



Minder is beter: naar een ander toezicht

Dit artikel schetst de hoofdlijnen voor het gewenste toezicht op de financiële sector. Andere regulering in plaats van meer regulering is nodig. Principes in plaats van gedetailleerde regels moeten het uitgangspunt zijn.

**LEX HOOGDUIN,
VIOLA VAN
LEEUVEN EN
EDWIN WELLER**

Alle drie werkzaam bij Robeco. Lex Hoogduin is daarnaast directeur van IRIS

De financiële sector is doorgaans sterk gereguleerd, zelfs in markteconomieën. Financiële markten werken niet perfect en het falen van de marktwerking is de hoofdreden voor het houden van toezicht op de financiële sector. De belangrijkste imperfecties in financiële markten zijn asymmetrische informatie en externe effecten. Asymmetrische informatie wordt veelal als de belangrijkste reden voor het gedragstoezicht en prudentieel toezicht op individuele finan-

ciële instellingen genoemd, de twee functionele vormen van het zogenoemde microtoezicht. Zonder toezicht zouden de integriteit van het financiële stelsel en het verschaffen van voldoende en juiste informatie niet zijn gewaarborgd en zouden financiële instellingen geneigd zijn te veel risico te nemen.

Financiële instellingen zijn door onderlinge schulden en vorderingen en via het betalingsverkeer sterk met elkaar verbonden. Daardoor is er sprake van zogenoemd systeemrisico. Als een grote financiële instelling in de problemen raakt, kunnen andere instellingen die belangrijke banden met deze financiële instelling hebben, ook worden geraakt. Het financiële systeem kan sterk worden belemmerd in zijn functioneren, met als consequentie dat ook

de reële economie een tik krijgt. Toezicht op financiële stabiliteit wordt ook wel macrotoezicht genoemd.

Deze marktimperfecties blijven ook in de toekomst een reden voor het houden van toezicht op financiële instellingen. Maar het is goed om op gezette tijden de organisatie en werking van het toezicht kritisch tegen het licht te houden. De financiële sector is geen statisch, maar een dynamisch systeem, dat zich in de loop van de tijd ontwikkelt. De recente kredietcrisis is daarvan een voorbeeld. Ook de externe omgeving van het financiële stelsel is dynamisch; een voorbeeld daarvan is de voortgaande globalisering.

In dit artikel worden het gedragstoezicht (gericht op ordelijke en transparante marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten), het prudentieel toezicht (gericht op de soliditeit van financiële instellingen) en het toezicht op de financiële stabiliteit van het financiële systeem (systeemtoezicht) op hoofdlijnen besproken. Daarnaast worden voorstellen voor een ander toezicht gedaan.

Gedragstoezicht

Het toezicht op financiële instellingen is lange tijd voornamelijk prudentieel van aard geweest. De regels in de Wet toezicht kredietwezen 1992 en de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 strekten ertoe om de de liquiditeits- en solvabiliteitspositie van banken en verzekeraars te waarborgen. Deze toezichtwetten bevatten nog nauwelijks regels van gedragstypische aard.

In de financiële toezichtwetgeving zijn de laatste jaren echter steeds meer gedragsregels opgenomen om consumenten beter te beschermen, onder meer door de Wet financiële dienstverlening en door de implementatie van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) in de Wet op het financieel toezicht (Wft). De reikwijdte van de gedragsregels is bovendien de laatste tien jaar vergroot en de gedetailleerdheid van de regelgeving is eveneens toegenomen. Door de verankering van het functionele toezichtmodel in de Wft wordt het belang dat de wetgever tegenwoordig aan het gedragstoezicht hecht nog eens

onderstreept. Het functionele toezichtmodel maakt binnen het microtoezicht onderscheid tussen twee toezichtfuncties, het prudentieel toezicht en het gedragstoezicht. Dit is het zogenoemde *twin peaks*-model. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft tot taak het prudentieel toezicht uit te oefenen en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) dient het gedragstoezicht uit te oefenen. DNB is de vergunningverlenende instantie voor het uitvoeren van het bedrijf van bank, van het bedrijf van levens- of schadeverzekeraar en van het bedrijf van clearinginstelling. De AFM beslist over de toelating van ondernemingen die rechten van deelneming in beleggingsinstellingen aanbieden, adviseren over financiële producten, bemiddelen in financiële producten of beleggingsdiensten verlenen.

