

Last van toezicht

Het onder toezicht stellen van bepaalde handelingen en gedragingen geeft de toezichthouder grip op de markt en is een beperking van het handelen van de marktpartijen. Waar het verschil tussen het belang van de marktpartijen en het algemene belang groot is, zullen marktpartijen geneigd zijn exit-opties te kiezen.

Toezicht is een thema dat de laatste jaren veel aandacht heeft gekregen, en niet zonder reden. In een tijd waarin de maatschappij het steeds moeilijker vindt om falen te accepteren, stellen burgers, bedrijven en andere organisaties alles in het werk om falen te voorkomen. Een uiting hiervan is een toename van verzekeringsvormen en de neiging om bedrijven en instanties steeds vaker aansprakelijk te stellen voor door producten of handelingen ontstane schade. De laatste jaren wordt toezicht als het nieuwe middel gezien om controle te houden op de uitvoering van publieke taken. Er is een groep markttoezichthouders of marktautoriteiten ontstaan die een schakel vormen tussen de markt en de overheid (Falkena, 2004). Zo wilde de overheid bijvoorbeeld marktwerking creëren in de zorg, maar de markt toch niet geheel zelfstandig laten functioneren vanwege de belangen die op het spel staan. De oplossing is gevonden in het installeren van een toezichthouder: de Zorgautoriteit. Daarnaast worden de bevoegdheden van de toezichthouders steeds uitgebreider, bijvoorbeeld bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Het financiële toezicht heeft grote ontwikkelingen doorgemaakt met de opkomst van de Wet op het Financieel Toezicht (Wft). In deze wet is het systeem van toezicht op de financiële markten vereenvoudigd. Waar Nederland eerst een uitgebreid stelsel van regels en voorschriften kende voor verschil-

lende sectoren (banken, verzekeraar, beleggingsinstelling), is vanaf 2007 de Wft van kracht, waarin de regels en voorschriften zijn samengebracht onder het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank (DNB). Een van de doelstellingen van de wet is het vereenvoudigen en verminderen van de administratieve lasten voor het bedrijfsleven. De taken van DNB en AFM, voor respectievelijk het prudentieel en gedragstoezicht, zijn gescheiden, zodat er geen sprake is van overlap. Voor het bedrijfsleven lijkt het er alleen maar beter op te zijn geworden. Het aantal toezichthouders waar een bedrijf mee te maken krijgt is omlaaggegaan. Hierdoor zouden de administratieve lasten van het toezicht moeten zijn gedaald en de eenduidigheid zijn toegenomen. Deze effecten van het vernieuwde toezichtstelsel zijn door de wetgever verondersteld, maar niet aangetoond. Uit krantenberichten blijkt dat nog niet iedereen tevreden is over het toezicht op de financiële markten. De AFM staat bekend als een daadkrachtige toezichthouder (Volkskrant, 16 mei 2006). Dit maakt nieuwsgierig naar wat de toezichthouder eigenlijk betekent voor een markt en dan met name de financiële markt. Waarom is er eigenlijk toezicht? Wat betekent het als toezicht wordt ervaren als kosteloze nutteloze bemoeizucht van de overheid? Is het mogelijk om last te hebben van toezicht? Wat kan een bedrijf daaraan doen? In deze bijdrage wordt ingegaan op wat de functie van toezicht is en wat nu de verhouding tussen marktpartij en toezichthouder bepaalt. Vervolgens wordt ingegaan op de vraag wat nu kan verklaren dat de overheid meent dat de markt gebaat is bij toezicht en marktpartijen zelf menen dat het toezicht een last is voor de markt en wellicht marktpartijen ertoe drijft zich te onttrekken aan dat toezicht en daarmee ook aan de markt.

