

Keuzes in gedragstoezicht op de financiële markten

Toezicht op de financiële markten heeft economische en maatschappelijke consequenties. De wijze waarop het toezicht wordt ingericht is van groot belang. In deze bijdrage zetten we keuzes uiteen die bepalen hoe gedragstoezicht ingericht wordt.

Eerlijke en efficiënte markten zijn in ieders belang. Soms faalt de markt echter om zelf de beste uitkomst te bereiken. Toezicht is in het leven geroepen om maatschappelijke schade als gevolg van marktfalen te voorkomen, door marktpartijen bepaalde verplichtingen op te leggen. Verschillende vormen van marktfalen vragen om verschillende toezichtsvormen. Op de financiële markten zijn dit mededingings-, prudentieel, systeem- en gedragstoezicht. Mededingingstoezicht waarborgt concurrentie en eerlijke prijsvorming. Prudentieel toezicht toetst de financiële stabiliteit van individuele instellingen en systeemtoezicht de stabiliteit van het financiële systeem als geheel. Gedragstoezicht ten slotte is erop gericht markten efficiënt te laten functioneren, consumenten tot op zekere hoogte te beschermen, en zorgvuldig en integer handelen van marktpartijen te bewerkstelligen. Dit alles ter versterking van het voor financiële markten cruciale vertrouwen. De maatschappij heeft gedragstoezichthouders uitgerust met bepaalde macht, zoals beboeten en bestraffen, beïnvloeden en beperken van de bedrijfsvoering, het verstrekken en intrekken van vergunningen en het stellen van eisen aan het uitvoeren van bepaalde diensten. De wijze waarop deze macht wordt gebruikt heeft invloed op de ordening en het functioneren van markten, het vertrouwen in markten en uiteindelijk op de welvaart. Daarom is het belangrijk dat de kwaliteit van het toezicht goed is.

Welk toezichtsmodel optimaal is, is afhankelijk van een aantal factoren, zoals kosten en baten, normen en waarden, en historisch gegroeide instituties. De invulling van gedragstoezicht verschilt dan ook sterk tussen landen. De financiële markten in het vroegere Babylonië en Assyrië kenden reeds banken en in Amsterdam en Antwerpen werden rond 1600 al opties verhandeld. Deze markten zijn ontstaan om transactiekosten te verlagen door geld (goud) te gebruiken in plaats van ruilhandel, en risico's te spreiden. Zulke historisch gegroeide markten hebben nog steeds invloed op de omvang en de inrichting van de financiële markten en op de manier waarop toezicht wordt gehouden.

Als we door de oogbaren naar de hedendaagse financiële wereld kijken, valt ten eerste het onderscheid tussen sectoraal en functioneel georiënteerd toezicht op. In de meeste landen is het toezicht sectoraal georganiseerd. Voor banken, verzekeraars, pensioenfondsen en het effectenverkeer zijn aparte toezichthouders. Deze hebben veelal zowel prudentiële als systeem- en gedragstoezichtsfuncties. De laatste jaren is een kanteling waarneembaar. Zowel bedrijven als producten overschrijden steeds meer de sectorgrenzen. Dit maakt de verdeling van verantwoordelijkheden tussen sectorale toezichthouders ook steeds onduidelijker. Mede hierom werd in 2000 in Groot-Brittannië de *Financial Services Authority* (FSA) gevormd. Deze vervult transsectoraal zowel de gedrags- als de prudentiële toezichtsfunctie. De FSA legt een sterk accent op bescherming en educatie van consumenten, en poogt waar mogelijk accenten te verleggen van gedetailleerde regels naar meer open principes. Ook het Nederlandse toezicht is gekanteld van een sectoraal naar een functioneel model.