De regels in het Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen van de Wft hebben globaal genomen betrekking op ten eerste de zorgplicht en adequate informatievoorziening, en ten tweede het instellingstoezicht. De meest elementaire vorm van gedragstoezicht is het toezicht op adequate informatievoorziening. De gedragsregels in de Wft zijn er dan ook mede op gericht om de consument te voorzien van informatie zodat hij in staat wordt gesteld zich een adequaat oordeel te vormen over een bepaald product en een bepaalde vorm van dienstverlening. Informatieverstrekking wordt door de wetgever gezien als hoeksteen van de consumentenbescherming.

Instellingentoezicht ziet toe op de personen en processen binnen de financiële instelling. Het gaat dan om het toetsen van de betrouwbaarheid en deskundigheid van de bestuurders en mede-beleidsbepalers en het waarborgen van een beheerste en integere bedrijfsuitoefening. Ook vallen onder het instellingentoezicht de regels ten aanzien van belangentegstellingen.

Zorgplicht en informatieverplichtingen in de Wft

De belangrijkste regels ter bescherming van de consument zijn de informatieverplichtingen. Het aantal informatieverplichtingen in de Wft voor financiële instellingen is dan ook groot, en ze zijn bovendien vaak *rule based* van aard. Er wordt vaak niet alleen voorgeschreven aan welke informatieverplichtingen moet worden voldaan, maar ook op welke wijze. Voorbeelden van dergelijke gedetailleerde informatieverplichtingen zijn terug te vinden in de voorschriften voor een Financiële Bijsluiting, prospectus en reclame-uitingen.

Bij het aanbieden van complexe producten zijn financiële instellingen verplicht om een Financiële Bijsluiting aan het publiek ter beschikking te stellen. De vorm en inhoud van de Financiële Bijsluiting en ook de wijze van verstrekking ervan aan de consument zijn wettelijk voorgeschreven. In deze bijsluiting dient bovendien een vereenvoudigde risico-indicator te worden opgenomen.

Verder is voor het aanbieden van onder meer beleggingsobjecten een prospectus noodzakelijk. Er worden gedetailleerde voorschriften gegeven over de vorm en inhoud hiervan. Zo is er een standaardindeling verplicht van de volgorde waarin bepaalde onderwerpen dienen te worden behandeld. Zelfs wordt aangegeven uit hoeveel woorden de samenvatting van de kerngegevens mag bestaan.

Ten slotte dienen in reclame-uitingen bepaalde standaard-waarschuwingzinnen te worden opgenomen. Zo moet informatie over de belangrijkste financiële risico's van schuldproducten als volgt worden beschreven: "Het risico dat u met een schuld blijft zitten zoals opgenomen in de Financiële Bijsluiter is (...)." Of voor zover het een opbouwproduct betreft, bijvoorbeeld een beleggingsverzekering: "Het risico dat u uw inleg niet terugkrijgt zoals opgenomen in de Financiële Bijsluiter is (...)." Voor iedere reclame-uiting voor een complex product dient bovendien een risico-indicator te worden opgenomen.

Naast deze informatieverplichtingen over producten rust op de financiële instelling ook de plicht om bij haar cliënten informatie in te winnen over alle (persoonlijke) omstandigheden en feiten die relevant zijn voor de aangeboden dienstverlening. Dit is het zogenaemde 'ken-uw-cliënt'-beginsel. De omvang van deze onderzoeksverplichting is afhankelijk van het soort product en de soort dienstverlening. Financiële instellingen dienen voorafgaand aan het verlenen van beleggingsadvies of het verrichten van vermogensbeheer bij de cliënt informatie in te winnen over diens financiële positie, risicobereidheid, kennis, ervaring en beleggingsdoelstelling voor zover dit redelijkerwijs relevant is. De financiële instelling dient niet alleen informatie bij de cliënt in te winnen maar moet die informatie ook beoordelen.

Effectiviteit van de zorgplicht en informatieverplichtingen

De omvang en gedetailleerdheid van de informatie- en onderzoeksverplichtingen roepen de vraag op of deze niet te ver zijn doorgeschoten. Een consument dient steeds meer informatie te lezen om zich een oordeel te vormen over het aangeboden product of de dienst. Uit onderzoek door 't Hart en Du Perron (2006) blijkt dat een consument die geïnteresseerd is in een complex financieel product (beleggingsverzekeringhypothec) 41 documenten met in totaal 398 pagina's en ruim 18.500 woorden dient te lezen om kennis te nemen van alle voorwaarden van een dergelijk product. Het is een illusie om te denken dat hoe meer informatie wordt verstrekt door financiële instellingen hoe beter consumenten zich een oordeel kunnen vormen over de aangeboden producten. Informatie verstrekken is alleen zinvol als de cliënt die heeft gelezen en ook heeft begrepen en vervolgens ook op grond van die informatie een rationele beslissing neemt. De huidige hoeveelheid informatie schiet zijn doel voorbij. Weinig mensen zullen die tot zich willen en kunnen nemen.

