

Wat bracht ons de Toeter van Docters van Leeuwen?

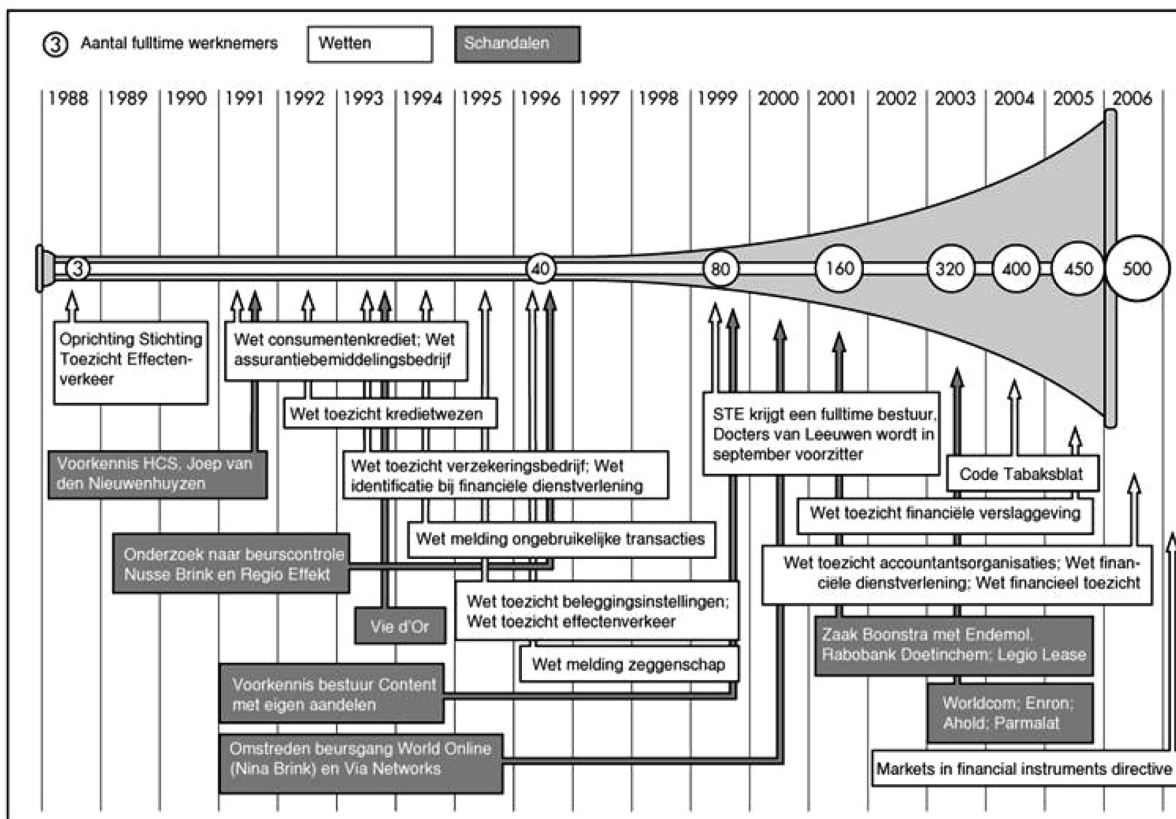
1. Inleiding

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) wordt steeds groter. Bij oprichting in 1988 als Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) bestond de toezichhouder nog maar uit drie werknemers. Echter vanaf 2000 groeit het aantal werknemers snel, zodat er vandaag de dag ruim 450 mensen werkzaam zijn. Vanaf haar oprichting worden steeds meer taken op het gebied van publieke bestuursbevoegdheden, handhavingsbevoegdheden en (nadere) regelgeving aan haar overgedragen¹. De reden voor de invoering en wijziging van wetten kan vaak gevonden worden in schandalen welke zich hebben voorgedaan. Enkele spraakmakende zaken zijn bijvoorbeeld de omstreden beursgang van World Online (WOL), de zaak Boonstra met Endemol, Legio Lease (LL), het boekhoudschandaal van Ahold en de buitenlandse affaires Enron en Parmalat. Zo betoogt het Ministerie van Financiën: 'De groei van de AFM is het gevolg van keuzes van het parlement om toezicht op of rond de financiële sector te versterken of te introduceren. Dit was weer naar aanleiding van verschillende affaires zoals voorkenniszaken, boekhoudfraudes bij Ahold en het aandelenleasedrama².'

