Maar waaruit bestaan deze verwachte verliezen op de lening van € 100? Laten we ervan uit gaan dat de kans dat de obligor in gebreke blijft (de «probability of default», oftewel PD) gedurende het komende jaar 1% is. Deze PD correspondeert met de interne rating die de bank aan de obligor geeft, waarbij een hoge (lage) rating correspondeert met een lage (hoge) PD.

Maar over welk bedrag loopt de bank dit «default» risico? Laten we aannemen dat de obligor gemiddeld genomen halverwege het jaar in gebreke blijft, wanneer reeds de helft van de lening is afbetaald. Het resterende deel van de lening, waarover de bank dus risico loopt, is € 60, en wordt de «exposure at default», oftewel EAD genoemd.

Wat gebeurt er in geval van faillissement? Afhankelijk van het leencontract kan de bank actie ondernemen, en bijvoorbeeld beslag laten leggen op het afgesproken onderpand, om zo de verliezen te beperken. De mate waarin zij hierin slaagt wordt de «recovery rate» genoemd. Wat overblijft is de «loss given default», oftewel LGD, het percentage van het geleden verlies dat niet meer teruggeclaimd kan worden.

De LGD op een lening wordt overigens vaak onderschat. Bij veel portefeuilles van banken is het niet ongebruikelijk dat bij in gebreke blijven sprake is van een LGD van meer dan 100%, doordat wel extra kosten (het inhuren van een advocaat, deurwaarder, etc.) gemaakt worden, maar weinig of niets teruggeclaimd kan worden. Laten we in het voorbeeld hier uitgaan van een LGD van 50%.

Wat is nu het verwachte verlies («expected loss», oftewel EL) van de bank op de lening? Het antwoord is het product van de hierboven beschreven delen, oftewel:

$$EL = PD \cdot EAD \cdot LGD = 0.01 \cdot 50 \cdot 0.5 = 0.25$$

Het verwachte verlies in het komende jaar op deze lening is dus € 0.25. Om dit verlies te dekken, dient de bank dus niet 4%, maar 4.25% procent rente te vragen.⁴⁴⁵ En de bank dient ervoor te zorgen dat er genoeg geld in kas is om de verwachte verliezen te dekken.

Dit voorbeeld maakt duidelijk dat het in het belang van de bank is om het risico op deze lening goed te schatten, en te prijzen. Ook zonder solvabiliteitseisen van de toezichthouder is de bank immers gebaat bij een modus operandi waarbij zij in staat is om haar verwachte verliezen af te dekken en haar schuldeisers (depositohouders, obligatiehouders) en aandeelhouders te betalen.

Wat nu indien de bank onzorgvuldig handelt en/of de verwachte verliezen verkeerd schat? Om de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen, is er regelgeving die ervoor zorgt dat alle banken aan bepaalde minimum solvabiliteitseisen voldoen. Mochten de door de bank berekende (en in de vorm van kasreserves aangehouden) verwachte

⁴⁴⁵ Kamerstukken II 2003/04, 29 708, nr. 3, p. 41. Zie ook Kamerstukken II 1994/95, 23 700, nr. 5, p. 60.

verliezen hoger zijn dan die minimumeisen, dan zijn de laatste voor de bank niet bindend. Voor alle banken geldt dat het niet voldoen aan deze minimumeisen reden is voor de toezichthouder om in te grijpen: de bank wordt onder toezicht gesteld.

Uit het voorbeeld in de tabel blijkt dat de belangrijkste activa van banken leningen en investeringen zijn. Leningen betreffen vooral kredieten aan consumenten, bedrijven en overheden. Bij investeringen gaat het vooral om beleggingen, voor eigen rekening en namens klanten. Bij het risicomangement van de bank vallen verwachte verliezen op leningen onder het kredietrisico, en verwachte verliezen op investeringen onder het marktrisico.

Daarnaast dient een bank rekening te houden met het verschil in looptijd tussen haar activa (veelal lang uitgeleend) en haar passiva (deels korte schulden, zoals deposito's). De bank haalt haar rente-inkomsten uit het verschil in rente tussen activa en passiva. Daarbij gaat zij normaal gesproken uit van een positief verschil tussen de lange termijn rente en de kort termijn (de zogeheten positieve «yield curve»). Echter, juist in geval van een recessie, kan dit verschil omlaag gaan, en zelfs negatief worden. Dit risico wordt het renterisico van de bank genoemd.⁴⁴⁶

Tot slot kunnen er ook verliezen optreden die niet zozeer aan de balansposities gerelateerd zijn, maar het gevolg zijn van operationele fouten, zoals fraude of onachtzaamheid. Dit laatste risico wordt operationeel risico genoemd.

⁴⁴⁶ Renterisico ontstaat wanneer er een verschil is in tijdseenheden van het geleende en uitstaande geld, ook wel een «duration gap» genoemd. Wanneer er in het geval van een duration gap renteveranderingen plaats vinden kan dit grote gevolgen hebben voor de winst, zowel in positieve als negatieve zin.

Dutch Position

The following list shows the options and national discretions contained in directive 2006/48/EC and 2006/49/EC and their exercise in Dutch legislation.

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
Own Funds			
Article 57 (second last paragraph)	Inclusion of interim profits	Member States may permit the inclusion of interim profits before a formal decision has been taken on the accounts, subject to conditions.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 91(2g).
Article 58	Waiver on certain deductions	Shares in another credit institution, financial institution, insurance or reinsurance undertaking may not be deducted if held temporarily for the purposes of a financial assistance operation designed to reorganise and save the entity.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 94(5).
Article 59	Alternatives to deductions	As an alternative to deductions of participations and capital instruments held in other financial institutions, credit institutions may be allowed to apply, with the necessary changes, any of the methodologies set out in Annex 1 to the Conglomerates Directive.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 94(6)
Article 60	Deductions for stand-alone requirements purposes	For the purposes of the calculation of their stand alone requirements, institutions may be not required to deduct holdings and participations in institutions included in the scope of their consolidation.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 94(7)
Articles 61, 63.1, 64.3 and 65	List of own funds	The list of own funds elements in the Directive is a maximum, both in items and amounts. Member States may choose not to admit certain elements or to applied lower ceilings. They can add further deductions. Member states may choose to accept other elements of own funds different from those in article 57, subject to conditions. Finally they can decide on the possible inclusion of cumulative preferential shares and subordinated loan capital and on the inclusion of certain elements normally accounted for as assets, when they bear a credit («negative») sign.	Yes: Supervisory Regulation on the Recognition of Hybrids as Regulatory Capital Components + Decree on Prudential Rules for Financial undertakings art. 92(2c) and 92(3).
Article 13.2 Dir. 2006/49/EC	Alternative form of calculation for investment firms not providing certain services and applying Article 21	Investment firms that, in view of the services they provide, are allowed to calculate their own funds as a percentage of the turnover of the previous year (Article 21), may be also authorised to apply a definition of own funds other than that prescribed by directive 2006/48/EC.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 90(2) and art. 91 through 94.