**TEUNIS BROSENS
EN BAS TER WEEL**
Senior econoom bij de afdeling Strategie, Beleid en Internationale zaken van de AFM, en hoofd Internationale Economie bij het CPB

Tot 2003 waren er sectorale toezichthouders: De Nederlandsche Bank (DNB), de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) en de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). Tegenwoordig wordt het prudentieel toezicht uitgevoerd door DNB (gefuseerd met de PVK) en heeft de uit de STE voortgekomen Autoriteit Financiële Markten (AFM) de gedragstoezichtsfunctie.

De Verenigde Staten staan nu aan de vooravond van een hervorming. De huidige opzet van het toezicht dateert nog uit de jaren dertig en is sectoraal georganiseerd. Een complicatie in de Verenigde Staten is dat de verantwoordelijkheid voor regelgeving en toezicht in sommige sectoren gedeeld wordt tussen de staten en de federale overheid. Verzekeraarstoezicht bijvoorbeeld is volledig op staatsniveau georganiseerd. Banken vallen soms onder zowel staats- als federaal toezicht. Het effectenverkeer valt onder federaal toezicht van de *Securities and Exchange Commission* (SEC) en de *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC).

Enkele jaren geleden ontstond bezorgdheid in de Verenigde Staten over de concurrentiekracht van de Amerikaanse financiële markten en de toezichtlasten van met name de Sarbanes-Oxley-wet (SOX). Naar aanleiding hiervan is de Amerikaanse *Treasury* gaan nadenken over hervorming van het toezichtsmodel. Het uitbreken van de kredietcrisis maakt de noodzaak van hervormingen alleen maar urgenter. De in maart gepubliceerde blauwdruk van de *Treasury* (Paulson *et al.*, 2008) bevat onder andere het voorstel om federale bevoegdheden te versterken en het toezicht te herorganiseren naar functionele lijnen. Ook de voorzitter van het stelsel van Amerikaanse centrale banken, Ben Bernanke, heeft hiervoor recentelijk herhaaldelijk gepleit. Dit betekent aparte federale autoriteiten voor marktstabiliteit, prudentieel toezicht en gedragstoezicht. De overkreditering op de Amerikaanse hypotheekmarkt, de onrust over beleggingsverzekeringen in zowel Groot-Brittannië als Nederland en de toenemende complexiteit van financiële producten in het algemeen, doen de aandacht voor gedragstoezicht steeds verder toenemen. Gedragstoezicht is in steeds meer landen geen secundaire toezichtstaak meer, maar een belangrijk toezichtsdoel op zich. Het ontstaan van transsectorale toezichthouders met gedrag als belangrijke of enige taak is hier een uitvloeisel van. Dit roept de vraag op hoe gedragstoezicht ingevuld kan worden.

De keuzes in gedragstoezicht

De invulling van gedragstoezicht hangt af van keuzes op een aantal dimensies. Belangrijke keuzes zijn de mate waarin zwakke partijen beschermd moeten worden, de keuze tussen principes en regels, de mate waarin toezicht aan de markt zelf wordt overgelaten en de mix van preventie en repressie.

Laissez faire of consumentenbescherming

In een laissez-fairebenadering gaat het om het scheppen van de juiste omstandigheden voor marktpartijen om hun eigen afweging te maken. Dit begint met betrouwbare instituties, zoals een respectabel en consistent rechtssysteem, afwezigheid van manipulatie, corruptie en markt-

misbruik, en vrije toegang tot de markt voor allen met de juiste kwalificaties. Een volgende voorwaarde is transparantie: het tijdig en voor alle marktpartijen beschikbaar zijn van duidelijke informatie. Transparantie staat niet gelijk aan zo veel mogelijk informatie. Het gaat niet alleen om de kwantiteit van de informatie, maar ook om de kwaliteit ervan, ofwel de bruikbaarheid, toegankelijkheid en juistheid. Deze afweging tussen kwantiteit en kwaliteit is in de huidige kredietcrisis weer uiterst actueel. De laissez-fairebenadering geeft marktpartijen optimale vrijheid om kennis te vergaren over de markt, en op basis daarvan de beste keuze te maken. Dit veronderstelt wel dat partijen daartoe in staat zijn. Zij moeten dus de mogelijkheid hebben om zich in de markt te verdiepen, en in staat zijn de vergaarde informatie te beoordelen. Van professionele partijen als banken, verzekeraars en grote investeerders mag dit inderdaad verwacht worden. Als zij inschattingsfouten maken, moeten ze zelf op de blaren zitten. De andere kant op werkt het immers ook zo: deze partijen plukken zelf de vruchten van hun juiste beslissingen. Ondernemerschap brengt zowel rendement als risico.