Dit artikel zal een globale beschrijving van de toegenomen werkdruk van de AFM geven, vanaf de oprichting als STE in 1988 tot en met 2006. Hiermee zal een beeld worden geschetst van de dynamiek van de financiële wetgeving. Als leidraad zal hierbij figuur 1 worden gebruikt. Deze figuur^{3,4}, ook wel de Toeter van Docters van Leeuwen genaamd, geeft het aantal werknemers, de opgetreden schandalen en ingevoerde dan wel gewijzigde wetten gedurende de periode 1988-2006 schematisch weer.

* Myrthe Heijmering is onlangs afgestudeerd aan de Erasmus Universiteit voor de Master Financieel Recht. Mijntje Lückerath-Rovers is universitair docent van o.a. het vak Financiële Markten en Toezicht binnen de Master Financieel Recht aan de Erasmus Universiteit.

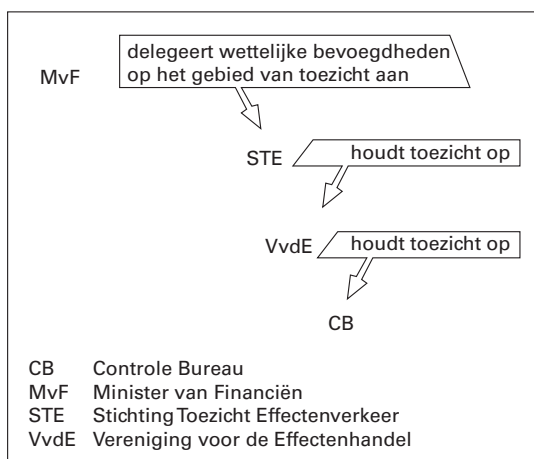
1. Eisma, S.E., Boogert, M.W. den, Dijk, J.M. van, et al (2002), *Leerboek effectenrecht*, 2^e druk, Nijmegen: Ars Aequi Libri, 307 p.
2. Boon, V. van der & Marel, G. van der (2005), 'Zalm straft financiële delicten fors harder af', *Het Financieele Dagblad* 3 februari 2005.
3. Figuur gebaseerd op, onder andere, J. Koelewijn, *NRC Handelsblad* 5 november 2005, en diverse presentaties van de AFM.
4. Docters van Leeuwen spreekt zelf over een 'toverbal': 'de metamorfose van de beurstoezichthouder is te vergelijken met een toverbal die in de loop van de tijd steeds dikker is geworden, maar ondertussen ook sterk van kleur in veranderd', 10 november 2004, Inleiding ter gelegenheid van het Congres Tijdschrift Ondernemingsrecht.



Figuur 1. Toeter van Docters van Leeuwen

2. Oprichting STE 1988-1989

In 1988 wordt de STE opgericht om het toezicht op het effectenverkeer door de overheid vorm en inhoud te geven. Tot die tijd hield de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) toezicht op de instellingen wier effecten aan de beurs genoteerd waren, en dit zelfregulerend toezicht werd in die periode nog als voldoende adequaat beschouwd. De enige publiekrechtelijke wet die onder de categorie effectenwetgeving van publiekrechtelijke aard viel, was tot die tijd de Beurswet 1914 met als toezichthouder de Minister van Financiën. De oprichting van de STE diende ertoe het toezicht op het effectenverkeer toe te wijzen aan een instelling die los zou staan van de overheid⁵. Na de oprichting van de STE kan de situatie op de beurs schematisch worden weergegeven als in figuur 2.



Figuur 2. Toezichtstructuur

De beurs werkt als een zelfregulerende instantie, hetgeen inhoudt dat de beurs zelf de regels vaststelt, toepast en de naleving ervan controleert⁶. De controle op naleving ligt in handen van het beursbestuur: de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE). Mogelijke malversaties worden eerst door een eigen controlebureau van de beurs, het CB, onderzocht. Het CB staat onder toezicht van en rapporteert aan vier gedelegeerde bestuursleden van de VvdE⁷. De onafhankelijke STE ziet erop toe dat die taak goed wordt verricht door de beurs.⁸ De STE wordt gefinancierd via wettelijke heffing die wordt opgelegd aan onder meer de beurs. De Minister van Financiën (MvF) heeft zijn wettelijke bevoegdheden op het gebied van toezicht op het effectenverkeer dus voor een belangrijk deel aan deze onafhankelijke stichting gedelegeerd.