⁴⁴⁷ Te vinden op <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/all/40-127248.html>

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
Article 13.5 Dir. 2006/49/EC	Flexibility in the composition of own funds for investment firms making use of the option in Article 13.2	If an institution is calculating its own funds in accordance with the alternative offered in Article 13.2 of directive 2006/49/EC, it can be allowed to substitute subordinated loans by other elements described in Article 57 of directive 2006/48/EC, mainly as Tier 2.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 94(1f).
Article 14 Dir. 2006/49/EC	Excess of subordinated capital	The Competent Authorities may allow investment firms to hold subordinated capital in excess of ordinary thresholds, up to certain limits.	No
Scope of application			
Article 69.1	Individual waiver for subsidiaries	Member States may grant individual institutions which are subsidiaries within a group, subject to the fulfilment of certain conditions, an exemption from individual requirements. The same applies where the parent company is a financial holding company. Yes: Financial Supervision Act (Wft) art. 3:278.	
Article 69.3	Individual waiver for parent credit institutions	Member States may grant individual institutions which are the parent company within a group, subject to the fulfilment of certain conditions, an exemption from individual requirements.	Yes: Financial Supervision Act (Wft) art. 3:278.
Article 70	Solo consolidation	Member States may allow, on a case-by-case basis, for the purpose of the calculation of the individual requirements of the parent institution, and subject to certain conditions, the incorporation of subsidiaries whose material exposures or liabilities are all to that parent institution.	Yes: Financial Supervision Act (Wft) art. 3:278a.
Article 72.3	Exemption from Pillar III	The Competent Authorities may decide to exempt, fully or partially, a credit institution from Pillar III requirements provided such institution is included within a group complying with comparable disclosures on a consolidated basis in a third country.	Yes: Financial Supervision Act (Wft) art. 3:280a.
Article 73.1	Exemption from consolidation	Member States may decide that, if certain conditions are met, some subsidiaries need not be included in consolidation.	Yes: Financial Supervision Act (Wft) art. 3:270.
Articles 22, 24 & 25 Dir. 2006/49/EC	Consolidated waiver for investment firms	A group of investment firms may be exempted from consolidated capital requirements, on a case-by-case basis, provided conditions are met.	Yes: Decree on Prudential Supervision of Financial Groups, art. 4a through 4c.
Counterparty risk in derivatives and other exposures			
Annex III, Part 3	Alternative template for the calculation of potential future value in certain cases	For institutions complying with certain requirements in their trading activities in commodities, gold and other products, Member States may allow percentages for the calculation of potential future value other than the general ones.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 5:6.4.

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex III, Part 6, Para. 7</i>	Higher value of coefficient Alpha (multiplier to calculate the exposure value of certain contracts)	Member States may set a value for coefficient Alpha higher than 1.4.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, paragraph 5.6.5, art. 5:26 through 5:27.
<i>Annex III, Part 6, Para. 12</i>	Internal determination of the value of coefficient Alpha (multiplier to calculate the exposure value of certain contracts)	Member States may allow institutions to calculate Alpha internally, subject to a floor of 1.2.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, paragraph 5.6.5, art. 5:26.
<i>Annex III, Part 7c (ii)</i>	Calculation (separate/aggregate) of «net-to-gross ratio»	At the discretion of Competent Authorities, credit institutions may use either separate calculation or aggregate calculation when calculating the «net-to-gross ratio». If Member States permit credit institutions a choice of methods, the method chosen is to be used consistently.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 5:63.
Standardised approach			
<i>Article 80.3 & Annex VI Part 1, Para. 24,</i>	Risk-weighting exposures to credit institutions	Member States may choose between two alternative methods for risk-weighting exposures to credit institutions: (a) on the basis of the risk-weight of the corresponding central government and (b) on the basis of the credit assessment of the institution itself.	Yes/Method (b) Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:18 and 2:19.
<i>Article 80.7</i>	Exemption of intra-group exposures from risk-weighted exposures	If certain conditions are met, the Competent Authorities may assign a 0% risk-weight on exposures not forming part of «own funds» of a credit institution to its parent undertaking, its subsidiary, a subsidiary of its parent undertaking or an undertaking linked by a relationship within the meaning of Article 12.1 of Directive 83/349/EEC.	No
<i>Article 80.8</i>	Treatment of exposures to a counter-party which is member of the same institutional protection scheme	If certain conditions are met, the Competent Authorities may assign a 0% risk weight on exposures not forming part of «own funds» to counterparties which are members of the same institutional protection scheme as the lending institution.	No
<i>Article 83.2</i>	Permission to use unsolicited ratings	In order to use unsolicited ratings, credit institutions must get permission from the Competent Authorities. To make this possible, that alternative should be incorporated to legislation (implicit discretion).	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 61a(2), and Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, explanatory notes to Chapter 2, paragraph on credit ratings.

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex VI, Part 1, Para. 5</i>	Recognition of a third country's treatment of central government and central bank exposures	When a third country with supervisory/regulatory arrangements at least equivalent to those in the Community, assigns for the exposures to its own central government and central bank denominated and funded in the domestic currency a lower risk weight than the one applicable in principle, a Member State may allow the risk-weight of such exposures in the same manner.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:5.
<i>Annex VI, Part 1, Para. 11</i>	Recognition of a third country's treatment of regional governments and local authorities	When a third country with supervisory/regulatory arrangements at least equivalent to those in the Community treats exposures to regional government and local authorities as exposures to its central government, a Member State may allow the risk-weight of such exposures in the same manner.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:9.
<i>Annex VI, Part 1, Para. 14</i>	Treatment of public sector entities as institutions	Exposures to public sector entities may be treated as exposures to credit institutions, without applying the preferential weights applicable to short term exposures to institutions.	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 15</i>	Treatment of exposures to public sector entities guaranteed by central governments	The Competent Authorities may, in exceptional cases, treat exposures to public sector entities as exposures to the central government in whose jurisdiction they are established where, in their opinion, there is no difference in the risk between such exposures because of the existence of an appropriate guarantee from the central government.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:11(2).
<i>Annex VI, Part 1, Para. 17</i>	Recognition of a third country's treatment of public sector entities	When a third country with supervisory/regulatory arrangements at least equivalent to those applied in the Community treats exposures to its public sector entities as exposures to institutions, a Member State may allow the risk-weight of exposures to such public sector entities in the same manner.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:13.
<i>Annex VI, Part 1, Para. 37</i>	Treatment of short term exposures to EU institutions in their national currency	A Competent Authority may allow short term exposures to Member States' institutions denominated and funded in the national currency a risk weight that is one category less favourable than the preferential risk weight applicable on exposures to EU central governments.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:21.
<i>Annex VI, Part 1, Para. 40</i>	Treatment of exposures in the form of minimum reserves held by an intermediary credit institution	Provided that certain conditions are met, a Member State may permit exposures in the form of minimum reserves required by the ECB or by the central bank of a Member State to be held by a credit institution, in accordance with the relevant ECB regulation on the application of minimum reserves, to be risk weighted as exposures to the central bank of the Member State concerned.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:23.