AVELIEN HAAN-KAMMINGA

Cöördinator opleiding Bestuurskunde Noordelijke Hogeschool Leeuwarden/Thorbecke Academie

De ratio van toezicht

Over het algemeen wordt een toezichthouder ingesteld om bepaalde belangen te verwezenlijken die zonder de toezichthouder niet zouden worden verwezenlijkt. De kern van het probleem is het liftersgedrag ten aanzien van het gebruik van een gemeenschappelijk goed (Ostrom, 1990). Een voorbeeld is het gebruik van informatie voor de handel op de financiële markten. Het is in het belang van alle deelnemers dat de markt aantrekkelijk blijft voor anderen, zodat er kapitaal beschikbaar blijft. Tegelijkertijd echter is het in het belang van de individuele deelnemer uit die markt zoveel mogelijk voordeel te behalen. Voor het bereiken van het eerste is nodig dat informatie gedeeld wordt, voor het bereiken van het tweede is het handig om informatie juist niet te delen, maar er je voordeel mee te doen. Daarom zijn er spelregels bedacht, om de markt zo te laten functioneren dat de markt aantrekkelijk blijft voor investeerders. De functie van de toezichthouder is om de spelers aan de spelregels te houden.

De toezichthouder wordt ingesteld om het belang van het algemeen te verwezenlijken, door te letten op de naleving van regels die zijn ingesteld om dit doel te bereiken. Toezicht is daarmee een sturingsinstrument. Een centraal kenmerk van toezicht is dat het aanvullend is op de originele verhouding tussen bijvoorbeeld marktpartijen onderling, of de verhouding overheid burger (De Ridder, 2004). Om beter te begrijpen waar de toezichthouder nu op let, is het goed om nader te bezien wat nu eigenlijk onder toezicht staat in een markt. Het toezicht wordt ingesteld op bepaalde handelingen en gedragingen van de marktpartijen, bijvoorbeeld of aan een informatieplicht is voldaan. In een markt hebben verrichten de partijen/actoren in die markt bepaalde handelingen, zogenaamde *rights to act*. Ook wanneer toezicht wordt ingesteld blijven de actoren in de markt nog steeds deze *rights to act* bezitten, het recht om betreffende handelingen te verrichten. De toezichthouder neemt deze handelingen of de verantwoordelijkheid ervoor niet over, hij handelt niet voor de ondertoezichtgestelde, hij heeft slechts de controle op deze handelingen, ook wel de *rights to control actions* genoemd. De autoriteit van de toezichthouder beperkt zich in de regel tot de controle op dat deel van het handelen dat ter discussie staat, voor zijn eigen gedraging blijft de ondertoezichtgestelde geheel verantwoordelijk. Een uitzondering is wanneer de toezichthouder, bijvoorbeeld in de situatie van stille curatele, het handelen van de onder toezicht gestelde overneemt.

Welke handelingen en gedragingen onder toezicht staan, en welke mogelijkheden de toezichthouder heeft om controle uit te oefenen bepalen daarmee de verhouding tussen toezichthouder en ondertoezichtgestelde. Het object van het toezicht en de bevoegdheden van de toezichthouder staan beschreven in een arrangement van toezicht. Een dergelijk arrangement van toezicht is bijvoorbeeld de Wet op het financiële toezicht, waarin is aangegeven wat de regels zijn waaraan de marktpartijen zich moeten houden en wat de bevoegdheden van de toezichthouder zijn om ervoor te zorgen dat de marktpartijen zich aan deze regels houden.

De verhouding tussen toezichthouder en ondertoezichtgestelde

De variëteit in vormen van toezicht maakt het niet mogelijk om in zijn algemeenheid uitspraken toe doen over wat nu de verhouding tussen toezichthouder en ondertoezichtgestelde is of zou moeten zijn. Wel kan vastgesteld worden dat deze verhouding in alle gevallen vastgelegd zal zijn in een arrangement van toezicht (Hoogendoorn, 2002; De Ridder, 1990, 2004; Haan-Kamminga, 2006). Een arrangement van toezicht beschrijft hoe en met welke bevoegdheden de toezichthouder toezicht houdt. Daarmee beschrijft een arrangement ook wat de formele verhouding is tussen toezichthouder en ondertoezichtgestelde.