Het CB neemt binnen de beurs een statutair en reglementair vastgelegde onafhankelijke positie in, hetgeen inhoudt dat onderzoeken van het CB bij de leden worden ingesteld in opdracht van de onafhankelijke bestuursvoorzitter, die geen bindingen heeft met de leden. De leden zijn reglementair verplicht aan de onderzoeken medewerking te verlenen: bij weigering wachten hen sancties. De uitkomst

5. Grundmann-van de Krol (2006), *Koersen door het effectenrecht*, zesde druk, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.
 6. Cross, D.H. (1993), 'Amsterdamse beurs bestrijdt voorkennis juist uit alle macht', *NRC Handelsblad* 19 oktober 1993, p. 10.
 7. Enk, W. van (1992), 'Prestige effectenbeurs taant door zwakke controle', *NRC Handelsblad* 15 januari 1992, p. 19.
 8. Berkhout, K. & Wessels, P. (1993), 'Maak misbruik van voorwetenschap openbaar', *NRC Handelsblad* 18 september 1993, p. 9.

van de onderzoeken mag in eerste instantie uitsluitend aan de voorzitter worden gerapporteerd. Het dagelijks bestuur van de beurs, de Commissie van Gedelegeerden (CvG), besluit vervolgens of en welke actie wordt ondernomen: zo kan een klacht worden ingediend bij de Commissie van Orde (CvO), het tuchtcollege van de beurs, die zware straffen kan en doet opleggen. Hierbij staat de weg open naar de Commissie van Beroep (CvB), welke in meerderheid bestaat uit deskundige, onafhankelijke personen⁹.

Het CB rapporteert tevens rechtstreeks aan de STE. De STE kan echter niet zelf een onderzoek instellen, dan wel een onderzoek door het CB gelasten. De toezichthouder (de STE) kan alleen op basis van de uitkomsten van onderzoeken welke het CB op initiatief van het beursbestuur uitvoert, haar taken uitoefenen. Nadeel hierbij is dat de bevoegdheden van het CB door de Wet Persoonregistratie zeer beperkt zijn: deze wet beschermt onder meer financiële administraties van beurspartijen tegen inzage door derden¹⁰. Banken kunnen zich dus beroepen op deze wet en medewerking weigeren door geen informatie af te staan aan het CB.

3. Periode 1990-1994

In 1992 zijn de Wet op het consumentenkrediet (Wck), de Wet op het assurantiebedrijfsbedrijf (Wabb) en de Wet toezicht kredietwezen (Wtk) ingevoerd. Een spraakmakende zaak welke zich in 1992 heeft voorgedaan, is de HCS-affaire. In 1993 zijn de Wet toezicht verzekeringsbedrijf (Wtv) en de Wet identificatie bij financiële dienstverlening (Wid) van kracht geworden. En ten slotte is in 1994 de Wet Melding ongebruikelijke transacties (Wet Mot) in werking getreden.

De hierboven genoemde wetten dienen veelal ter vervanging van oude wetten, onder andere teneinde Europese richtlijnen te implementeren in de Nederlandse wetgeving. Zo is de Wtk 1978 herzien mede vanwege de implementatie van de Tweede coördineringsrichtlijn, welke het vrije vestigen van kantoren en het vrij verrichten van diensten in andere lidstaten beoogt te vergemakkelijken, met de Wtk 1992 als resultaat¹¹. De Wtv 1993 dient ter vervanging van de oudere Wtv: de vervanging was het gevolg van onder andere de implementatie van twee Europese richtlijnen, welke beogen voorwaarden te scheppen voor het daadwerkelijk tot stand komen van een interne verzekeringsmarkt¹². De Nederlandse financiële wetgeving is dus aan verandering onderhevig welke gericht is op het bewerkstelligen van één Europese financiële markt.