Consumenten zijn minder goed in staat informatie te vergaren en te evalueren. Het ligt daarom voor de hand om hen tot op zekere hoogte tegen verkeerde keuzes te beschermen. Een eerste stap van het laissez-fairemodel naar een beschermingsmodel is voorlichting aan consumenten. Veel landen hebben campagnes om consumenten bewust te maken van de belangrijkste afwegingen die zij moeten maken bij de aankoop van financiële producten. Groot-Brittannië gaat het verst. Men is voornemens een gratis financiële adviesdienst in te stellen (HM Treasury, 2008). Een volgende stap in de richting van het beschermingsmodel is om verkopers te verplichten belangrijke productkenmerken duidelijk te communiceren. Bekend zijn de risico-indicator die aangeeft hoe groot de kans is geld te verliezen bij reclames voor beleggingsproducten en de disclaimer dat resultaten uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst. Ook kredietreclames moeten bepaalde informatie bevatten. De Financiële Bijsluiter en het



prospectus zijn voorbeelden van gestandaardiseerde informatiedocumenten. Deze zijn bedoeld om het potentiële kopers gemakkelijker te maken de belangrijkste informatie te vergaren en te vergelijken.

Weer een stap verder is het eisen stellen aan de geschiktheid van een product voor de klant. Zo kan de verkoper verplicht worden informatie in te winnen over de wensen en mogelijkheden van zijn klanten. Hiermee ligt de verantwoordelijkheid voor de geschiktheid van een aankoop niet langer alleen bij de koper, maar gedeeltelijk ook bij de verkoper. Wanneer de verkoper achteraf niet kan aantonen dat het product overeenstemde met de wensen en mogelijkheden van de koper, heeft hij iets uit te leggen. Een ander voorbeeld dat de consument bescherming biedt tegen wanverkoop is de Gedragscode Hypothecaire Financieringen. Deze code stelt onder andere eisen aan de maximale woonlasten als percentage van het inkomen. Hypotheekaanbieders moeten aan deze criteria voldoen, of afwijken ervan motiveren.

Het beschermingsmodel kan zoek- en transactiekosten voor de beschermde partij verminderen; het wordt voor hem gemakkelijker om informatie te verzamelen en te interpreteren. De keerzijde hiervan is dat de verkopende partij extra inspanningen moet verrichten. Te veel bescherming van kopers kan ook *moral hazard* in de hand werken. Wanneer kopers ervan overtuigd zijn dat de verkopers en de overheid hen voor alle gevaren behoedt, stellen zij zichzelf minder kritisch op. Er ontstaat een vals gevoel van veiligheid, waardoor kopers minder moeite doen om producten te doorgronden en bereid zijn grotere risico's te nemen. Wanneer het gevoel van veiligheid onjuist blijkt, bijvoorbeeld doordat producten later niet geschikt blijken, wijzen consumenten naar verkoper of overheid. Die hadden hen moeten beschermen. Zo kan een negatieve spiraal ontstaan van steeds minder kritische consumenten en roep om meer bescherming. Om dit te voorkomen en de meest efficiënte marktordening te bereiken, moet dus goed worden nagedacht over het optimale beschermingsniveau van zwakke partijen en de invulling ervan.