Toeicht vindt plaats in drie processen: informatieverzameling, beoordeling en eventueel ingrijpen (De Ridder 1990; Hoogendoorn 2002). In de eerste plaats zal de toezichthouder informatie verzamelen over de gedragingen van de ondertoezichtgestelden. Vervolgens zal de toezichthouder deze informatie beoordelen en eventueel beslissen in te grijpen in de situatie. Voor ieder van deze processen kent de toezichthouder dilemma's, moet hij keuzes maken in de uitoefening van zijn taak. Als hij vertrouwt op informatieverschaffing door de ondertoezichtgestelde krijgt hij wellicht niet de juiste informatie, maar alle informatie zelf verzamelen is duur. Als de toezichthouder vaste beoordelingsmaatstaven aanlegt, kan hij gelijke gevallen gelijk beoordelen, maar laat dit wellicht te weinig ruimte om afwegingen te maken die de bijzondere omstandigheden van het geval vereisen. Te sterk uitgeschreven regels kunnen leiden tot *perverse learning*, doordat de ondertoezichtgestelden zich meer richten op het naleven van de regel, en het doel van de regel uit het oog verliezen. In de Enron-zaak waren bijvoorbeeld de regels nageleefd, maar bleek het toch mogelijk om de doelstelling van de regels hiermee te omzeilen. Tot slot kan de toezichthouder bij iedere overtreding ingrijpen, maar verliest hij daardoor wellicht het vertrouwen van de ondertoezichtgestelden, wat zeer waardevol kan zijn in de beïnvloeding van het gedrag van de ondertoezichtgestelde. Kiest een toezichthouder voor

het goede contact, of voor zuivere regelnaleving? De toezichthoudende lichamen worstelen met deze dilemma's en regelmatig verschijnen er publicaties over wat men verstaat onder goed toezichthouderschap (Van der Vossen, 2007). In een arrangement van toezicht worden de bevoegdheden van de toezichthouder om de processen van toezicht uit te voeren vastgesteld. Daarmee zal een deel van de ruimte die de toezichthouder heeft om afwegingen te maken ten aanzien van de toezichthouderdilemma's zijn ingevuld. Een arrangement van toezicht zal altijd bestaan uit de volgende onderdelen: een object van toezicht (op welke handelingen en besluiten wordt toezichtgehouden), beoordelingsmaatstaven (wat zijn de standaarden aan de hand waarvan het gedrag wordt beoordeeld), procedures voor het verzamelen van informatie (hoe komt de toezichthouder aan de informatie over de ondertoezichtgestelde) en mogelijkheden voor interventie (wat is de machtsbasis van de toezichthouder en welke sancties kan hij toepassen). De manier waarop deze elementen van een arrangement zijn vormgegeven verschilt per arrangement. De beoordelingsmaatstaven kunnen variëren naar de mate waarin zij zijn vastgesteld en de vrijheid waarmee de toezichthouder ze kan toepassen. De procedures voor het verzamelen van informatie kunnen verschillen naar de mate waarin zij de toezichthouder controle bieden op de kwaliteit van de informatie en de mate waarin informatie gestructureerd wordt verzameld. De mogelijkheden voor ingrijpen zijn afhankelijk van de machtsbasis van de toezichthouder en kunnen variëren naar de mate waarin de toezichthouder vrij is om in te grijpen en de zwaarte van de sanctiemogelijkheden. Ruwweg kunnen drie typen arrangementen worden onderscheiden: de Regulator, de Zelfregulator en de Handhaver (Haan-Kamminga, 2006).⁶

De kosten van het toezicht voor een marktpartij zitten vooral in de manier waarop de toezichthouder informatie wil ontvangen en de moeite die het bedrijf moet doen om deze informatie te leveren