Bovendien blijkt in deze periode dat de transparantie van en adequate informatieverstrekking door financiële instellingen van zeer groot belang worden geacht. Enkele wetten zijn dan ook zodanig aangepast, dat gewaarborgd wordt dat instellingen hun verplichting naleven om hun (potentiële) cliënten goed te informeren. Dit houdt in dat strengere voorschriften ten aanzien van informatieverstrekking zijn uitgevaardigd, zoals bij de wijzigingen van de Wck en de Wtk het geval was. Bij de Wck ging het hierbij om het informeren van het publiek over bijvoorbeeld de daadwerkelijke kosten, de maandelijkse lasten, de

effectieve rente op jaarbasis en de duur van de verplichting tot betaling¹³. En bij de Wtk ging het om onder andere informatie over de aanbieder, de kosten, het product, het rendement en het risico¹⁴. Ten slotte zijn, als gevolg van de Vie d'Or-affaire (faillissement van een levensverzekeraar)¹⁵, de Wabb en de Wtv aangepast. De Wabb is zodanig aangepast dat tussenpersonen verplicht zijn openheid van zaken te geven omtrent eventuele bindingen met levensverzekeraars, hetgeen de transparantie dient te bevorderen^{16, 17}. De Wtv is zodanig gewijzigd dat een duidelijke splitsing is aangebracht tussen enerzijds de beheers- en vereffeningaanpak en anderzijds de toezichtstaak¹⁸.

De Wid en de Wet Mot hebben (onder andere) ten doel voorkoming van misbruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de bestrijding van het witwassen zelf¹⁹. Hierin voorziet de Wid in een verplichting voor financiële instellingen, handelaren in zaken van grote waarde en vrijberoepsbeoefenaren om legitimatie van hun cliënten te verlangen en zorg te dragen voor het bewaren van deze identificatiegegevens²⁰. Het luidde het einde in van de bestaande zelfregulering welke niet adequaat genoeg bleek te zijn. Intensivering van de controle (en opsporing van) strafbare feiten met een bijbehorend strakker wettelijk kader bleek noodzakelijk te zijn. De Wet Mot voorziet in een meldingsplicht voor eenieder die beroeps- of bedrijfsmatig een financiële dienst verleent, handelaren in zaken van grote waarde en vrijberoepsbeoefenaren ten aanzien van elke verrichte of voorgenomen ongebruike-

9. Cross, D.H. (1993), 'Amsterdamse beurs bestrijdt voorkennis juist uit alle macht', *NRC Handelsblad* 19 oktober 1993, p. 10.
10. Wessels, P. (1992), 'Nieuwe wet maakt onderzoek voorwetenschap eenvoudiger', *NRC Handelsblad* 14 mei 1992, p. 22.
11. *Kamerstukken II 1991/92*, 22 665, nr. 3.
12. *Kamerstukken II 1992/93*, 23 199, nr. 3.
13. *Kamerstukken II 1999/2000*, 19 785, nr. 3, p. 3.
14. *Kamerstukken II 1997/98*, 26 130, nr. 3, p. 1-2.
15. In november 1993 raakt de levensverzekeraar Vie d'Or in problemen nadat de nieuwe directeur, B. Liewwma, melding maakt van wantoestanden. Vie d'Or kan niet meer aan zijn verplichtingen voldoen. Op 14 december 1993 wordt dan ook de vergunning van de levensverzekeraar ingetrokken en een dag later spreekt de rechtbank ten aanzien van het bedrijf de noodregeling uit (*LJNAS* 9032), waardoor de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) een machtiging verkrijgt om ofwel de gehele portefeuille van de verzekeraar c.q. een deel daarvan te vereffenen ofwel alle c.q. een deel van de rechten en plichten die voortvloeien uit de door de verzekeraar aangegane verzekeringsovereenkomsten over te dragen (*Kamerstukken II 1997/98*, 26 075, nr. 3). Hiermee wordt Vie d'Or failliet verklaard. Door het faillissement lopen zo'n 13 000 polishouders een schade van in totaal 150 à 180 miljoen gulden op. Uiteindelijk worden ook de PVK, de accountant en de actuaaris aansprakelijk bevonden; de PVK heeft niet gehandeld zoals van een redelijk handelend toezichthouder mocht worden verwacht (*LJN AP* 0151).
16. *Kamerstukken 1993/94*, 23 577, nr. 3, p. 4-8.
17. Dierten, T. (2000), 'Onafhankelijkheid staat op de tocht in het assurantieadvies', *Het Financieele Dagblad* 13 januari 2000.
18. *Kamerstukken II 1997/98*, 26 075, nr. 3.
19. *Kamerstukken II 1992/93*, 23 009, nr. 3.
20. *Kamerstukken II 1992/93*, 23 008, nr. 3.

lijke transactie²¹. De aanslagen in New York op 11 september 2001 hebben ertoe geleid dat de Wid en Wet Mot tevens gericht zijn op de bestrijding van de financiering van terrorisme²².