Afgezien van de hoeveelheid informatie, moet de consument ook in staat zijn deze te beoordelen. Hoe staat het daarmee? Ondanks het feit dat het opleidingsniveau van de Nederlandse consument de laatste jaren is gestegen en hij ook steeds mondiger is geworden, is de financiële kennis beperkt. Het probleem is dat de meeste consumenten sommige producten slechts eenmalig aanschaffen, zodat het aantal leermomenten gering is.

Een consument die geïnteresseerd is in een complex financieel product dient 41 documenten met in totaal 398 pagina's te lezen om kennis te nemen van alle voorwaarden van een dergelijk product

Het inzicht dat Nederlanders hebben in hun persoonlijke financiële situatie is ook beperkt. Denk bijvoorbeeld aan de belabberde kennis over het eigen pensioen, die keer op keer blijkt. Consumenten verdiepen zich bovendien meestal nauwelijks in de kenmerken van een financieel product. Ze kunnen de risico's vaak niet overzien en weten niet hoe het product werkt. Uit rapporten van de AFM (2004) en de FSA (2004) blijkt dat de consument meer

aandacht besteedt aan de aanschaf van een auto dan aan de aanschaf van een hypothecaire lening. In de praktijk neemt de cliënt vaak niet eens de moeite om het prospectus, de Financiële Bijsluiter of verzekeringspolis door te nemen. Hij stopt alles ongelezen in een map en haalt die papieren pas weer te voorschijn op het moment dat de beleggingen tegenvallen of als er een beroep moet worden gedaan op de verzekering. De informatie die op last van de toezichthouder moet worden verstrekt komt niet aan en is dus niet effectief. De consument hoeft niet alle finesses van financiële producten te kennen, maar een verbetering van algemene financiële kennis is wel gewenst. Omgaan met financiën zou op scholen verplicht moeten worden onderwezen. De basiskennis van de consument kan zo worden vergroot zodat hij er beter in kan slagen om geschikte producten en diensten te kiezen. Financiële instellingen kunnen ook een rol vervullen bij het vergroten van de kennis omtrent financiële producten en financiële diensten bij hun (potentiële) klanten. Bijvoorbeeld de online-vermogensbank Alex stelt aan (potentiële) klanten een cd beschikbaar over 'beter beleggen in beleggingsfondsen' en aan de Alex Academy kunnen trainingen en coachingssessies worden gevolgd. De kwaliteit van de financiële dienstverlening is mede afhankelijk van de informatie die de consument over zijn financiële situatie en persoonlijke omstandigheden verstrekt.



Hierbij moet ook worden gedacht aan informatie over producten en diensten die bij andere financiële instellingen zijn afgenomen. Hoe meer informatie de consument geeft met betrekking tot zijn persoonlijke situatie hoe nauwkeuriger de financiële instelling kan beoordelen of het product passend is voor de klant. Financiële instellingen zijn op grond van de Wft verplicht informatie met betrekking tot financiële positie en doelstelling in het kader van het ken-uw-cliënt-beginsel bij de consument op te vragen (haalplicht). De consument is op grond van de Wft echter niet verplicht om de door de financiële instellingen gevraagde informatie ook daadwerkelijk te verstrekken (geen brengplicht). Door het opleggen van een eenzijdige verplichting aan financiële instellingen werkt het ken-uw-cliënt-beginsel niet goed, het zou beter werken als de consument ook verplicht is de juiste en volledige informatie te verstrekken.

De informatie-asymmetrie tussen klant en financiële instelling voor wat betreft de voorkeuren en positie van de klant kan nooit volledig worden opgeheven. Ondanks de zorgplicht van de financiële instelling moet daarom de klant de hoofdverantwoordelijkheid dragen voor zijn eigen beslissingen.

Regelgeving versus cultuur

De laatste twee jaar is de financiële sector overspoeld met nieuwe wetgeving, zoals de totstandkoming van de Wft en de implementatie van Bazel 2 en de MiFID in de Wft. Meer regelgeving leidt echter niet automatisch tot de vorming van betere normen en waarden binnen een financiële instelling. Het gevaar is dat regelgeving wordt gezien als een substituuat voor het ontwikkelen en onderhouden van een goede bedrijfscultuur en een verstandige houding ten opzichte van het nemen van risico en besluiten in een onzekere situatie. Hoe gedetailleerder de regelgeving, hoe minder de eigen verantwoordelijkheid van de onderne-

Meer en gedetailleerdere regels zouden de kredietcrisis of de fraude bij Société Generale niet hebben kunnen voorkomen

beseft binnen een onderneming. De cultuur binnen een instelling is gebaseerd op impliciete, maar duidelijke gedragsregels en werkwijzen en een goede sociale controle op de naleving daarvan. Bijvoorbeeld binnen een onderneming zouden leidinggevenden en medewerkers dezelfde overtuigingen en ideeën moeten hebben over het omgaan met klanten. Een juiste cultuur binnen een onderneming zorgt ervoor dat de naleving van interne procedures beter is.