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex VI, Part 1, Para. 49</i>	Treatment of exposures secured by mortgages on residential property-conditional waiver of a criterion	Competent authorities may dispense with the condition contained in point 48(b) for exposures fully and completely secured by mortgages on residential property which is situated within their territory, if they have evidence that a well-developed and long-established residential real estate market is present in their territory with loss rates which are sufficiently low to justify such treatment	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 51</i>	Risk-weighting exposures secured by mortgages on commercial real estate	Subject to the discretion of the competent authorities, exposures or any part of an exposure fully and completely secured, to the satisfaction of the competent authorities, by mortgages on offices or other commercial premises situated within their territory may be assigned a risk weight of 50%	Yes. Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art 2:32. In principle only applied in case of commercial real estate located in Germany.
<i>Annex VI, Part 1, Para. 52</i>	Risk-weighting exposures secured by shares in Finnish housing companies	Subject to the discretion of the competent authorities, exposures fully and completely secured, to the satisfaction of the competent authorities, by shares in Finnish housing companies, operating in accordance with the Finnish Housing Company Act of 1991 or subsequent equivalent legislation, in respect of offices or other commercial premises may be assigned a risk weight of 50%	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 53</i>	Risk-weighting eligible property leasing transactions	Subject to the discretion of the competent authorities, exposures related to property leasing transactions concerning offices or other commercial premises situated in their territories under which the credit institution is the lessor and the tenant has an option to purchase may be assigned a risk weight of 50% provided that the exposure of the credit institution is fully and completely secured to the satisfaction of the competent authorities by its ownership of the property	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 58</i>	Treatment of exposures secured by mortgages on commercial real estate – conditional waiver of a criterion	Competent authorities may dispense with the condition contained in point 54(b) for exposures fully and completely secured by mortgages on commercial property which is situated within their territory, if they have evidence that a well-developed and long-established commercial real estate market is present in their territory with loss-rates which do not exceed the following limits (...)	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 63</i>	Risk-weighting past due exposures secured by non eligible collateral	A risk weight of 100% may be assigned on past due exposures which are fully secured by non eligible collateral when value adjustments reach 15% of the exposure gross of the value adjustments, if strict operational criteria exist to ensure the good quality of the collateral.	No

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex VI, Part 1, Para. 64</i>	Risk-weighting of past due exposures secured by mortgages on residential property	The applicable risk weight on past due exposures secured by mortgages on residential property net of value adjustments may be reduced to 50%, if value adjustments are no less than 20% of the exposure amount gross of the value adjustments.	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 66</i>	Risk-weighting items belonging to regulatory high risk categories	The Competent Authorities have the discretion to assign a risk weight of 150% on exposures associated with particularly high risks.	Yes
<i>Annex VI, Part 1, Para. 67</i>	Regulatory high risk categories – lower risk weight due to value adjustments	The risk weight on non past due exposures receiving a 150% risk weight may be reduced to (a) 100% if value adjustments exist which are no less than 20% of the gross exposure and (b) 50% if value adjustments are no less than 50% of the gross exposure.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:37.
<i>Annex VI, Part 1, Para. 68(e)</i>	Loans secured by commercial real estate as collateral for covered bonds	The Competent Authorities may recognise loans secured by commercial real estate as eligible collateral for covered bonds where the required loan to value ratio of 60% is exceeded up to a maximum level of 70%, if certain defined criteria and conditions are met.	No
<i>Annex VI, Part 1, Para. 85</i>	Risk-weighting institutions specialising in the inter-bank and public debt market	Member States may allow a risk weight of 10% for exposures to institutions specialising in the interbank and public debt markets in their home member states, if such institutions are subject to close supervision and the exposures are adequately secured.	No
<i>Annex VI, Part 3, Para. 17</i>	Exceptions to the non-use of domestic currency ratings for foreign-currency exposures	The Competent Authorities may allow the domestic currency rating of an obligor to be used for its foreign currency exposures provided such exposures arise from institutions' participation in a loan extended by a Multilateral Development Bank.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 2:62.
IRB			
Article 84.2	Requirements for IRB standards for parent and EU subsidiaries altogether	When IRB approach is used by an EU parent or financial holding company and its subsidiaries, Member States may allow the minimum requirements to qualify for IRB to be met by parent and subsidiaries considered together.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 69(2) and 69(3); Application Pack
<i>Annex VII, Part 1, Para. 6</i>	Lower rate for specialized lending	The Competent Authorities may authorise a credit institution to generally assign a 50% risk weight to SL-Category 1 and 70% to SL-Category 2 (regardless of maturity) if certain conditions are met.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 3:21 sub 2.
<i>Annex VII, Part 1, Para. 13 (last sentence)</i>	Special treatment for revolving retail exposures secured by a link to a wage account	The requirement that retail revolving exposures be unsecured (Annex VII, Part 1, Para. 13 b)) may be waived by the Competent Authorities in respect of collateralised credit facilities linked to a wage account.	No

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex VII, Part 1, Para. 18</i>	Treatment of ancillary banking services	Exposures to ancillary banking services undertakings (equity) can be treated as non-credit obligation assets.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 3:26 sub 4.
<i>Annex VII, Part 2, Para. 5, 7 & Annex VIII, Part 1, Para. 26</i>	Possibility to extend the list of unfunded protection providers for the purposes of recognition of unfunded credit protection in PD	For the purposes of the recognition of unfunded credit protection in PD by institutions, the Competent Authorities may extend the list of unfunded credit protection providers further than those included in Annex VIII, Part 1, Para. 26.	No
<i>Annex VII, Part 2, Para. 12 & 13</i>	Alternatives for the calculation of maturity	The Competent Authorities may require all institutions in their jurisdiction to use maturity (M) for each exposure in accordance with formulae instead of using values by default (0.5 years for repos and 2.5 for other exposures).	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 3:46 sub 1.
<i>Annex VII, Part 2, Para 15</i>	Maturity for EU-firms (< EUR 500 mio.)	The Competent Authorities may allow maturity of exposures to European corporates with consolidated assets of less than EUR 500 million to be set at values by default, even if they apply the formulae option.	No
<i>Annex VII, Part 2, Para. 15 (last sentence)</i>	Maturity for EU-firms investing primarily in real estate (< EUR 1,000 mio.)	The Competent Authorities may allow maturity of exposures to European corporates that invest primarily in real estate with consolidated assets of less than EUR 1,000 million to be set at values by default, even if they apply the formulae option.	No
<i>Annex VII, Part 2, Para. 20 & Annex VIII, Part 1, Para. 26</i>	Possibility to extend the list of unfunded protection providers for the purposes of calculation of dilution risk	For the purposes of the calculation of dilution risk, the Competent Authorities may extend the list of unfunded credit protection providers further than those included in Annex VIII, Part 1, Para. 26.	No
<i>Annex VII, Part 4, Para. 44, last sentence</i>	Definition of threshold for the exposure past due	In all cases, the exposure past due shall be above the threshold defined by the competent authorities and which reflects a reasonable level of risk	No; Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art 3:40, explanatory notes
<i>Annex VII, Part 4, Para. 48, 1st and 2nd sentence</i>	Definition of default for retail and PSE	For retail and PSE exposures, the competent authorities of each Member State shall set the exact number of days past due that all credit institutions in its jurisdiction shall abide by under the definition of defaults set out in § 44, for exposures to such counterparts situated within this Member State. The specific number shall fall within 90–180 days and may differ across product lines.	No: it is 90 days for all.
<i>Annex VII, Part 4, Para 56</i>	Flexibility in data collection	The Competent Authorities may apply less stringency as regards the data needed for estimation and collected before the implementation of the directive, provided the credit institution makes appropriate adjustments.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 3:76 sub 7.