Gedurende de periode 1990-1994 is er sprake geweest van een actievare opstelling van de overheid. Alleen bij de Wabb is juist sprake geweest van een meer terughoudende opstelling van de overheid. De misstanden op het terrein van de assurantiebemiddeling waaraan de Wet Assurantiebemiddeling 1952 beoogde een eind te maken, behoorden in 1988 tot het verleden, zodat een terughoudende opstelling van de overheid passend was in de vervangende Wabb²³. Dit heeft geresulteerd in het vervallen van enkele artikelen welke de beloning van tussenpersonen regelden²⁴.

De HCS-affaire had betrekking op handel met voorkennis²⁵. De rechtszaak tegen Van den Nieuwenhuyzen was zeer spraakmakend en heeft grote gevolgen gehad voor de wetgeving op het gebied van voorkennis. De overwegingen van de rechtbank in deze zaak hebben geleid tot specifieke aanpassingen van de Wet toezicht effectenverkeer (Wte), teneinde de bewijslast voor het OM te verminderen. Dit heeft onder andere geleid tot het vervallen van het voordeelcriterium²⁶, het woord 'misbuik' is dan ook vervangen door 'gebruik', dat niet langer hoeft bewezen te worden dat de voorwetenschap beruiste op schending van een geheim^{27, 28}. Hiernaast heeft de HCS-affaire tezamen met de affaires Nusse Brink (NB) en Regio Effekt (RE) geleid tot veranderingen in de toezichtstructuur op de beurs.

4. Periode 1995-1999

In 1995 worden de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) en de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte) ingevoerd. In 1996 wordt de Wmz van kracht en wordt onderzoek verricht naar de beurscontrole bij de affaires Nusse Brink en Regio Effekt. Ten slotte krijgt de STE in 1999 een fulltimebestuur en vindt de affaire rond het bestuur van Content plaats, waarbij het gaat om handel met voorkennis. Deze periode was voor de STE zeer stormachtig. De taken en bevoegdheden zijn door de vele affaires in rap tempo uitgebreid. Kenmerkend voor de turbulentie van deze jaren is het volgende citaat: 'De STE maakt sinds het in werking treden van de Wte 1995 een periode van radicale vernieuwing door. Mijlpaal was de overgang in 1997 van een systeem van zelfregulering naar een direct publiek toezicht, dat in de wet is verankerd²⁹.'

De affaires Nusse Brink³⁰ en Regio Effekt hebben duidelijk gemaakt dat de zelfregulering door de beurs niet succesvol was. De beurscultuur alsmede de tegengestelde belangen van de beursmedewerkers waren zeker debet aan het feit dat geen adequaat toezicht werd uitgevoerd. Dit alles heeft dan ook geleid tot een sterke beperking van de zelfregulering door de beurs en een enorme toename van de macht van de STE. Voormalig voorzitter van de STE Loudon concludeerde dat er een scherpe scheiding moet worden gemaakt tussen de controleurs en degenen die op grond van de controlebevindingen al of niet sancties

opleggen. Volgens Loudon zijn dit verantwoordelijkheden die je moet scheiden: 'doe je dat niet dan ontstaat het gevaar dat een controleur kleine foutjes gaat zitten repareren. Daarmee loop je enorme risico's³¹'. Dit heeft geleid tot een scheiding tussen de toezichthoudende taken en de sanctionerende taken binnen de STE. Verder is bepaald dat de STE de leidende rol krijgt in voorkennisonderzoeken, waarbij het controlebureau van de effectenbeurs (het CB) primair verantwoordelijk is voor de vervolging van overtredingen van het handelssysteem voor effecten³².