Regels of principes

De doelen die gedragstoezicht nastreeft, reflecteren de onderliggende waarden in een maatschappij. De toezichtsdoelen zijn nader uitgewerkt in normen. Voorbeelden daarvan zijn passende advisering over financiële producten, duidelijke informatievoorziening en een adequate beheersing van risico's door instellingen. In sommige gevallen wordt direct toezicht gehouden op basis van deze normen. We spreken dan van 'open normen' of *principle-based* toezicht. De normen zijn open in die zin dat ze aangeven waaraan marktpartijen moeten voldoen, maar open laten hoe dat precies moet. Er zijn meerdere invullingen mogelijk, en het is aan marktpartijen om de voor hen adequate vorm van naleving te vinden.

Het alternatief is om de normen uit te werken in regels, die concreet aangeven wat een acceptabele interpretatie van de norm is. De norm 'duidelijke informatievoorziening' kan bijvoorbeeld worden uitgewerkt in regels over de inhoud van de informatie, de vorm waarin die gegoten wordt, en hoe actief verkopers de informatie moet aanbieden aan kopers.

Gedragstoezicht kan gehouden worden op basis van niet nader uitgewerkte normen (ofwel principes), of op basis van regels. De keuze tussen deze twee is afhankelijk van een aantal afwegingen. Principes bieden marktpartijen maximale vrijheid. Ze kunnen de interpretatie van de norm optimaal afstemmen op hun specifieke situatie. Met deze vrijheid komt dus ook de verantwoordelijkheid voor marktpartijen om normen adequaat in te vullen. Keerzijde hiervan is onzekerheid voor marktpartijen of de toezichthouder hun invulling van de norm accepteert. Dit levert een prikkel zelf goed na te denken over het achterliggende doel van de norm. Tegelijkertijd kan de toezichthouder de onzekerheid verminderen door consistent en duidelijk te zijn in wat zij voorbeelden van acceptabele interpretaties van de norm acht.

Toezicht op basis van uitgewerkte regels daarentegen levert weinig onzekerheid op voor marktpartijen. Daar staat tegenover dat het de vrijheid beperkt en innovatie kan smoren. Gedetailleerde regels zorgen er bovendien voor dat het eigen verantwoordelijkheidsgevoel van marktpartijen niet wordt aangesproken. Zij verliezen het achterliggende doel van normen uit het oog. Hierdoor kan gemakkelijk een dynamiek ontstaan waarin het gedrag van marktpartijen convergeert naar het minimaal acceptabele, zoals vastgelegd in de regels. Bij principle-based toezicht zal er vanwege een grotere vrijheid en eigen verantwoordelijkheid meer variatie zijn in de markt, tussen scherp aan de wind zeilende partijen enerzijds en *best practices* anderzijds.

Een ander nadeel van regels is dat ze ook voor toezichthouders de flexibiliteit verminderen om op nieuwe ontwikkelingen in te spelen. Regelgeving loopt altijd achter op marktontwikkelingen. Er treedt immers vertraging op bij het herkennen van ontwikkelingen, en het voorbereiden en van kracht worden van nieuwe regels. Bij regelgebaseerd toezicht zullen zich dus regelmatig situaties voordoen die in strijd zijn met de norm, maar waar de toezichthouder machteloos staat omdat de regels niet in deze situatie voorzien. Ook kan de tegenovergestelde situatie ontstaan waarin een bepaalde ontwikkeling niet

SINDS 1916

schadelijk is, maar op basis van nog niet-bijgewerkte regels wel illegaal is. Tegenover deze nadelen van regelgebaseerd toezicht staan ook een aantal voordelen. Ten eerste de reeds genoemde beperking van onzekerheid. Regels kunnen ook zinvol zijn in stabiele markten met homogene producten. Een duidelijk kader van regels zorgt ervoor dat marktpartijen niet ieder voor zich de norm moeten interpreteren. De wetgever of toezichthouder doet dit slechts één keer, wat de totale maatschappelijke kosten beperkt. Het vergemakkelijkt ook toetreding voor nieuwe partijen. Regels kunnen ook voor grotere vergelijkbaarheid zorgen. Prospectus en Financiële Bijsluiters bieden een standaardformat waardoor kopers gemakkelijk producten kunnen analyseren en vergelijken. Handhaafbaarheid kan ook een overweging zijn om te kiezen voor regels. Een norm als 'aandeelhouders moeten significante posities publiek maken' biedt veel ruimte voor interpretatie. Meldingspercentages maken concreet wat 'significant' betekent, en maken het voor de toezichthouder gemakkelijk om tegen overtredingen op te treden. De Angelsaksische toezichthouders beroepen zich vooral op regels, terwijl de Europese toezichthouders meer principle-based georiënteerd zijn. Op Europees niveau is ook een voorkeur voor principle-based gedragstoezicht, maar dit blijkt moeilijk te realiseren. Vaak wordt gekozen voor minimale harmonisatie tussen de lidstaten door het stellen van regels waaraan marktpartijen moeten voldoen.