Het is niet alleen van belang dat de procedures binnen een onderneming goed zijn vastgelegd maar dat medewerkers ook het nut van die procedures inzien en ook in de praktijk naar die procedures handelen. De voorbeeldfunctie van de raad van bestuur en leidinggevenden ten opzichte van de medewerkers is daarbij van groot belang. Bestuurders en leidinggevenden moeten het gewenste gedrag ook uitdragen richting hun medewerkers. Als er bijvoorbeeld interne regels zijn voor het aannemen van relatiegeschenken dan zal de raad van bestuur of de leidinggevende het goede voorbeeld moeten geven en moeten afzien van reisesjes naar bijvoorbeeld de olympische spelen.

Binnen het domein van het gedragstoezicht zijn dan ook niet zozeer de regels over de informatieverstrekking (het toezicht op adequate informatievoorziening) maar de betrouwbaarheidstoetsing van bestuurders en de regels voor de integere bedrijfsvoering (het instellings- toezicht) beslissend. Door met een beperkt aantal regels gebaseerd op beginselen (*principle based*) te volstaan wordt meer verantwoordelijkheid bij de financiële instelling gelegd.

De eisen van redelijkheid en billijkheid (artikel 6:248 BW) en de eisen die aan goed opdrachtgeverschap (7:401 BW) worden gesteld dienen als uitgangspunt te worden genomen bij het opstellen van principle based gedragsregels. Op deze beginselen zijn ook de huidige 'ken-uw-cliënt'-regels gebaseerd. De basisnorm voor het verstrekken van informatie aan de consument is steeds dat de verschaft informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn (artikel 4:19, tweede lid, Wft). De doelstelling van deze regels zou de leidraad door het gehele gedragstoezicht kunnen worden.

Voor consumenten dient duidelijk te zijn dat toezicht niet betekent dat er nooit iets mis kan gaan. De consument houdt altijd een eigen verantwoordelijkheid en kan nooit zonder zich in een financieel product of

ming op dit punt zal worden gezien. Meer en gedetailleerdere regels zouden de kredietcrisis of de fraude bij Société Generale niet hebben kunnen voorkomen. Het is een illusie te menen dat incidenten kunnen worden voorkomen door meer regelgeving of door meer rapportages richting de top van de onderneming en aan de toezichthouders. Er zullen altijd incidenten blijven bestaan en soms moet men die als incident blijven beschouwen. Ondernemen is risico's durven nemen en het maken van fouten en incidenten horen daarbij. Het voorkómen van incidenten kan alleen door te stoppen met ondernemen en dat kan niet de bedoeling zijn. Het aantal incidenten kan efficiënter worden beperkt door bewust te sturen op de cultuur en het morele

dienst te verdiepen, financiële transacties doen omdat er toezicht is.

Principle based versus rule based regelgeving

Bij principle based regelgeving wordt meer overgelaten aan de eigen verantwoordelijkheid van de financiële instelling. Door meer nadruk te leggen op het doel en minder op het middel heeft de financiële instelling meer vrijheid om zelf te bepalen hoe zij de regel wil invullen. Dit biedt ruimte voor maatwerk in de eigen bedrijfsvoering onder soms snel veranderende omstandigheden. De tegenstanders van open normen geven veelal aan dat zulke normen tot rechtsonzekerheid leiden, of positief geformuleerd: een rule based benadering leidt tot rechtszekerheid. Maar rule based regelgeving kan het wantrouwen van consumenten in financiële instellingen voeden. Consumenten kunnen gemakkelijk denken dat gedetailleerde regels nodig zijn omdat financiële instellingen eigenlijk onbetrouwbaar zijn. Dit terwijl juist vertrouwen de basis is waar het financiële stelsel op draait. De voorstanders van open normen noemen als voordeel de rechtsvrijheid en daarmee de invulling van de eigen verantwoordelijkheid. De financiële toezichtregels zijn grotendeels gebaseerd op Europese richtlijnen die rule based zijn opgesteld. De implementatie van de MiFID in nationale wetgeving heeft geleid tot meer rule based wetgeving. Stappen op weg naar meer principle based regelgeving moeten daarom als eerste in Brussel worden gezet. Vervolgens dienen lidstaten zich te onthouden van *goldplating*, zodat er daadwerkelijk harmonisatie van regelgeving in de EU kan plaatsvinden.