De Regulator is een toezichthouder die regelstellende bevoegdheden heeft gekregen, terwijl de Handhaver alleen is ingesteld om al bekende regels te handhaven. Een Regulator kan een wettelijke basis hebben, of zijn ingesteld op basis van zelftoezicht: de Zelfregulator. De Handhaver zal in het algemeen weinig tot geen beleidsvrijheid hebben en ook geen vrijheid van ingrijpen. De beoordelingsmaatstaven zullen sterk geprogrammeerd zijn en de informatie zal op gestructureerde wijze worden verzameld. De controle over de informatieverzameling zal groot zijn en de sancties die de toezichthouder toe kan passen zullen zwaar zijn. De ondertoezichtgestelde loopt het risico van zware sancties, en moet veelal investeren om aan alle informatieverplichtingen te kunnen voldoen. De arrangementstypen Regulator en Zelfregulator zullen de toezichthouder juist wel voorzien van beleidsvrijheid en de vrijheid van interventie. Veelal zal de toezichthouder regelstellende

bevoegdheden hebben. Wanneer de Regulator een machtsbasis heeft in de wet zullen de overige kenmerken van het arrangement gelijk zijn aan die van de Handhaver. Wanneer de machtsbasis zelftoezicht is, zullen de maatstaven niet geprogrammeerd zijn of weinig verbindend, en zal de informatie niet sterk gestructureerd zijn. Verder zal de controle over de informatieverzameling laag zijn en zal de toezichthouder geen zware sanctie op kunnen leggen. De kosten van deze toezichthouder voor de ondertoezichtgestelde zijn relatief laag.

Toezichthouders kunnen op verschillende manieren sturen. Daar waar de Handhaver zeer formeel te werk zal gaan, gebruikmakend van voorgeschreven procedures en zich afstandelijk opstellend, zal de Zelfregulator vooral gebruik willen maken van het goede contact met de ondertoezichtgestelde zodat op basis van vrijwilligheid wordt meegewerkt aan de verzoeken van de toezichthouder. In een onderzoek naar het toezicht op openbare biedingen (een transactie op de financiële markten) bleek dat, zelfs al is het onderwerp van het toezicht gelijk, de soort toezichthouder en daarmee de stijl van toezicht houden sterk kan verschillen (Haan-Kamminga, 2006). De kosten van de verschillende arrangementen voor de ondertoezichtgestelde zullen ook verschillen. In het algemeen vallen de kosten van de toezichthouder sterk mee. Toezichthouders worden soms gefinancierd uit marktbijdragen, soms uit boetegelden, soms door overheidsbijdragen. De kosten van het toezicht voor een marktpartij zitten vooral in de manier waarop de toezichthouder informatie wil ontvangen en de moeite die het bedrijf moet doen om deze informatie te leveren. Wanneer voor de toezichthouder allerlei formulieren en formats moeten worden ingevuld kost dit meer tijd en geld voor een bedrijf dan wanneer de informatie wordt meegedeeld in een telefoontje of persoonlijke afspraak. De essentie van toezicht is, dat het een instrument is waarmee een in de ogen van de overheid niet adequaat functionerende markt kan worden bijgestuurd. Het zijn dan ook niet zozeer de kosten die bepalen of een marktpartij toezicht als

last ervaart, als wel de manier waarop wordt gestuurd en de reden voor bijsturing van de markt. Het zijn vooral de veranderingen in handelingen en gedragingen en de waarden die daaraan ten grondslag liggen, die maken of een marktpartij nu last heeft van het toezicht of niet.