Toezicht of zelftoezicht

Een derde keuze in gedragstoezicht is die tussen toezicht door de AFM en zelftoezicht. Zelfregulering kan vervolgens nader vormgegeven worden door individuele instellingen, bijvoorbeeld Compliance of de Interne Auditdienst, of op sectorniveau, bijvoorbeeld door brancheorganisaties. Direct toezicht betekent dat de toezichthouder directe controle houdt over de invulling van het toezicht. Bij zelftoezicht wordt het toezicht deels uitbesteed aan de sector zelf. Dit geeft de sector meer vrijheid, maar daartegenover staat de verantwoordelijkheid om het toezicht adequaat in te vullen. Zelfregulering kan alleen effectief zijn wanneer ingrijpen van de toezichthouder of civielrechtelijke actie een geloofwaardige stok achter de deur blijft. Anders blijft zelftoezicht een papieren tijger. De keuze tussen toezicht en zelftoezicht wordt onder andere bepaald door de mate waarin de toezichtsbelangen en de commerciële belangen parallel lopen. Volledig overlappen zullen deze belangen nooit. Bij enige overlap kan zelftoezicht werken, bij sterke divergentie is dat lastiger. Een volgende vraag is of de belangen van marktpartijen onderling voldoende parallel lopen. Dit is bijvoorbeeld niet zo in markten met een natuurlijk of van oudsher gegroeid mono- of oligopolie, dat wordt uitgedaagd door nieuwe toetreders. In dat geval zal het moeilijk zijn om zelftoezicht op sectorniveau te organiseren. Het is dan immers moeilijker om overeenstemming te bereiken over de interpretatie van de norm en de vorm die het zelftoezicht moet krijgen. Een derde factor is of marktpartijen de wil en de mogelijkheden hebben om zelftoezicht

Zelfregulering kan alleen effectief zijn wanneer ingrijpen van de toezichthouder of civielrechtelijke actie een geloofwaardige stok achter de deur blijft

te organiseren. Bij de wil speelt onder andere in hoeverre marktpartijen de toezichtsnormen acceptabel vinden. Mogelijkheden worden bepaald door kennis en kunde, maar ook door de financiële en administratieve kosten van zelftoezicht tegenover de kosten van extern toezicht.

Preventie of repressie

De laatste keuze in gedragstoezicht die we behandelen is die tussen preventie en repressie. Bij repressie treedt de toezichthouder vooral op als bestraffer van geconstateerde overtredingen. Bij preventie ligt de nadruk meer op het voorkómen dat overtredingen ontstaan. De toezichthouder onderhoudt actief relaties met marktpartijen, en probeert met overleg en overreding het gewenste gedrag te bewerkstelligen.