Een principle based benadering past prima in het streven van het huidige kabinet om de administratieve lasten voor het bedrijfsleven terug te dringen door onder andere meer wet- en regelgeving op hoofdlijnen op te stellen en het vertrouwen in de maatschappij te versterken. Bij de uitoefening van het toezicht moeten de toezichthouders in de toekomst steeds meer uitgaan van de eigen verantwoordelijkheid van financiële instellingen. Dit past ook bij het hiervoor beschreven uitgangspunt van meer principle based regelgeving. Toezichthouders moeten meer bilateraal contact met de financiële instellingen hebben en beoordelen of de onderneming op adequate wijze het doel van de voorgeschreven normen bereikt. Door het vergroten van het bilateraal contact kan het aantal onderzoeken bij de instellingen worden beperkt. Dit leidt tot vermindering van de administratieve lasten voor de financiële instellingen en is daardoor ook goed voor het vestigingsklimaat Nederland.

Prudentieel toezicht

In het prudentieel toezicht zal de komende jaren de invoering en verdere vervolmaking van de regels van Bazel 2 centraal staan. Daarbij zal de nadruk relatief sterk op de tweede pijler (eigen beoordeling door de financiële instelling van de toereikendheid van het kapitaal in relatie tot het risicoprofiel) moeten liggen. Dat sluit het beste aan bij toe-

De vraag hoe het omgaan met onzekerheid georganiseerd moet worden binnen de instelling, moet meer aandacht krijgen

zicht dat is gebaseerd op de eigen verantwoordelijkheid van de onderneming. Kwantitatieve kapitaalvereisten uit de eerste pijler zijn nuttig. Maar risicomangement is geen exacte wetenschap. Dat heeft de kredietcrisis nog weer eens duidelijk gemaakt. Niet alle onzekerheid is kwantificeerbaar. Meer nadruk zou moeten worden gelegd op hoe financiële instellingen

omgaan met onzekerheid dan op het precies trachten te meten van risico's. Het laatste leidt maar al te gemakkelijk tot het gevoel dat risico's onder controle zijn en daarmee in feite niet meer bestaan. Maar dat is nooit het geval. Het accent op omgaan met onzekerheid betekent dat sterk de nadruk wordt gelegd op de cultuur en op de prikkels die binnen financiële instellingen bestaan voor het nemen van beslissingen. De vraag hoe het omgaan met onzekerheid georganiseerd moet worden binnen de instelling, moet meer aandacht krijgen. Hoe wordt risicomanagement georganiseerd en hoeveel invloed hebben degenen die zich met risicomanagement bezighouden binnen de organisatie?

Kwantitatieve risicomatstaven moeten als aanvullend op de tweede pijler worden gezien in plaats van andersom. De rol van kredietbeoordelaars moet in hetzelfde licht worden gezien. Hun waarderings moeten nooit als zoete koek worden geslikt. Een financiële instelling moet altijd een eigen oordeel hebben over de risico's die zij neemt. Uiteindelijk moet de financiële instelling zich verantwoordelijk voelen voor de te nemen risico's. De belangrijkste vraag de komende jaren rond de kapitaalvereisten uit de eerste pijler is hoe deze minder procyclisch en liefst anticyclisch kunnen worden gemaakt. De organisatie van kennis en informatiestromen binnen financiële instellingen is een ander onderwerp dat veel inspanningen vergt. Hoe zorgt de instelling ervoor dat essentiële informatie en kennis beschikbaar zijn op de hogere niveaus, zodat daar afgewogen beslissingen kunnen worden



genomen? De verschuiving van het accent van kwantitatief risicomanagement naar omgaan met onzekerheid plaatst het gewicht op het been van aandacht voor mensen en hun motieven en minder op het been van modellen en meten.

De grenzen van wat goed toezicht wel en niet kan bewerkstelligen moeten steeds duidelijk worden gemaakt. De toezichthouder

kan en mag niet op de stoel van het management van een instelling gaan zitten. De prikkels voor het nemen van verstandige beslissingen zijn in een markteconomie het grootst als de instellingen zich zelf verantwoordelijk voelen voor hun beslissingen en dat ook in de praktijk zijn. Daarom moet de toezichthouder altijd op afstand blijven. Het kan ook niet anders omdat de toezichthouder, hoe goed hij ook is geïnformeerd, altijd een informatieachterstand zal hebben ten opzichte van het management van de instelling zelf.