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
Credit risk mitigation			
<i>Annex VIII, Part 1, Para. 15</i>	Recognition of shares in Finnish housing companies as eligible collateral	The Competent Authorities may authorise their credit institutions to recognise as eligible collateral shares in Finnish housing companies that are operating in accordance with the Finnish Housing Company Act of 1991 provided that certain conditions are met.	No
<i>Annex VIII, Part 1, Para. 16, 1st sentence</i>	Residential real estate property waiver	The competent authorities may waive the requirement for their credit institutions to comply with condition (b) in point 13 for exposures secured by residential real estate property situated within the territory of that Member State if the competent authority have evidence that (...).	No
<i>Annex VIII, Part 1, Para. 17</i>	Commercial real estate property waiver	The competent authorities of the Member States may waive the requirement for their credit institutions to comply with the condition in point 13(b) for commercial real estate property situated within the territory of that Member State, if the competent authorities have evidence that the relevant market is well-developed and long-established and that loss-rates stemming from lending secured by commercial real estate property satisfy the following conditions (...)	No
<i>Annex VIII, Part 1, Para. 20</i>	Amounts receivable as eligible collateral	The Competent Authorities may recognise as eligible collateral amounts receivable linked to a commercial transaction or transactions with an original maturity of less than or equal to one year. Eligible receivables do not include those associated with securitisations, sub-participations or credit derivatives or amounts owed by affiliated parties.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:60.
<i>Annex VIII, Part 1, Para. 21</i>	Other physical collateral	The Competent Authorities may recognise as eligible collateral physical items of a type other than real estate collateral, if satisfied as to the following: (a) liquid markets for disposal of the collateral do exist in an expeditious and economically efficient manner; and (b) well-established, publicly available market prices for the collateral do exist. The institution must be able to demonstrate that there is no evidence that the net prices it receives when collateral is realised deviates significantly from these market prices.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:64.
<i>Annex VIII, Part 1, Para. 28</i>	Eligible protection providers	The Competent Authorities may recognise as eligible collateral physical items of a type other than real estate collateral, if satisfied as to certain conditions.	No

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex VIII, Part 2, Para. 9a (ii)</i>	Minimum requirements for the recognition of receivables as collateral	Credit institutions must take all steps necessary to fulfil local requirements in respect of the enforceability of security interest. There shall be a framework which allows the lender to have a first priority claim over the collateral subject to national discretion to allow such claims to be subject to the claims of preferential creditors provided for in legislative or implementing provisions.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:61(c).
<i>Annex VIII, Part 3, Para. 12</i>	Permission of internal models approach for calculation of fully adjusted exposure value (E*)	The Competent Authorities may permit credit institutions meeting certain requirements to use an internal models approach taking into account correlations to calculate the adjusted exposure value for exposures resulting from the application of a master netting agreement.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:21.
<i>Annex VIII, Part 3, Para. 19</i>	Permission to use empirical correlations within and across risk categories	The Competent Authorities may allow credit institutions to use empirical correlations within risk categories and across risk categories if they are satisfied that the credit institution's system for measuring correlations is sound and implemented with integrity.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:16 sub 3.
<i>Annex VIII, Part 3, Para. 43</i>	Own estimates of volatility adjustments (categories of security)	When debt securities have a credit assessment from a recognised ECAI equivalent to investment grade or better, the Competent Authorities may allow credit institutions to calculate a volatility estimate for each category of security.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:44 subs 3 and 4.
<i>Annex VIII, Part 3, Para. 72</i>	Reduced LGDs for leasing transactions	Until 31 December 2012, the Competent Authorities may, subject to the indicated levels of collateralisation, allow credit institutions to assign lower levels of LGD for senior exposures in the form of Commercial Real Estate leasing and of equipment leasing. At the end of this period this provision shall be reviewed.	No
<i>Annex VIII, Part 3, Para. 73</i>	Alternative treatment for real estate collateral (50% risk-weight)	Subject to the requirements of this point and point 74 and as an alternative to the treatment in points 68 to 72, the competent authorities of a Member State may authorise credit institutions to assign a 50% risk weight to the Part of the exposure fully collateralised by residential real estate property or commercial real estate property situated within the territory of the Member State if they have evidence that the relevant markets are well-developed and long-established with loss-rates from lending collateralised by residential real estate property or commercial real estate property respectively that do not exceed the following limits (...)	No

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex VIII, Part 3, Para. 89</i>	Sovereign guarantees	The Competent Authorities may apply reduced risk weights to exposures or portions of exposures guaranteed by the central government or central bank, where the guarantee is denominated in the domestic currency of the borrower and the exposure is funded in that currency.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 4:94.
Securitisation			
Article 152(10)(b)	Discretion to disapply the securitisation framework	For banks that do not move to standardised approach in 2007, the treatment of securitisation may be disappplied by competent authorities	Yes: Decree on the Implementation of the Basel 2 Capital Accord, art. VIII sub 3.
<i>Annex IX, Part 4, Para. 30</i>	Treatment of certain retail exposures subject to early amortisation provision	The Competent Authorities may apply a treatment analog the lines of para. 26 to 28 in the case of securities subject to an early amortisation provision of certain retail exposures (uncommitted, unconditionally cancellable without prior notice, early amortisation is triggered by a quantitative value in respect of something other than the three months average excess spread) for determining the conversion figure.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 86 sub 3.
<i>Annex IX, Part 4, Para. 53 (last sentence)</i>	Application of the simplified Supervisory Formula Method	he Competent Authorities may permit credit institutions to apply for securitisations involving retail exposures the Supervisory Formula Method using simplifications for certain risk parameters.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 6:37 sub 4.
Operational risk			
Article 102.4 & <i>Annex X, Part 4, Para. 1 and 2</i>	Combination of approaches	The Competent Authorities may allow institutions to use a combination of approaches.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 79 sub 3.
Article 104.3	Alternative Standardised Approach	The Competent Authorities may under certain conditions authorise institutions to use a alternative indicator to calculate its capital requirements.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 62(d).
Article 105.4	Qualifying criteria for AMA within the same group	The Competent Authorities may allow the qualifying criteria set out to be met by the parent and its subsidiaries considered together.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 78 sub 4.
<i>Annex X, Part 2, Para. 3 and 5</i>	Alternative Standardised Approach	The Competent Authorities may authorise institution to calculate its capital requirement using an alternative standardised approach.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 62(d).
Article 20.2 Dir. 2006/49/EC	Minimum level of own funds	The Competent Authorities may allow investment firms with limited licence to provide own funds which are always more than or equal to the higher of the capital requirement for credit and market risk or 25% of the preceding years fixed overheads.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 62(a).

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
Article 20.3 Dir. 2006/49/EC	Minimum level of own funds	The Competent Authorities may allow investments firms which hold 730 000 EUR in initial capital, but which fall within certain categories, to provide own funds which are always more than or equal to the higher of the capital requirement for credit and market risk or 25% of the preceding years fixed overheads.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 62(a).
Qualifying holdings outside the financial sector			
Article 122.1	Special treatment for insurance undertakings	Member States may exempt insurance sector undertakings from the general limits established for qualifying holdings.	Yes: Financial Supervision Act (Wft) art. 3:96(1c), in connection with Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings, art. 140(1)
Article 122.2	Alternative – deduction	Member States may decide not to apply limits on qualifying holdings, provided excess is deducted from own funds.	No
Transitional Provisions			
Article 153, Para. 1 (first sentence)	Transitional treatment for certain property leasing transactions	The Competent Authorities may, until December 31, 2012, allow leasing exposures on offices or commercial premises in their territory and subject to certain conditions, to be rated 50%.	No
Article 153, Para. 2 (second sentence)	Transitional definition of the secured portion of a loan	The Competent Authorities may, until December 31, 2010, allow, for the purpose of defining the secured portion of a loan, recognise eligible collateral other than the one meeting the requirements.	No
Article 154.1	Transitional use of a different definition of past due	Until December 31, 2011, the Competent Authorities may set the number of days past due up to 180 days if local conditions make it appropriate (for the purposes of application of the standardised approach). The specific number may differ across product lines.	No
Article 154.2	Transitionally shorter test of use	Institutions applying for the use of IRB before 2010 may benefit from a test of use shorter than 3 years but above 1, until December 31, 2009.	Yes: Decree on the Implementation of the Basel 2 Capital Accord, art. IX sub 1, and Policy rule on relaxation of the IRB experience requirement
Article 154.3	Transitionally shorter requirement of use for LGD/conversion factors estimates	For those institutions applying for the use of their own LGD/conversion factors estimates, the three-year period of experience in use required by Article 84.4 may be reduced to two until December 31, 2008.	Yes: Decree on the Implementation of the Basel 2 Capital Accord, art. IX sub 2, and Policy rule on relaxation of the IRB experience requirement
Article 154.4	Transitional treatment for certain types of participations	The Competent Authorities may, until December 31, 2012, allow credit institutions to continue to apply Basel I treatment to certain types of participations.	Yes → Decree on the Implementation of the Basel 2 Capital Accord, art. IX sub 3.
Article 154.6	Transitional exemption for certain equity exposures	The Competent Authorities may, until December 31, 2017, exempt from IRB certain equity exposures held on December 31, 2007.	No (In line with their current practice DNB does not apply this option, although Decree on the Implementation of the Basel 2 Capital Accord, art IX sub 4 enables DNB to do so.)