In hoeverre preventie of repressie beter werkt, hangt onder andere af van de omvang van de markt. Bestaat die uit een beperkt aantal grote instellingen, dan is het gemakkelijker om met alle partijen contacten te onderhouden. Gaat het daarentegen om duizenden kleine bedrijven, dan kost het veel tijd en geld om met alle partijen regulier contact te hebben. Dit wil overigens niet zeggen dat preventieve activiteiten dan onmogelijk zijn. Ze zullen dan eerder gebruikmaken van bestaande structuren in de markt als brancheorganisaties. Een andere belangrijke factor is de welwillendheid van marktdeelnemers. Als normnaleving normaal is in een sector, kan het koesteren van de norm effectiever zijn dan het hard bestraffen van overtredingen. In een sector waar de norm losser is, is meer repressie nodig. Maar met alleen repressie zal de regelnaleving niet per se verbeteren. De toezichthouder kan proberen om ook preventieve acties te ondernemen. Door de sector uit te leggen waarom bepaalde normen er zijn, kan hij proberen het normbesef van marktpartijen te verbeteren. Een derde factor is prikkels. Wanneer het gemakkelijk is om regels te over-



treden en het potentieel te behalen voordeel groot is, zullen veel partijen verleid worden om de regels te negeren. Het verhogen van de pakkans en sancties zijn voorbeelden van repressiemaatregelen die deze prikkelstructuur kunnen wijzigen. Maar ook preventie kan de prikkelstructuur wijzigen, bijvoorbeeld door het gewenste gedrag het gemakkelijke gedrag te maken. Effectief toezicht kiest in de praktijk niet tussen deze twee uitersten, maar combineert de ingrediënten. Preventie kan de effectiviteit van toezicht sterk vergroten. De geloofwaardige dreiging van repressie blijft altijd nodig. Te weinig repressie bij overtredingen geeft het signaal af dat de overheid de betreffende overtreding blijkbaar niet belangrijk vindt. Dit tast het normbesef van marktpartijen aan.

Keuzes in de praktijk

Op verscheidene dimensies kunnen in gedragstoezicht dus keuzes gemaakt worden. Historie en cultuur van een specifieke markt spelen hierbij een belangrijke rol. Zo is consumentenbescherming op de Amerikaanse kapitaalmarkt sterk ontwikkeld via civiele rechtspraak, maar op de hypotheekmarkt veel minder. Het toezicht op de Amerikaanse kapitaalmarkten leunt verder sterk op zelftoezicht. Een ander voorbeeld is Groot-Brittannië, dat in het algemeen niet sterk op zelftoezicht vertrouwt, maar tegelijkertijd een van de bijzonderste vormen van zelftoezicht huisvest, het *Takeover Panel*. Dit Panel keurde decennia lang fusies en overnames goed of af, zonder enige formele autoriteit. Overigens heeft het Panel onder invloed van Europese richtlijnen inmiddels ook formele autoriteit verworven.

De invloed van internationalisering

Hoewel gemaakte keuzes sterk afhangen van de institutionele geschiedenis van een markt in een land, is de voortgaande internationalisering van financiële markten een trend die overal gevoeld wordt, en de keuzes van beleidsmakers, toezichthouders en marktpartijen beïnvloedt. In Europa kunnen financiële instellingen in toenemende mate grensoverschrijdend hun producten en diensten aan consumenten aanbieden. Om toezichtskosten te beperken wordt

daarom gewerkt met *lead supervisors*. De invulling van gedragstoezicht door deze leidende toezichthouder wordt hierbij ook voor het ontvangende land relevant, ten koste van de door de eigen toezichthouder gemaakte keuzes. Verder zorgen Europese richtlijnen voor harmonisatie van normen. Aanvankelijk gold dit vooral voor de al langer internationaal werkende kapitaalmarkten. Het bestraffen van marktmisbruik is al een aantal jaren Europees geregeld. Met de integratie van belangrijke beursplatformen en de komst van de Europese MiFID-richtlijn wordt wel een nieuwe stap gezet, die ook gedragstoezichthouders tot meer coördinatie aanzet. In toenemende mate begeeft de Europese Unie zich ook op de consumentenmarkt, bijvoorbeeld met de recent door het Europees Parlement aangenomen richtlijn Consumentenkrediet. Over de inrichting van de Europese hypotheekmarkt wordt inmiddels ook nagedacht. De nationale vrijheid bij het inrichten van gedragstoezicht neemt kortom langzaam af. De positieve keerzijde hiervan is een verbreding en verdieping van de financiële markt.