Toezicht heeft daarom zijn beperkingen, maar dat wordt in de maatschappij vaak niet geaccepteerd. De verwachting lijkt al te vaak te zijn dat toezicht moet garanderen dat een financiële instelling niet failliet gaat, maar dat is niet het doel van toezicht. Het zou leiden tot slapper risicomanagement bij de instellingen zelf als gevolg van *moral hazard*, het gevoel dat de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor de instelling bij de toezichthouder ligt in plaats van bij het management zelf.

Toezicht moet er vooral voor zorgen dat binnen een financiële instelling goed met het nemen van beslissingen onder onzekerheid wordt omgegaan. De ambitie van toezicht moet extra controle zijn, maar geen goedkeuringstempel voor concrete beslissingen. De toezichthouder kan en moet niet op de stoel van het management gaan zitten.

Het houden van toezicht sluit dus niet uit dat het management en andere medewerkers van een instelling fouten maken of dat instellingen failliet gaan. Opereren op de financiële markten blijft opereren onder onzekerheid: ook

**Uitgebreider
prudentieel toezicht
zou in ieder geval
verplicht moeten
zijn voor instellingen
die relevant zijn voor
het handhaven van
financiële stabiliteit**

als een financiële instelling perfect omgaat met onzekerheid, zullen zich ongunstige uitkomsten voordoen. Niet ieder verlies is een fout van het management en moet tot de conclusie leiden dat zaken binnen die instelling fout zijn georganiseerd.

Het duidelijk maken van de belangrijke, maar beperkte rol van toezicht in een samenleving waar geen ongeluk of tegenslag meer lijkt te worden geaccepteerd zonder dat iemand daarvan de schuld krijgt, is een grote uitdaging. Dat voortdurend uitleggen en er steun voor verwerven is een hoofdtaak van de toezichthouder. De gedachte achter de derde pijler van Bazel 2 (publicatievereisten) is waardevol. Voldoende informatieverstrekking aan marktpartijen is belangrijk

om de informatie-asymmetrie tussen de instelling en de buitenwereld zo veel mogelijk te beperken. Maar ook hier is het van belang dat de toezichthouder dit beginsel formuleert en het vooral aan de instellingen zelf overlaat daaraan een goede invulling te geven. Een aparte pijler in het toezicht is daarvoor niet nodig: transparantie is geen wondermiddel. De financiële instelling zelf zal altijd een informatievoorsprong houden op marktpartijen. De vraag welke financiële instellingen onder prudentieel toezicht moeten staan, moet opnieuw worden bezien. Het lijkt daarbij van belang om een goed onderscheid te maken tussen het verlenen van een vergunning voor het starten van een financiële instelling en het houden van toezicht op het omgaan met onzekerheid (de kern van het prudentieel toezicht). Wat het eerste betreft lijken weinig wijzigingen ten opzichte van het huidige beleid nodig. Uitgebreider prudentieel toezicht zou in ieder geval verplicht moeten zijn voor instellingen die relevant zijn voor het handhaven van financiële stabiliteit. In Nederland gaat het dan naar het zich laat aanzien alleen om een handvol grote banken die hier hun hoofdkantoor hebben. Als andere instellingen dan banken systeemrelevant zijn, worden ze onder toezicht gesteld. Voor alle andere financiële instellingen zou overwogen kunnen worden het toezicht vrijwillig te maken. Instellingen kunnen tegen betaling om toezicht van DNB vragen. Alle instellingen zouden in hun communicatie met klanten en andere marktpartijen steeds moeten vermelden of ze al dan niet onder toezicht staan. Uitsluitend op banken die onder toezicht staan is het depositogarantiestelsel van toepassing. Het depositogarantiestelsel garandeert een minimumniveau van bescherming voor tegooden die particulieren en kleine ondernemingen aan banken hebben toevertrouwd. Dit zou ook betekenen dat verplicht prudentieel toezicht op niet-systeemrelevante pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen wordt afgeschaft. Dat kan niet van de ene op de andere dag. Eerst zou vooral een goed beheer van de betrokken instellingen moeten zijn verzekerd.

Stabiliteit van het financiële systeem

De zorg voor het handhaven of terugbrengen van financiële stabiliteit heeft de laatste jaren steeds meer aandacht gekregen. Een groot aantal centrale banken en internationale instellingen brengen zogenoemde

financiële stabiliteitsrapporten uit en zien voor zichzelf op dit terrein een belangrijke rol. Financiële stabiliteit gaat om het beperken van de omvang en diepte van financiële crises en het oplossen van crises die zich onvermijdelijk voordoen in een markteconomie. Na de fusie met de Pensioen- en Verzekeringkamer heeft DNB zich nadrukkelijk als hoeder van de Nederlandse financiële stabiliteit gepositioneerd. Er is een aparte divisie opgericht die al het werk op dit terrein coördineert. De communicatie van DNB is sterk op dit thema gericht. Het is het verbindende thema van alles wat DNB doet.