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
Article 154.7, first two sentences	Transitional default definition for corporate exposures	Until 31 December 2011, for corporate exposures, the competent authorities of each Member State may set the number of days past due that all credit institutions in its jurisdiction shall abide by under the definition of «default» set out in Annex VII, Part 4, point 44 for exposures to such counterparts situated within this Member State. The specific number shall fall within 90 up to a figure of 180 days if local conditions make it appropriate	No
Article 155	Transitional calculations: standardised approach – operational risk (credit institutions)	Until December 31, 2012, the «trading and sales» business line may be applied a 15% factor, if it represents at least 50% of the total relevant indicators.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Operational Risk, art. 3:5.
Annex VII, Part 2, Para. 8 (second subparagraph)	Transitional LGD for covered bonds	Until December 31, 2010, covered bonds may be assigned an LGD of 11.5%	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 8:2.
Annex VII, Part 4, Para. 66, 71, 86 and 95	Transitional reduction of minimum length of observation periods	Member States may transitionally allow a reduction of the minimum length of the observation periods required for own estimations of PD, LGD and CCF, subject to an absolute minimum of 2 years.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Credit Risk, art. 3:79 sub 7; art. 3:80 sub 6; art. 3:81 subs 10 and 11; art. 3:82 subs 8 and 9.
Article 44 Dir. 2006/49/EC	Transitional calculations: standardised approach – operational risk (investment firms)	Until December 31, 2012, the «trading and sales» business line may be applied a 15% factor, if it represents at least 50% of the total relevant indicators.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Operational Risk, art. 3:5.
Article 45 Dir. 2006/49/EC	Alternative transitional operational risk requirement	Until December 31, 2011, the Competent Authorities may choose not to apply requirements for operational risk as set out in Article 75(d) of directive 2006/48/EC to low size investment firms. An alternative treatment applies instead.	Yes: Decree on the Implementation of the Basel 2 Capital Accord, art. XI sub 1.
Article 47 Dir. 2006/49/EC	Transitional applicability of recognized specific risk models	Until December 31, 2009, or any other date specified by the Competent Authorities on a case-by-case basis, it may be provided that for institutions that have received specific risk model recognition prior to January 1, 2007, previous requirements (as in the old directive) apply.	No
Trading book			
Article 18.2 and 3 Dir. 2006/49/EC	Application of the banking book rules to trading book, if not material	The Competent Authorities may allow institutions to apply banking book rules to their trading book exposures, provided the trading book activities does not exceed certain limits.	Yes: Decree on Prudential Rules for Financial Undertakings art. 62(2); and Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 1:3.
Article 19.2 Dir. 2006/49/EC	Specific risk requirement for covered bonds	Member States may set a reduced specific risk requirement for covered bonds, with reductions similar to those applied in the banking book under the standardised approach.	To be decided (probably Yes) will be arranged in «Veegwet»

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
Article 19.3 Dir. 2006/49/EC and Annex I, point 52	Third country CIU	A Competent Authority of one member state may make use of the approval of another one without conducting its own assessment	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:25 sub 2.
Article 26 Dir. 2006/49/EC	Offsetting trading positions	For the purposes of calculation of consolidated capital requirements, the Competent Authorities may authorise the offsetting of trading (trading book, commodities, etc.) positions even when they are booked in different institutions within the group, subject to certain conditions.	To be decided (probably Yes) will be arranged in «Veegwet»
Article 33.3 Dir. 2006/49/EC	Alternative requirements for valuation in absence of readily available market prices	The Competent Authorities, in the absence of readily available market prices, may choose not to apply daily mark to market and, instead, require institutions to apply alternative methods subject to their approval.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 2:10.
Annex I, Para. 4, 2nd subparagraph (first sentence) Dir. 2006/49/EC	Capital requirement for an exchange-traded future	Subject to certain conditions, the Competent Authorities may allow that the capital requirement for an exchange-traded future contract be equal to the margin required by the exchange.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:15 subs 2a and 3.
Annex I, Para. 4, 2nd subparagraph (second sentence) Dir. 2006/49/EC	Capital requirement for OTC derivative cleared by a clearing house	Subject to certain conditions, the Competent Authorities may allow that the capital requirement for an OTC derivative cleared by a clearing house to be equal to the margin required by the clearing house.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:15 subs 2b and 3.
Annex I, Para. 5, 2nd subparagraph Dir. 2006/49/EC	Prescription of specific methodologies for the calculation of delta	The Competent Authorities may prescribe that delta be calculated following methodologies specified by them.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:3 sub 2.
Annex I, Para. 5, 3rd subparagraph Dir. 2006/49/EC	Capital requirement for exchange-traded written options and OTC options cleared by a clearing house	Subject to certain conditions, the Competent Authorities may allow that the capital requirement for an exchange-traded written option, or an OTC option cleared by a clearing house to be equal to the margins required by the exchange or the clearing house, respectively.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:4.
Annex I, Para. 5, 3rd subparagraph Dir. 2006/49/EC	Capital requirement for exchange-traded bought options and OTC bought options cleared by a clearing house	Subject to certain conditions, the Competent Authorities may allow that the capital requirement for an exchange-traded bought option, or an OTC bought option cleared by a clearing house to be equal to the requirement for the underlying instrument.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:4.
Annex I, Para. 14 Dir. 2006/49/EC	Dir. Specific risk charge for a non-qualifying issuer	The Competent Authorities may require that instruments issued by non-qualifying issuers are applied a specific risk capital charge higher than 8% or 12% and/or disallow offsetting for the purposes of general market risk between such instruments and any other instrument.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:10 subs 2 and 3.
Annex I, Para. 26 Dir. 2006/49/EC	Use of duration instead of the standard system for calculation of the general risk of traded debt positions	The Competent Authorities may, either in general or on an individual basis, allow institutions to use a system for calculating the general risk for traded debt instruments which reflects duration instead of the system set out in the directive.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:12.