Keuzes op consumentenmarkten

Een trend in de laatste jaren is de vervinging tussen bankieren, vermogensbeheer, verzekeren en pensioenbeheer. Verschillen in beleggingsvormen en verkoopkanalen worden kleiner. Tegelijkertijd neemt arbitrage tussen de verschillende juridische vormen toe. Beleggingsproducten kunnen in toenemende mate verpakt worden in de legale vorm die om bepaalde redenen het meest opportuun is. Zo worden gestructureerde producten in Nederland vaak in de vorm van een effect gegoten. Op die manier wordt het relatief zware regime dat geldt voor beleggingsinstellingen vermeden. In toenemende mate wordt daarom op Europees niveau naar consumentenbescherming gekeken. Voor sommige landen, waaronder Nederland, betekent dit dat het beleid iets opschuift van *laissez faire* naar consumentenbescherming. Bij hypotheekverstrekking is er een internationale trend waarneembaar naar meer consumentenbescherming. Dit is niet in de laatste plaats ingegeven door toenemende spanning op de huizenmarkt in meerdere landen, en daardoor toenemende risico's voor zowel consumenten als hypotheekbanken. Het duidelijkste voorbeeld is de Verenigde Staten, waar de laatste jaren veel zogenaemde *subprime*-hypotheeklen zijn verstrekt. Het gedragstoezicht is op staatsniveau geregeld, met grote verschillen van staat tot staat. In sommige staten was het gedragstoezicht nauwelijks ontwikkeld. Het accent lag op *laissez faire*. Door de almaar stijgende huizenprijzen leek een huis voor iedere Amerikaan binnen handbereik, ook wanneer diens kredietgeschiedenis een vlekje had, of hij geen vast inkomen of vermogen had. De recent gepresenteerde blauwdruk van het Amerikaanse Ministerie van Financiën stelt voor een federale gedragstoezichthouder in het leven te roepen die consumentenbelangen beter moet gaan beschermen. Ook in Groot-Brittannië en Nederland staan hypotheekadvisering en verstrekkingsnormen in de belangstelling als gevolg van soms ondoorzichtige producten en niet altijd passende advisering.