Markt en toezicht

Voor het goed functioneren van het toezicht is het van belang dat de ondertoezichtgestelde kan leven met de toezichthouder en de nieuwe regels. Is het mogelijk om aan te geven welke vorm van toezicht het meest geschikt is voor een bepaalde markt? In de literatuur wordt regelmatig gediscussieerd over de vraag of de financiële markt nu meer gebaat is bij zelftoezicht, of bij overheidstoezicht (CESR, 2004; Cools, 2005; Baums, 1999; Beck, 2003; Haan-Kamminga, 2006). Uit het onderzoek naar het toezicht op openbare biedingen (Haan-Kamminga, 2006) bleek dat de in de ene markt een arrangement op basis van zelftoezicht zeer effectief was, terwijl dat in de andere markt niet bleek te werken en een arrangement op wettelijke basis nodig was. Ten aanzien van toezicht zou je kunnen veronderstellen dat een arrangement een grotere kans van slagen heeft als het is aangepast aan de omgeving waarin het moet opereren (Lawrence en Lorsch, 1967). Dat zou betekenen dat per land/continent bekeken moet worden wat de meest geschikte vorm van toezicht is om de betreffende markt aan te sturen. Er is bijvoorbeeld een duidelijk verschil waarneembaar in de juridische tradities van een land. Landen in de *civil law*-traditie, zoals het Europese vasteland, hebben vaak een voorkeur voor meer wettelijke en vastgelegde arrangementen van toezicht, en landen in de *common law*-traditie, zoals het Verenigd koninkrijk en de Verenigde Staten, hebben vaak een voorkeur voor arrangementen die meer flexibel zijn (Kraakman en Davies, 2004; Haan-Kamminga, 2006). Onderzoek wijst echter uit dat wat voor soort traditie er ook bestaat en hoe de regels en het toezicht ook zijn vormgegeven, alle stelsels van toezicht op de financiële markt zich richten op een aantal kernvragen die voor iedere vennootschap relevant zijn. Dit zijn vragen omtrent de verhoudingen in het ondernemingsrecht: de verhouding tussen management en aandeelhouder, de verhouding tussen meerderheidsaandeelhouders en minderheidsaandeelhouder, en de verhouding tussen aandeelhouders en andere ondernemingsinstellingen, werknemers en crediteuren. Hoe men tegen deze verhoudingen aankijkt verschilt echter van markt tot markt. In de continentale traditie zijn de rechten van werknemers en crediteuren bijvoorbeeld belangrijk en staat het management van de onderneming sterk, terwijl in landen met een *common law*-traditie in de regel de aandeelhouder de baas is in de onderneming. Tussen de financiële markten onderling zijn waarneembare verschillen in waardepatronen en de daarbij behorende instituties (Hopt en Wymeersch, 1997). Partijen in verschillende markten kunnen dus verschillende waarden en normen hebben. Als gevolg van de wereldwijde *corporategovernance*-ontwikkeling, de bemoeienis van de Europese wetgever en internationalisering en integratie van verschillende marktsectoren bestaat de tendens tot

Per land moet bekeken worden wat de meest geschikte vorm van toezicht is

uniformering van de verschillende waarden in de markt (Hopt en Wymeersch, 1997; Kraakman en Davies, 2004). Het effect hiervan voor de marktpartijen is dat zij soms door middel van regels en toezicht gedwon-

gen zullen worden zich te gedragen op een manier die niet noodzakelijk bij hun eigen waardepatroon aansluit. Regels en het toezicht op de regels zijn instrumenten die de overheid gebruikt om markten zo in te richten en te laten opereren dat de markt de kenmerken gaat vertonen die bij het nieuwe waardepatroon passen. Verondersteld wordt dat wanneer de nieuwe regels aansluiten bij het waardepatroon in een markt, volstaan kan worden met een arrangement van toezicht waarbij de toezichthouder op de lijn markt-overheid dicht bij de markt staat (Zelfregulator, Regulator). Staan de nieuwe regels echter verder af van het geldende waardepatroon, dan dient voor een sterkere vorm van sturing worden gekozen, lijkend op dwang (Regulator of Handhaver). Daar waar geen match ontstaat tussen de in de markt geldende en bestaande waarden en de opgelegde nieuwe waarden en regels, zullen de marktpartijen zich meer onder druk gezet voelen en last hebben van het toezicht.