Dir. 2006/48 (unless indicated 2006/49)	Denomination	Description	Exercised in Dutch legislation?
<i>Annex I, Para. 35</i> , first sentence Dir. 2006/49/EC	Reduced specific risk requirement for certain equity portfolios	The Competent Authorities may allow certain equity portfolios to be assigned a specific risk requirement of 2% instead of 4%.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:20 sub 1.
<i>Annex I, Para. 35</i> , (last sentence) Dir. 2006/49/EC	Alternative maximum weight of an individual position in an institution's equity portfolio	The Competent Authorities may authorise that individual positions represent a maximum of 10% of the total equity portfolio (instead of 5% as in the Directive), provided that the sum of such positions do not exceed 50%.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:20 sub 1d.
<i>Annex III, Para. 2.1</i> , last sentence Dir. 2006/49/EC	Discretionary use of net present value for determining the open position in currencies or gold	The Competent Authorities have the discretion to allow institutions to use net present value when determining their open positions in currencies or gold.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:36 sub 2.
<i>Annex III, Para. 3.1</i> Dir. 2006/49/EC	Lower capital requirements for closely correlated currencies	The Competent Authorities may allow institutions to provide lower capital requirements for positions in closely correlated currencies, as defined in the Directive.	No
<i>Annex IV, Para. 7</i> Dir. 2006/49/EC	Definition of «positions in the same commodity»	The Competent Authorities may regard, in some cases, different but closely linked commodities as the same, for the purposes of calculating the position in a commodity.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:38 sub 3.
<i>Annex IV, Para. 8</i> Dir. 2006/49/EC	Capital requirement for exchange-traded commodities OTC commodity derivatives cleared by a clearing house	Subject to certain conditions, the Competent Authorities may allow that the capital requirement for an exchange-traded commodity, or an OTC commodity derivative cleared by a clearing house to be equal to the margins required by the exchange or the clearing house, respectively.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:41 sub 1.
<i>Annex IV, Para. 10</i> Dir. 2006/49/EC	Prescription of specific methodologies for the calculation of delta for derivatives on commodities	The Competent Authorities may prescribe that delta for commodity derivatives be calculated following methodologies specified by them.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:3 sub 2.
<i>Annex IV, Para. 10</i> , three last subparagraphs Dir. 2006/49/EC	Capital requirement for exchange-traded options and OTC options cleared by a clearing house	Subject to certain conditions, the Competent Authorities may allow that the capital requirement for an exchange-traded written option, or an OTC option cleared by a clearing house to be equal to the margins required by the exchange or the clearing house, respectively. Also OTC bought options may be assigned the same requirement as the underlying commodity.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:3 subs 2 and 3.
<i>Annex IV, Para. 14</i> Dir. 2006/49/EC	Offsetting positions in the same commodity	The Competent Authorities may allow positions in the same commodity – or in commodities regarded as the same – to be offset prior to assignment to the appropriate maturity band.	Yes: Supervisory Regulation on Solvency Requirements for Market Risk art. 3:40 sub 1a.

For an overview regarding the exercise of the options and national discretions contained in the directives 2006/48/EC and 2006/49/EC in the EU Member States see the *corresponding table* on the *CEBS homepage*.

Overzicht toezichtmaatregelen	2004	2005	2006	2007	2008
Last onder dwangsom	157	122	147	128	322
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	148	117	141	124	319
<i>bij illegale instellingen</i>	9	5	6	4	3
Bestuurlijke boete	3	0	24	16	23
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	0	8	9	8
<i>bij illegale instellingen</i>	3	0	16	7	15
Aanwijzing	7	11	23	14	19
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	6	7	23	11	16
<i>bij illegale instellingen</i>	1	4	0	3	3
Financieringsplan	4	1	3	1	8
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	4	1	3	1	8
<i>bij illegale instellingen</i>	–	–	–	–	–
Saneringsplan	2	2	2	2	3
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	2	2	2	2	3
<i>bij illegale instellingen</i>	–	–	–	–	–
Herstelplan	4	6	2	0	71
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	4	6	2	0	71
<i>bij illegale instellingen</i>	–	–	–	–	–
Stille curatele	1	3	5	1	1
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	3	5	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	1	0	0	1	1
Aanstelling bewindvoerder	1	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	1	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	–	–	–	–	–
Doorhaling uit het register	1	4	14	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	1	4	14	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	–	–	–	–	–
Aangifte bij het OM	12	10	2	2	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	2	1	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	12	8	1	2	0
Noodregeling	2	4	2	2	2
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	1	1	2	2
<i>bij illegale instellingen</i>	2	3	1	0	0
Publicatie	2	1	1	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	–	–	–	–	–
<i>bij illegale instellingen</i>	2	1	1	0	0
Faillissement op verzoek DNB	0	0	0	1	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	–	–	–	–	–
<i>bij illegale instellingen</i>	–	0	0	1	0
Totaal	196	164	225	167	449
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	166	143	200	149	427
<i>bij illegale instellingen</i>	30	21	25	18	22

⁴⁴⁸ Jaarverslagen De Nederlandsche Bank 2004–2008.

Overzicht toezichtmaatregelen

2008

	Banken	Verzeke- raars	Pensioen- fondsen	Geldtrans- actiekana- len	Trustkan- toren	Beleggings- instellin- gen	Beleggings- ondernem- ingen
Last onder dwangsom	2	17	293	1	9	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	17	293	1	8	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	2	0	0	0	1	-	-
Bestuurlijke boete	3	0	1	2	17	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	2	0	1	2	3	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	1	0	0	0	14	-	-
Aanwijzing	3	12	0	3	0	0	1
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	12	0	3	0	0	1
<i>bij illegale instellingen</i>	3	0	0	0	0	-	-
Financieringsplan	0	8	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	8	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
Saneringsplan	0	3	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	3	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
Herstelplan	0	1	70	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	1	70	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
Stille curatele	1	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	1	0	0	0	0	-	-
Aanstelling bewindvoerder	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
Doorhaling uit het register	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
Aangifte bij het OM	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	0	0	0	0	0	-	-
Noodregeling	2	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	2	0	0	0	0	0	0
<i>bij illegale instellingen</i>	0	0	0	0	0	-	-
Publicatie	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>bij illegale instellingen</i>	0	0	0	0	0	-	-
Faillissement op verzoek DNB	0	0	0	0	0	0	0
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>bij illegale instellingen</i>	0	0	0	0	0	-	-
Totaal	11	41	364	6	26	0	1
<i>bij onder toezicht staande instellingen</i>	4	41	364	6	11	0	1
<i>bij illegale instellingen</i>	7	0	0	0	15	0	0

⁴⁴⁹ Jaarverslag De Nederlandsche Bank 2008, p. 106.

TOEZICHTMAATREGELEN AFM 2004–2008⁴⁵⁰

Overzicht toezichtmaatregelen	2004	2005	2006	2007	2008
Aangiftes marktmisbruik	2	5	11	7	10
Aangiftes Wet melding zeggenschap	1	1			
Aangiftes Wet consumentenkrediet	11	10			
Aangiftes illegale financiële activiteiten	24	15	8	5	7
Overige aangiftes	4	7		1	5
Totaal aantal aangiftes bij OM	42	38	19	13	22
Boetes marktmisbruik	1	1	1	2	4
Boetes Wet melding zeggenschap	1	1	1		2
Boetes prospectusplicht		4			
Boetes openbare biedingen				2	2
Boetes reclameregels			1		
Boetes voor niet voldoen aan administratieve verplichtingen	2	5	1		
Boetes illegale financiële activiteiten				1	7
Boetes overig	10	8	6	1	5
Totaal aantal boetes	14	19	10	6	20
Aantal gepubliceerde boetes	3	7	0	2	14
Lasten onder dwangsom	12	14	12	77	123
Aanwijzingen	9	25	22	10	24
Aanwijzingen in de vorm van handelsmaatregelen		7	9	5	6
Publieke waarschuwingen	8	7	22	10	12
Stille curator	1	1	1	3	3
Intrekking vergunning	1	3	1	2	51
Civielrechtelijke maatregelen (Wtfv)				26	29
Totaal aantal overige formele toezichtmaatregelen	31	57	67	133	248
Aantal gepubliceerde lasten onder dwangsom	2	2	5	31	61
Totaal aantal formele toezichtmaatregelen	87	114	96	152	290
Aantal normoverdragende gesprekken/brieven		514	502	269	560

⁴⁵⁰ Jaarverslag Autoriteit Financiële Markten 2008, p. 40.