Het is terecht dat DNB een grote rol speelt in het beleid gericht op financiële stabiliteit. De functie van uiteindelijke verstrekker van liquiditeiten aan financiële instellingen die in de problemen zijn, prudentieel toezichthouder op financiële instellingen en eerstverantwoordelijke op het terrein van financiële stabiliteit zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Alleen als DNB toezicht houdt op financiële instellingen, kan ze beslissen over liquiditeitssteun aan die instellingen. Prudentieel toezicht op systeemrelevante instellingen is de belangrijkste vorm van beleid gericht op het handhaven van financiële stabiliteit.

Deze logica leidt ook tot de conclusie dat oprichting van een Europees stelsel van toezichthouders met zich mee moet brengen dat ook het handhaven van financiële stabiliteit een primaire taak van het Eurosysteem zou moeten worden. Omdat dat moment nog ver weg is, en nu al vele risico's voor financiële stabiliteit zich over landsgrenzen heen bewegen, moet krachtig verder worden gegaan op de weg van het maken van coördinatieafspraken tussen de toezichthouders in zo veel mogelijk landen.

Het raamwerk voor de analyse van financiële stabiliteit is veel minder ontwikkeld dan dat voor de monetaire analyse. De strategie voor het monetaire beleid heeft een afgebakend analysekader dat is gebaseerd op de moderne monetaire theorie. Veel tijd moet nog worden gestoken in het beter definiëren van wat financiële stabiliteit is. Ook de beste vormgeving van het beleid in dit kader zal nog de nodige inspanningen vergen. Centrale banken kunnen dit niet alleen. Overheden zijn daarbij ook betrokken, omdat regulering van de financiële sector een van de instrumenten is om financiële stabiliteit te handhaven.

Er lijkt winst te halen door de definitie van financiële stabiliteit nauwer te trekken dan tot nu toe door DNB wordt gedaan. Voor DNB is efficiëntie van de financiële markten onderdeel van de definitie van financiële stabiliteit. Dat roept meteen een coördinatievraagstuk met de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) op, die verantwoordelijk is voor het mededingingsbeleid voor de financiële sector.

Een kernachtigere definitie van financiële stabiliteit kan ook bijdragen aan een effectiever beleid gericht op financiële stabiliteit, omdat in dit beleid dan meer focus kan worden aangebracht. Een stabiel financieel stelsel moeten worden gedefinieerd als een stelsel dat kan reageren op schokken zonder daarbij onnodige welvaartsverliezen te veroorzaken en dat zelf geen onnodige fluctuaties in de welvaart veroorzaakt.

Er wordt te veel aandacht en menskracht besteed aan het bewaken van het financiële stelsel

Financiële stabiliteit heeft dan te maken met schokbestendigheid en interne stabiliteit van het financiële systeem. De schokbestendigheid heeft te maken met exogene schokken en de interne stabiliteit vormt de endogene component van de stabiliteit van het stelsel.

Het beleid kan verder aan

kracht winnen door een accentverschuiving aan te brengen in de verschillende vormen van beleid. Ruwweg kan onderscheid worden gemaakt tussen aanpassingen in de werking van het financiële stelsel via regulering, bewaking van het financiële stelsel om mogelijke gevaren voor financiële stabiliteit op het spoor te komen, het zorgen voor voldoende buffers om tegenslagen soepel te kunnen opvangen en maatregelen om crises op te lossen.

Er wordt te veel aandacht en menskracht besteed aan het bewaken (monitoren) van het financiële stelsel, zeker gelet op de onoverzienbare stapel rapporten die daar over de gehele wereld meerdere malen per jaar over verschijnt. In de praktijk blijkt bewaken nauwelijks bij te dragen aan het voorkómen van financiële stabiliteitsproblemen. De recente kredietcrisis is een mooi bewijs van deze stelling. De ambitie achter monitoren is te hoog. Financiële crises zijn een onvermijdelijk onderdeel van de groei van de welvaart, die in een markteconomie met horten en stoten gaat. Dat is onvermijdelijk, omdat in een markteconomie de toekomstige welvaarts-groei voor een groot deel moet komen van in het heden nog onbekende innovaties. Fundamentele onzekerheid is onontkoombaar bij het nemen van de belangrijkste beslissingen in een markteconomie. Voeg daaraan toe het feit dat deze beslissingen gedecentraliseerd worden genomen door vele deelnemers aan het marktproces en de contouren van een patroon van cyclische groei, die volgt op innovaties, worden zichtbaar. Dat patroon kan alleen worden afgeschaft door de markt af te schaffen. Waar dat toe leidt hebben pogingen in de voormalig communistische landen duidelijk gemaakt: economische en humanitaire rampen. Maar