Ook wordt op verzoek van de STE de Wte 1995 aangepast, teneinde de STE een rechtstreekse aanwijzingsbevoegdheid te geven bij overtreding van de prudentiële regels. Tenslotte heeft de STE alle controle- en toezichtstaken naar zich toetrokken voor zover deze niet 'beurseigen'

-
21. Om te bepalen of een transactie ongebruikelijk is dient gebruik te worden gemaakt van een indicatorenstelsel met zowel objectieve als subjectieve indicatoren. Transacties boven de 25 000 gulden dienen altijd te worden gemeld. *Kamerstukken II 1992/93, 23 009, nr. 3, p. 5-6.*
 22. *Kamerstukken II, 2005/06, 29 990, nr. 3, p. 4.*
 23. *Kamerstukken II, 1988/89, 20 925, nr. 3.*
 24. *Kamerstukken II, 1998/99, 26 531, nr. 3.*
 25. Op 7 april 1994 worden Van den Nieuwenhuyzen, Albada Jelgersma en Melchior, grootaandeelhouders van HCS, door de rechtbank vrijgesproken van handel met voorkennis. Het OM zet echter de zaak tegen de hoofdverdachte Van den Nieuwenhuyzen door en gaat in hoger beroep bij het Gerechtshof in Amsterdam. Daar er niet zozeer sprake is van handel met voorkennis maar van koersmanipulatie, spreekt het hof op 8 maart 1996 Van den Nieuwenhuyzen vrij. Volgens het hof was er geen sprake van koersgevoelige informatie noch van een directe relatie tussen de transactie en het behaalde voordeel.
 26. 'Voorkenningswetgeving scherpste in Europa', *Het Financieele Dagblad* 4 juli 1997, p. 1.
 27. Ramaer, J., 1999, 'De voorkennisjaks', *De Volkskrant* 14 januari 1999, p. 33.
 28. Fibbe, R.A. en Tillema, A.J.P., 'Misbruik voorkennis wetsontwerp kan verloop van effectenverkeer bemoeilijken', *Het Financieele Dagblad* 5 december 1996, Optiek, p. 11.
 29. *Jaarverslag STE 2000*, p. 8.
 30. De oprichters van het commissairbedrijf Nusse Brink worden veroordeeld tot respectievelijk 230 en 200 uur dienstverlening wegens verduistering en faillissementsfraude. (*LJN AA 4045 en NJ 2000, 537*). Vanwege de ondergang van Nusse Brink heeft de afdeling Forensic Accounting van KPMG in opdracht van de Amsterdamse beurs het toezicht door de beurs onderzocht. De eindconclusie hiervan was dat het toezicht adequaat was geweest (Ramaer, J., 'Forensic accountant onder vuur; Jongste tak van accountancy worstelt met commerciële en publieke taak', *De Volkskrant* 30 mei 2001). Naar aanleiding van een brief van de advocaat van gedupeerd premie- en effectkantoor F. van de Broek aan de MvF heeft het STE in samenwerking met het accountantskantoor Coopers & Lybrand opnieuw een onderzoek uitgevoerd naar het beurstoezicht. De advocaat betoogt over nieuwe bewijzen te beschikken die een 'onthutsend' beeld geven van de wijze waarop het CB toezicht heeft uitgeoefend op Nusse Brink ('Opnieuw onderzoek STE naar Nusse Brink', *Het Parool* 20 augustus 1996, p. 11).
 31. Kroon, J., en Meeus, J. (1996), 'Beursvoorzitter houdt vast aan zelfregulering', *Het Financieele Dagblad* 5 juni 1996, p. 15.
 32. 'Actieplan voor snellere aanpak beursfraude', *NRC Handelsblad* 6 oktober 1995, p. 1 en 17.

zijn: zo controleert het de financiële administraties van de commissaires^{33, 34}.

In september 1999 is de beheersstructuur van de STE veranderd. Het vijfhoofdig parttimebestuur van de STE is vervangen door een driehoofdig fulltimebestuur. Hierbij is de heer Docters van Leeuwen voorzitter van het nieuwe bestuur geworden. Het oude bestuur heeft zitting genomen in de op dat moment ingestelde raad van toezicht (RvT). De RvT ziet erop toe dat de taken van de STE door het bestuur naar behoren worden uitgevoerd.³⁵ Uiteraard heeft het steeds uitdijende takenpakket van de STE met de verandering van beheersstructuur te maken. Het ministerie van Financiën heeft namelijk in dat jaar de toezichthouder toestemming gegeven om uit te groeien tot een volwaardige toezichthouder op de Nederlandse effectenhandel³⁶.