Literatuurlijst Deel II

- Acemoglu D., J.A. Robinson (2006), *Economic Origins of Dictatorship and Democracy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Akerlof G.A. (1970), «The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism», *Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488–500.
- Alford D. (2006), «The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on the Road to Pan-European Bank Regulation?», *Annual Review of Banking & Finance Law* 25: 389–435.
- Barro R.J. (1977), «Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States», *The American Economic Review* 67 (2).
- Bartel J.C.K.W., R.A.I. van Frederikslust, H. Schenk, red. (2002), *Fusies & acquisities: fundamentele aspecten van fusies en acquisities*, Dordrecht: Elsevier.
- Bikker J., R. Mosch (2008), «Banken tussen vrijheid en regelgeving», *ESB* 19 september: 36–44.
- Boots M.P., D. Schoenmaker (2007), «Het doel van de Wft: een economische benadering», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 9–22.
- Boshuizen G.R., B.H. Jager (2008), *Verzekerd van toezicht*, Deventer: Kluwer.
- Bouwman M.J.J., M.J. van Westerlaak (2008), *Het hoe en wat van de Wft: een praktische handleiding*, Deventer: Kluwer.
- Busch D., D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank, red. (2007), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer.
- Caballero R. J., A. Simsek (2009) «Complexity and financial panics». National Bureau of Economic Research, working paper 14 997.
- Cervellati E.M., E. Fioriti (2006), «Financial Supervision in EU Countries», *SSRN Paper* (<http://ssrn.com/abstract=873064>).
- Claassen M.H.P. (2007), «Systeemtoezicht afwikkelondernemingen: het sluitstuk van de Wft», *Tijdschrift voor Financieel Recht* 3: 73–77.
- Cohan W.D. (2009), *House of Cards*, Doubleday
- CPB, Centraal Planbureau (2009), *Centraal Economisch Plan (CEP) 2009*, Den Haag: CPB.
- Damen L.J.A, P. Nicolai, J.L. Boxum, K.J. de Graaf, J.H. Jans, A.P. Klap, A.T. Marseille, A.R. Neerhof, B.K. Olivier, B.J. Schueler, F.R. Vermeer, R.L. Vucsan (2005), *Bestuursrecht, Deel 1*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Dankers F.A. (2008), «Convergentie van het financiële toezicht: de stand van zaken», *Tijdschrift voor financieel recht* 10: 364–372.
- De Jongh J.M. (2009), «Het loyaliteitsstemrecht», *Ondernemingsrecht*: 442–455
- De Moor-Van Vugt A.J.C., C.E. Du Perron (2009), *De bevoegdheden van De Nederlandsche Bank inzake Icesave*, Onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën, 's-Gravenhage.
- De Serrière V.P.G. (2009), «Het beloningsbeleid bij financiële instellingen», *Ondernemingsrecht* 9: 100.
- Den Butter F.A.G. (2009), «Commissie Maas gaat het gat in de dijk niet dichten», *Me Judice* 2 (16 april).
- Den Butter F.A.G. (2009), «Falen van de financiële markten», *Bank- & Effectenbedrijf* 59 (januari/februari):14–19
- Diamond D.W., P.H. Dybvig (1983) «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity», *Journal of Political Economy* 91 (3): 401–419

- Dinant J. (2009), «De rol van de jaarrekening in het financiële toezicht», *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 3: 51–57.
- Doets C.A., A.J.P. Tillema (2008), «Toezicht en handhaving», in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann, M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek marktmisbruik*, Deventer: Kluwer: 363–422.
- Doorenbos D.R. (2007), «Strafrechtelijke handhaving van de Wft», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme, W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 545–566.
- Doorenbos D.R. (2007), *Naming & Shaming*, Deventer: Kluwer.
- Duijkersloot A.P.W. (2007), *Toezicht op gereguleerde markten*, Nijmegen: Ars Aequi Libri.
- Essens O.F. (2009), *The enforcement of environmental law in The Netherlands, England, Wales and Germany*, (diss.) verwacht.
- Fama E.F. (1970), «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *The Journal of Finance* 25(2), p. 383–417.
- Fischhoff B. (1975), «Hindsight ≠ foresight: the effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty», *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 1, p. 288–299.
- Franx J.P. (2007), «Inhoudelijke prospectusvereisten», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer, p. 349–366.
- Frielink K., E.P.M. Joosen, G.T.M.J. Raaijmakers, R.P. Raas en H.M. Vletter-van Dort (2007), *Commentaar Financieel Recht. Deel I – Wet op het financieel toezicht en Wet giraal effectenverkeer*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Frijns J.M.G. (2007), «Compliance», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer, p. 473–492.
- Garcia G., (1999), «Deposit Insurance: A Survey of Actual and Best Practices», IMF Working Paper No. 99/54.
- Garcia G., H. Prast, (2003), «Depositor and Investor Protection in the EU and the Netherlands: A Brief History.»
- Grundmann-van de Krol C.M. (2008), *Koersen door de Wet op het financieel toezicht : regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Hodgson G.M. (ed.) (2007), *The Evolution of Economic Institutions. A Critical Reader*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Hoogduin L.H., V.N.G. van Leeuwen en E.J. Weller (2008), «Minder en Europees is beter: naar een ander toezicht», *Tijdschrift voor Compliance* 6, p. 245–253.
- Hull J.C. (2007), *Risk Management and Financial Institutions*, New Jersey: Pearson International.
- Jans J.H., R. de Lange, S. Prechal en R.J.G.M. Widdershoven (2002), *Inleiding tot het Europees bestuursrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri.
- Jans J.H., R. de Lange, S. Prechal en R.J.G.M. Widdershoven (2007), *Europeanisation of public law*, Groningen: European Law Publishing.
- Jurgens M., R. Stijnen, red. (2008), *Compliance in het financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer.
- Kee I.F.A., V.N.G. van Leeuwen en Z. Tali (2004), «Prudentieel toezicht, best belangrijk!», *Tijdschrift voor Effectenrecht* 5, p. 76–81.
- Kellerman A.J. (2009), Veranderend toezicht naar aanleiding van de kredietcrisis? Speech seminar Loyens & Loeff, 16 januari. Geraad-