Met name op de Europese financiële markten zijn door de harmonisering van het ondernemingsrecht een aantal belangrijke waarden ter discussie komen te staan. Bijvoorbeeld de positie van de aandeelhouder, die versterkt wordt ten koste van het management van de onderneming en de crediteuren. Het is de Europese wetgever nog niet gelukt om duidelijk veranderingen in de geldende waarden aan te brengen. Telkens wanneer een richtlijn voorstellen bevat die zouden leiden tot een verandering in het waardepatroon van een aantal landen, verwerpt het Europese Parlement de richtlijn, of maakt de gewraakte bepalingen optioneel, zodat de landen er zich niet naar hoeven te voegen. De Europese wetgever maakt echter wel steeds duidelijk dat als de Europese financiële markten willen blijven concurreren met de Amerikaanse markten, de markten aantrekkelijk moeten blijven



voor buitenlandse investeerders, en dat de Europese landen zich meer zullen moeten conformeren aan de ideeën van buitenlandse investeerders, veelal Verenigd Koninkrijk en Verenigde Staten, over bijvoorbeeld de verhouding tussen aandeelhouder en management. De overheid acht zich gelegitimeerd om door middel van regelgeving en het toezicht daarop een nieuw waardepatroon voor te schrijven, waarin de rol van de aandeelhouder anders wordt neergezet dan in de Europese landen tot nu toe gebruikelijk is. Voor bedrijven die opereren op de markt houdt dit in dat zij zich geconfronteerd zien met een beperking in hun handelen. Het management krijgt minder ruimte en moet meer voorleggen aan de aandeelhouders. De aandeelhouders zullen zich actiever moeten opstellen. Van de bedrijven wordt verwacht dat zij bepaalde handelingen niet meer, of op een andere manier verrichten. Bepaalde handelingen en gedragingen staan ineens onder toezicht en soms zelfs onder een zeer strikte vorm ervan. Afhankelijk van het soort toezichthouder vertaalt zich dit in informatieverplichtingen, rapportageverplichtingen, en een hoger boeterisico. Naarmate het verschil tussen de belangen/waarden van de marktdeelnemer en het algemene belang dat de overheid door het toezicht probeert na te streven groter wordt, wordt de kans dat een bedrijf gaat kiezen voor de exit-optie ook steeds groter. Toezicht is een sturingsinstrument en de marktpartijen zijn de instellingen die worden aangestuurd. Wanneer een marktpartij hier niet mee kan leven, omdat dat te veel zou kosten, te veel ergernis zou opleveren, of haar handelen zou belemmeren, dan zal zij zich aan deze sturing willen onttrekken.

De exit-optie

Bedrijven die opereren op financiële markten hebben verschillende mogelijkheden om zich aan de sturing door de overheid te onttrekken. Deze wens kan bestaan als de inhoudelijke sturing niet past bij de bedrijfsfilosofie of als de vorm van het toezicht de onderneming te veel tijd en moeite kost. De onderneming kan dan kiezen voor een ander land met een andere vorm van toezicht en wellicht andere waarden en normen. Wat houdt de exit-optie

voor bedrijven nu precies in? In de eerste plaats kan een onderneming zich terugtrekken uit de financiële markt. De financiële markt zoals gereguleerd door de overheid is immers niet meer dan de openbare plaats waar vraag en aanbod van kapitaal elkaar ontmoeten. Kan een onderneming niet langer leven met de voorwaarden voor deelname in deze markt, dan zorgt die onderneming dat het kapitaal op een andere manier binnenkomt. Buiten de financiële markten zijn ook mogelijkheden om aan kapitaal te komen. Het toezicht van de overheid op de handel buiten de beurs is minder verstrekkend dan op de beurs (Grundmann-van de Krol, 2004; Frentrop, 2002). Wanneer de onderneming haar kapitaal niet van het publiek verkrijgt op een aandelenmarkt, maar daarbuiten, kan dit op den duur het vertrouwen van het publiek in de onderneming schaden (Frentrop, 2002).