Keuzes in corporate governance

Na een aantal schandalen is ook het toezicht op beursgenoteerde bedrijven verscherpt. In de Verenigde Staten is sinds 2002 SOx van kracht in reactie op een aantal boekhoudschandalen. In Europa is een trend waarneembaar die aandeelhouders meer macht geeft. Nederland kent sinds 2003 de Code Tabaksblat, maar ook in Duitsland, Frankrijk en Italië krijgen sinds begin deze eeuw aandeelhouders meer macht. Een expertgroep ingesteld door de Europese Commissie heeft tevens aanbevolen dat iedere lidstaat een nationale *corporate governance*-code opstelt. Beursgenoteerde ondernemingen zouden hieraan moeten voldoen, of transparant moeten zijn over de onderdelen die niet worden nagevolgd. Corporate governance verschilt sterk tussen Europa en de Verenigde Staten. Dit heeft allereerst te maken met het feit dat de aandelen van de meeste Amerikaanse bedrijven verspreid zijn over een groot aantal aandeelhouders, terwijl in Europa relatief veel familiebedrijven voorkomen. Hierdoor is de Amerikaanse markt transparanter en de corporategovernance-wetgeving beter ontwikkeld. Veel recente Europese ontwikkelingen op het gebied van corporate governance nemen de Amerikaanse wet- en regelgeving dan ook als uitgangspunt. Als we de Code Tabaksblat vergelijken met de uit 1992 stammende corporategovernance-code in Groot-Brittannië, dan lijkt Nederland ook op te schuiven in de richting van de Angelsaksische wijze van goed bestuur. Er worden bestpractice-bepalingen in de code vermeld, gebaseerd op principes. In vergelijking met Groot-Brittannië telt de Nederlandse code meer bestpractice-bepalingen, omdat eind 2002 is gebleken dat de Britse principes met onvoldoende succes geïmplementeerd waren in Nederland. Inhoudelijk verschillen de codes weinig. De omvang van de corporategovernance-code in Nederland is vergelijkbaar met die in de Verenigde Staten (SOx en de vele SEC-bepalingen). Het lijkt er echter op dat SOx ook een verstikkende werking heeft gehad. De regeling heeft geleid tot minder schandalen, maar de vrijheidsgraden van een beursgenoteerde onderneming zijn zo ver beperkt dat een aantal bedrijven een notering buiten de Verenigde Staten heeft gezocht (Committee on capital markets regulation, 2006). Corporategovernance-codes zijn principle-based. Hiervoor bestond lang geen wet- en regelgeving. Sinds 2002 zijn de *International Financial Reporting Standards* (IFRS) van kracht en sinds 2005 de *Disclosure of Directors' and Officers' Trading*-wet. Ook is in 2005 een nieuwe wet ingevoerd die marktmisbruik harder bestraft. Net als in de Verenigde Staten is het nu mogelijk gevangenisstraf opgelegd te krijgen, hoewel een stuk lager (maximaal zes jaar). Dit pakket aan maatregelen tezamen met de nationale corporategovernance-codes moet de markt transparanter en eerlijker maken. Deze Europese convergentie wordt gecomplementeerd met het invoeren van nationale regelgeving. Europa vult dus een principle-based benadering aan met nationale regels. We kunnen dit ook zien in IFRS, een internationale rapportage standaard. Een pure principle-based benadering geeft te weinig richting hoe de principes moeten worden geïmplementeerd. Aandeelhouders hebben dan te weinig houvast om structuur en beleid van corporate governance te kunnen doorgronden en de ondernemingsleiding ter verantwoording te roepen.

Dit geeft bedrijven zo veel vrijheid dat ze in ontwikkeldrag kunnen vervallen.

Conclusie

Gedragstoezicht krijgt in steeds meer landen een duidelijke eigen rol naast systeemtoezicht en prudentieel toezicht. Onder gedragstoezicht vallen het efficiënt functioneren van markten, consumentenbescherming en integer handelen door marktpartijen. Het optimale model voor gedragstoezicht bestaat in de praktijk waarschijnlijk niet.

In dit artikel is dan ook ingegaan op keuzes die in gedragstoezicht gemaakt worden. Belangrijke afwegingen zijn er tussen *laissez faire* en consumentenbescherming, regels en principes, preventie en repressie, en toezicht en zelftoezicht. Hoe een keuze uitvalt, hangt af van marktkenmerken, de historisch ontwikkelde instituties en in de EU in toenemende mate van Europese wet- en regelgeving. Van oudsher zijn de Angelsaksische landen meer gefocust op bescherming van consumenten met regelgeving. In Groot-Brittannië wordt de bescherming vooral publiekrechtelijk afgedwongen, in de Verenigde Staten wordt het meer aan consumenten zelf gelaten om civielrechtelijke wegen te bewandelen. Het Europese continent heeft een minder sterke traditie van regels en consumentenbescherming. Maar ook daar is, volgend op de toenemende complexiteit van financiële producten en markten en recente schandalen, een trend waarneembaar naar meer consumentenbescherming en meer regels. Internationalisering van de financiële sector zorgt er verder voor dat de nationale vrijheidsgraden bij invulling van gedragstoezicht langzaam afnemen. Daar staat tegenover dat consumenten en bedrijven toegang krijgen tot bredere, diepere en meer transparante financiële markten.

LITERATUUR

Committee on capital markets regulation (2006)

Interim report. www.capmktreg.org.

HM Treasury (2008) *Financial capability: the Government's long-term approach*. hm-treasury.gov.uk.

Paulson, H.M., R.K. Steel en D.G. Nason (2008)

Blueprint for a modernized financial regulatory structure.

Washington: The department of the Treasury, www.treas.gov.

SINCE 1916