- pleegd 13 juli 2009, via http://www.nmanet.nl/Images/GROTIUS%20speech%2021%20sept%20005%20Integere%20naleving_tcm16-79353.pdf.
- Kortmann S.C.J.J., B.F.L.M. Schim (2007), «De (on)aanastbaarheid van met de Wft strijdige rechtshandelingen», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer, p. 583–597.
- Krugman P. (2009), «How Did Economists Get It So Wrong?», *The New York Times*, 6 september.
- Kunt A.D., E. Detragiache, (2000), «Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation» Juni 2000.
- Lavrijssen S.A.C.M. (2006), *Onafhankelijke mededingingstoezichthouders, regulerende bevoegdheden en de waarborgen voor good governance*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Lavrijssen-Heijmans S., L. Hancher (2007), «Europese regulators in de netwerksectoren: revolutie of evolutie?» *SEW Tijdschrift voor Europees en economisch recht* 11, p. 447–463.
- Lückerath-Rovers M. (2007), «Financiële markten en toezicht», in: A. de Bos, W.J. Slagter (red.), *Financieel recht vanuit economisch en juridisch perspectief*, Deventer: Kluwer, p. 85–117.
- Michiels F.C.M.A. (2007), «Naming and shaming in het markttoezicht», *NTB* 3: 85–95.
- Modigliani F., M.H. Miller (1958), «The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment», *American Economic Review* 48: 261–297.
- Müller J. (2003), «Two approaches to assess contagion in the interbank market». Swiss National Bank (December 2003).
- Oppelaar H.V. (2007), «Van sectoraal naar prudentieel/gedragstoezicht», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 35–63.
- Ottow A.T. (2006), *Telecommunicatietoezicht. De invloed van het Europese en Nederlandse bestuursprocesrecht*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Ottow A.T. (2009), *De markt meester? De zoektocht naar nieuwe vormen van toezicht*, inaugurele rede 18 september 2008, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
- Rochet J.C., J. Tirole, (1996), «Interbank lending and systematic risk» *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol. 28, No 4. Part 2: Payment Systems Research and Public Policy Risk, Efficiency, and Innovation
- Rogier L.J.J. (2006), «Het bestuursrechtelijke handavingsinstrumentarium in de Wet financieel toezicht (Wft), in het bijzonder de aanwijzing en de last onder dwangsom», *Tijdschrift voor Financieel Recht*: 48.
- Roth G.P. (2008a), «De stille curator in de Wet op het financieel toezicht. Een kritische verkenning van een buitenissige rechtsfiguur», *Tijdschrift voor Financieel Recht*: 289–298.
- Roth G.P. (2008b), «Compliance, een illusie? Over de kenbaarheid van de norm», in: M. Jurgens, R. Stijnen, *Compliance in het financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer.
- Roth G.P. (2009), «De toezichtsbevoegdheden van de AFM en DNB», *Ondernemingsrecht*: 115.
- Scheltema A.H., M. Scheltema (2009): *Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht. Noodzakelijke veranderingen na de crisis*. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht. Deventer: Kluwer.
- Schenk H. (1995), *De Nederlandse Economie voorbij de Eeuwwisseling. Een verkenning naar de plaats en toekomst van geselecteerde*

- sectoren*, Onderzoek in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken, 's-Gravenhage.
- Schenk H. (2008), «Firms, managers and restructuring: implications of a social economics view», in: J.B. Davis, W. Dolfsma (eds.), *The Elgar Companion to Social Economics*, Cheltenham: Edward Elgar: 348–369.
- Schreuder E.R. (2007), «Aanbieding van effecten: secundaire markt», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer, p. 303–332.
- Sinn H.-W. (2008), «From Bricks to Cheese: The Competition of Laxity», *Wirtschaftswoche* 46 62.
- Sinn H.-W. (2003), *The New Systems Competition*, Malden: Blackwell Publishing.
- Somsen M.J.C. (2007) «Samenwerking tussen toezichthouders onder de Wft – Hoofdstuk 1.3», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 175–198.
- Sorge A.M., A. van Witteloostuijn (2004), The (Non)Sense of Organizational Change: an *essai* about universal management hypes, sick consultancy metaphors and healthy organization theories, *Organization Studies* 25: 1205–1231.
- Stigler G.J. (1971), The Theory of Regulation, *Bell Journal of Economics* 2: 3–21.
- Stiglitz J.E., J. Jaramillo-Vallejo en Y. Chal Park (1993), «The role of the state in financial markets», *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement:19–61.
- Stijnen R. (2007), «De betrouwbaarheidstoetsing van bestuurders van financiële instellingen door de AFM en DNB», *Tijdschrift voor Financieel Recht*: 13–26.
- Sunstein C.R. (ed.) 2000 *Behavioral Law and Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Sunstein C.R., R. Hastie, J.W. Payne, D.A. Schkade, W.K. Viscusi (eds.) 2002, *Punitive Damages: How Juries Decide*. Chicago: The University of Chicago Press.
- t Hart F.M.A (2008), «De compliancefunctie», in: M. Jurgens en R. Stijnen (red.), *Compliance in het financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer, p. 61–84.
- Thaler R.H., Sunstein C.R. (2008), *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, New Haven: Yale University Press.
- Tillema A.J.P., C.A. Doets (2007), «Bestuursrechtelijke handhaving», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer, p. 473–492.
- Timmerman L. (2005), «De AFM in de Nederlandse rechtsstaat», *Ondernemingsrecht* 6: 204–206.
- Tison M. (1999), *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen: Intersentia.
- Tversky A., D. Kahneman (1974), «Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases», *Science* 185 4157: 1124–1131.
- Van 't Westeinde M.G. (2007), «Solvabiliteitsvereisten onder de Wft en de implementatie van het Bazel 2 akkoord», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 201–233.
- Van Buuren P.J.J., G.T.J.M. Jurgens en F.C.M.A. Michiels (2007), *Bestuursdwang en dwangsom*, Deventer: Kluwer.
- Van de Vijver N.R. (2007), «Aanbieding van effecten: primaire markt», in: D. Busch, D.R. Doorenbos, N. Lemmers, R.H. Maatman, M.P. Nieuwe

- Weme en W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer: 285–301.
- Van der Mandele H, A. van Witteloostuijn (2007), Overname ABN door Barclays gaat uitlopen op een drama, *Trouw*, 23 mei: 9.
- Van der Mandele H., A. van Witteloostuijn (2008), Knip stuurloos Fortis op in drieën, *Het Financieele Dagblad*, 14 augustus: 7; in licht gewijzigde vorm verschenen als «Telefoontje spelen bij Fortis» in *De Morgen*, 20 augustus: 15.
- Van der Vossen J.W.J.M. (1991), *De Tweede Coördinatierichtlijn Bankrecht*, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf
- Van Driel L. (2007), «Gedragstoezicht op de financiële markten», *Bank en Effectenbedrijf* mei: 14–17.
- Van Ewijk C., C. Teulings, (2009) *De Grote Recessie: Het CPB over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans.
- Van Lelyveld I., Liedorp F. (2006), «Interbank Contagion in the Dutch Banking Sector: A Sensitivity Analysis», *International Journal of Central Banking*: 2(2)
- Van Meerten H. e.o. (2010), «The Solvency Directive: a long and winding road», *Banking Review* (forthcoming).
- Van Witteloostuijn A. (2008), Bretton Woods II: een nieuwe economische ordening, *Vrij Nederland*, 1 november: 36–39.
- Van Witteloostuijn A. (2009), Bos, Balkenende: herlees Keynes! – De terugkeer van het keynesianisme, *Vrij Nederland*, 30 mei: 62–64.
- Verheij N., L.F.M. Verhey (2005), «De macht van de marktmeesters. Markttoezicht in constitutioneel perspectief», in: A.A. van Rossum, N. Verheij & L.F.M. Verhey, *Toezicht*, (Handelingen Nederlandse Juristen-Vereeniging, 2005–1), Deventer: Kluwer.
- Weinstein N.D. (1980), «Unrealistic Optimism About Future Life Events», *Journal of Personality & Social Psychology* 39 (5): 806–820.
- Williamson O.E. (1967), Hierarchical Control and Optimum Firm Size, *Journal of Political Economy* 75: 123–138.