een perfecte markteconomie is een contradictio in terminis. De ambitie van het beleid gericht op financiële stabiliteit kan en moet dus niet het uitbannen van financiële crises zijn. Het moet wel proberen het aantal en de diepte van de zich altijd voordoende crises te beperken. Dit kan niet door een blauwdruk van een optimaal financiële stelsel voor ogen te hebben en die als leidraad voor het beleid te gebruiken. Het kan wel door te proberen geleidelijk gebleken imperfecties in de werking van de markten en financiële instellingen te verminderen. Geleidelijk in de tijd en stuk voor stuk. Te snelle veranderingen in de regulering en te veel veranderingen tegelijk zijn contraproductief. De werking van het financiële stelsel verbeteren is een proces van vallen en opstaan. Detailvoorspellingen van een marktproces zijn onmogelijk. Het marktproces ontleent juist zijn waarde aan het kunnen aggregeren van heel veel verspreide kennis en informatie. Die kennis en informatie kan nooit op een plaats worden gebundeld. Dat betekent dat de ambitie om de stand van zaken met betrekking tot financiële stabiliteit te kunnen meten, beschrijven en voorspellen gedoemd is tot teleurstellende resultaten te leiden. Voorspellen is daarbij extra moeilijk, vanwege de genoemde fundamentele onzekerheid die altijd een rol speelt in het marktproces. Het weer is veel beter te voorspellen dan de ontwikkeling van financiële stabiliteit. Daarom zou de aandacht veel minder moeten worden gericht op monitoren en veel meer op de andere vormen van beleid met betrekking tot de financiële sector.

Conclusies

Gedragsregels moeten worden beperkt tot principle based regelgeving. Toezicht moet uitgaan van de eigen verantwoordelijkheid van de financiële instelling en die van de consument.

Binnen het gedragsdomein moeten de regels daarom niet zijn gericht op informatieverstrekking maar op de betrouwbaarheidstoetsing van bestuurders en de regels voor integere bedrijfsvoering (het instellingstoezicht). Het prudentieel toezicht wordt zo veel mogelijk op basis van beginselen (principle based) worden

uitgevoerd. Er moet in het toezicht een accentverschuiving komen van risicomanagement op basis van kwantitatieve modellen naar het omgaan met onzekerheid. Minder aandacht voor modellen, meer aandacht voor mensen en hun motieven bij het nemen van beslissingen. De belangrijke, maar tegelijk beperkte rol van het toezicht moet voortdurend aan het publiek en aan marktpartijen worden gecommuniceerd. Toezicht kan geen faillissementen uitsluiten en is ook geen garantie voor een goed rendement.

Prudentieel toezicht is alleen verplicht voor systeemrelevante instellingen. Alle financiële instellingen moeten een vergunning hebben (toetsing op betrouwbaarheid en integriteit) en kunnen zich vrijwillig tegen betaling onder prudentieel toezicht stellen. In hun externe communicatie dienen financiële instellingen dan steeds te melden of ze al dan niet onder prudentieel toezicht staan.

Bij de invoering en verdere uitwerking van Bazel 2 moet de nadruk liggen op pijler 2. Publicatievereisten (derde pijler) zijn nuttig, maar zouden vooral een beginsel moeten zijn en vergen geen aparte pijler. De eerste pijler moet als aanvullend op de tweede worden gezien in plaats van andersom.

Voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen kan prudentieel toezicht pas facultatief worden als hun 'governance' goed is geregeld. Het toezicht op financiële stabiliteit moet zich meer richten op het geleidelijk minder crisisgevoelig maken van het financiële stelsel dan op de 'dagelijkse' monitoring ervan. Vooral het minder procyclisch en liefst anticyclisch maken van kapitaalvereisten en andere aspecten van de werking van het financiële stelsel zou centraal moeten staan.

LITERATUUR

AFM brochure, *Internationale Visie en Strategie van de AFM*, <http://www.afm.nl>.

AFM rapport (2004) *Kennismaking met de consument*, december 2004.

FSA rapport (2004) *Consumer understanding of financial risk*. *Consumer Research*, 33, november 2004.

Hart, F.M.A. 't en C.E. du Perron (2006) *De geïnformeerde consument – Is informatieverstrekking een effectief middel om consumenten afgewogen financiële beslissingen te laten nemen?* Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, deel 90.