Een andere mogelijke exit-optie is het verhuizen van de statutaire zetel van het bedrijf naar een land/gebied waar de regels meer aansluiten bij het door de marktpartij gehanteerde waardepatroon, de zogenaamde off-shore investments. Veelal kiest een onderneming die een soepeler stelsel van regels wil, of een aantrekkelijker belastingklimaat, voor een zetel in een land dat deze eigenschappen heeft. Hiermee hoeft in de feitelijke werkzaamheden binnen de onderneming weinig te veranderen, alleen het stelsel van regels waaraan men moet voldoen verandert. Deze vrij rigoureuze exit heeft soms een wat negatieve connotatie, maar kan ook heel gelegitimeerd zijn. Er zijn auteurs die bepleiten dat er concurrentie van rechtstelsels mogelijk zou moeten zijn (Coffee, 2001; Timmerman, 2002). Markten zouden zich kunnen specialiseren. De ene markt profileert zich bijvoorbeeld door winstgerichtheid en aandeelhoudersmacht, een andere zou zich kunnen specialiseren op het aantrekken van sociale ondernemingen die werknemersbelangen dienen. Een bedrijf kan dan die markt en locatie kiezen, waar de set van regels het beste past bij de bedrijfsfilosofie. Een effect ervan is dat waarschijnlijk ook een aantal landen zich kunnen profileren door bijvoorbeeld lage belastingtarieven of andere voordelen voor bedrijven. Het risico bestaat dat een aantal landen zich met name zullen profileren door het aantrekken van bedrijven met een ietwat louche karakter die in een dergelijk land minder openheid van zaken hoeven geven. De vraag is echter of bedrijven door zich op een dergelijke markt te vestigen nog wel het signaal afgeven een solide belegging voor investeerders te zijn, een probleem dat de markt dus zelf zal oplossen (Coffee, 2001; Timmerman, 2002).

Een in de literatuur vaak wat genegeerde exit-optie is het zich onttrekken aan de specifieke handelingen en gedragingen waarop toezicht wordt uitgeoefend. Het arrangement van toezicht op een markt bepaalt immers dat de toezichthouder enkel de in het arrangement gedefinieerde handelingen en gedragingen mag controleren. Zeker in de financiële markt waarbij telkens weer nieuwe manieren worden gevonden om bepaalde resultaten te bereiken is het niet moeilijk om de onder toezicht gestelde handelingen te vermijden. Geconcludeerd mag worden dat er ruim voldoende exit-mogelijkheden zijn voor bedrijven om zich te onttrekken aan de, indien zo gepercipieerd, al te strakke hand van de toezichthouder.

Conclusie

Toezicht is een sturingsinstrument. Op de financiële markten wordt toezicht ingezet om bepaalde belangen te borgen; algemene belangen waarvan de overheid meent dat de markt deze moet dienen en die de markt uit zichzelf niet zou dienen. Dit brengt met zich mee dat er een conflict kan ontstaan tussen de handelingen en gedragingen en bijbehorende waarden van de marktpartijen en de waarden die volgens de overheid in de markt verwezenlijkt moeten worden. Het onder toezicht stellen van bepaalde handelingen en gedragingen geeft de toezichthouder grip op de markt en is een beperking van het handelen van de marktpartijen. Bij het instellen van toezicht moet worden afgewogen welke mate van dwang nodig is om partijen ertoe te bewegen de juiste handelingen en gedragingen te verrichten, dus welk type toezichthouder het meest geschikt is. Daar waar het verschil tussen het belang van de marktpartijen en het algemene belang groot is, zullen marktpartijen geneigd zijn exit-opties te kiezen. Bedacht moet worden, dat dwang niet altijd het beste resultaat oplevert, zeker niet bij objecten van toezicht waarbij de handelingen en gedragingen nog veel ruimte laten voor afwegingen van de betrokken actoren. In de financiële markten zijn er vele mogelijke exit-opties. Het is haast onmogelijk om met de snelheid waarmee de markt opereert te zorgen dat de toezichthouder altijd de meest relevante handelingen en gedragingen kan controleren (ofwel of de set van rights to control actions geschikt is om de ongewenste resultaten tegen te gaan). Het is dus zaak voor een overheid en een toezichthouder om zo te opereren dat partijen het toezicht niet als last gaan ervaren. De toezichthouder moet de verschillende toezichthouderdilemma's tegen elkaar afwegen en een keuze maken om te bepalen wat de meest geschikte manier is om partijen aan te sturen. Een zekere mate van vrijheid in het afwegen van de dilemma's is hierbij noodzakelijk. Zijn toezichthouder en omgeving niet op elkaar afgestemd en gaan marktpartijen het toezicht als een last zien, dan is de kans groot dat de exit-optie in ruime mate wordt benut.

Wil de overheid door middel van het toezicht een aantal belangen borgen en doelstellingen bereiken, dan dient het toezicht op de financiële markten zorgvuldig ontworpen en uitgevoerd te worden. Toezicht houden is een vak apart, zeker wanneer er zo veel mogelijkheden voor de ondertoezichtgestelden zijn om zich aan het toezicht te onttrekken. Afhankelijk van diverse factoren in de omgeving heeft het ene type arrangement meer kans van slagen dan het andere. Hierbij kan gedacht worden aan hoe de marktpartijen staan tegenover de kernvragen in het ondernemingsrecht, de juridische tradities in een land, de structuur van de markt en de bijzondere omstandigheden waarin de markt zich heeft ontwikkeld. De overheid zou bij het instellen van toezicht rekening moeten houden met deze omstandigheden, en dit afzetten tegen de doelen die zij zich heeft gesteld ten aanzien van de aan te sturen markt. Hierbij zou de overheid er goed aan doen zich te realiseren dan niet alle handelingen en gedragingen zich lenen voor toezicht, en dat toezicht niet altijd het meest geschikte instrument is voor de borging van collectieve belangen. Een andere vorm van sturing kan dan uitkomst bieden. Zeker wanneer de overheid in ogenschouw neemt dat de

ondertoezichtgestelden zelf verantwoordelijk zijn voor hun gedragingen in de markt, en toezicht alleen aanvullend is. De verwachtingen die men mag hebben van de toezichthouder en het effect van toezicht zouden meer in lijn moeten zijn met de mogelijkheden en beperkingen van het instrument. Door toezicht als sturingsinstrument te bestuderen wordt duidelijk dat zowel het doel van de sturing als de beperkingen van het instrument centraal moeten komen te staan bij het ontwerpen van toezichtarrangementen.

LITERATUUR

- Baums, T en E. Wymeersch (1999) *Shareholder voting rights and practices in Europe and the United States*, Den Haag: Kluwer Law International.
- Beck, T, R. Levine (2003) *Legal institutions and financial development*, NBER Working Papers series, 10126.
- CESR (2004) *Which supervisory tools for the EU securities markets?* CESR, progress reports.
- Coffee, J.C. (2001) *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation for ownership and control*. Columbia University working paper 182.
- Cools, K. (2005) *Vertrouwen is goed, controle is beter*, Den Haag: Van Gorcum.
- Falkena, F.B. (2004) *Markten onder toezicht*. Deventer: Kluwer.
- Frentrop, P. (2002) *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*. Amsterdam: Prometheus.
- Grundmann-van de Krol, C.M. (2004) *Koersen door het effectenrecht*. Den Haag: Boom.
- Haan-Kamminga, A. (2006) *Supervision on takeover bids*, Deventer: Kluwer.
- Hoogendoorn, S.A. (2002) *Toezicht in meervoud*. Den Haag: Boom.
- Hopt, K.J. en E. Wymeersch (1997) *Comparative corporate governance, essays and materials*. Berlijn: Walter de Gruyter.
- Kraakman, R.R. en P. Davies (2004) *The anatomy of corporate law*. Oxford: Oxford University Press.
- Lawrence, P.R. en J.W. Lorsch (1967) *Organization and environment*. Boston: Harvard University Press.
- Ostrom, E (1990) *Governing the commons*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Ridder, J. de (1990) *Toezicht in de ruimtelijke ordening*. Deventer: Kluwer.
- Ridder, J. de (2004) *Een goede raad voor toezicht*. Den Haag: Boom.
- Timmerman, L. (2002) *De internationalisering van het effectenverkeer*, *Ondernemingsrecht* 2002(6), 167-170.
- Van der Vossen, G.J. (2007) *Goed toezichthouderschap*, Den Haag: SDU uitgeverij