Een andere observatie in deze periode is dat met de herziening van wetten is getracht leemten op te vullen alsmede kennelijk onduidelijke begrippen welke zichtbaar zijn geworden door de affaires, te omschrijven³⁷. De schandalen met de kostenstructuur van beleggingsinstellingen hebben bijvoorbeeld geleid tot strengere eisen van informatievoorziening jegens beleggers. En als laatste voorbeeld heeft de Content-affaire geleid tot verduidelijking van het begrip 'bestendige gedragslijn' en hiermee verduidelijking van een uitzonderingsbepaling behorende bij het handelen met voorkennis³⁸.

Ten slotte dient nog opgemerkt te worden dat de Content-affaire de schijnwerpers heeft gezet op de situatie waarbij de top van een onderneming personeelsopties in het eigen bedrijf bezit. Dit heeft ook geleid tot de Code Tabaksblat. En de affaires NB en RE waren een aanleiding voor de MvF om integriteit als expliciete toezichtsdoelstelling te definiëren^{39, 40}.

5. Periode 2000 -2004

In 2000 vonden de omstreden beursgangen van Via Networks (VN) en World Online (WOL) plaats. Ook is in datzelfde jaar de Wet Invoering dwangsom en bestuurlijke boete (Wet Idbb) van kracht geworden. Het jaar 2001 betekende de affaires Boonstra met Endemol, Rabobank Doetinchem en LL. In 2002 is de integriteitsnota⁴¹ opgesteld en de affaires Enron, Worldcom, Ahold en Parmalat vonden in 2003 plaats. Ten slotte is de Code Tabaksblat sinds 2004 wettelijk verankerd. De wijziging van STE naar haar rechtsopvolger de AFM vloeiende voort uit de nota 'Herziening van het toezicht op de financiële marktsector' van het ministerie van Financiën: de sectorale indeling van het toezicht maakt plaats voor een functionele indeling in prudentieel toezicht en gedragstoezicht. De STE is daarmee een cross-sectorgedragtoezichthouder geworden voor alle financiële instellingen, en daarbij werd een naamswijziging (AFM) passend gevonden⁴².

In de periode 2000 tot en met 2004 is er een einde gekomen aan de zelfregulering door de beurs mede als gevolg van de affaires VN en Worldcom. Deze verandering was reeds ingezet door de HCS-affaire, waarbij de affaires

NB en RE kunnen worden gezien als katalysator voor de politiek om de taken en bevoegdheden van de AFM uit te breiden⁴³. Door de affaires VN en Worldcom heeft de AFM ook het toezicht op de beursintroductions verkregen: het beslist over de verlening en intrekking van vergunningen aan ondernemingen welke een notering willen. Hiernaast wordt de AFM ook de instantie welke beslist wanneer de beurshandel wordt stilgelegd en de instantie die boetes uitdeelt aan bedrijven welke koersgevoelige informatie niet of te laat melden⁴⁴.

Hiernaast is in 2000 de Wet Idbb van kracht geworden, welke ertoe heeft geleid dat de dwangsom en bestuurlijke boete in acht wetten zijn ingevoerd⁴⁵. Hiermee is een accentverschuiving beoogd van strafrechtelijke naar bestuursrechtelijke handhaving van de financiële wetgeving, daar de strafrechtelijke handhaving relatief zwaar, tijdrovend en kostbaar is. Gehoopt wordt hierdoor onder meer het justitiële apparaat, dat zwaar overbelast is, te ontlasten.

De vele affaires hebben ertoe geleid dat het bevorderen van de integriteit en een integere bedrijfsvoering door de financiële sector in 2002 als een expliciete toezichtsdoelstelling is opgenomen, middels het van kracht worden van de integriteitsnota. Het toezicht erop is opgedragen aan de AFM⁴⁶. In de bestaande toezichtwetgeving lag al een aantal integriteitsaspecten besloten, zoals de betrouwbaarheid van bestuurders, commissarissen en (andere) (mede)beleidsbepalers welke is opgenomen als vergunningsvereiste. De nieuwe integriteitsbepaling zal een ruimere strekking (zoals een permanente integere bedrijfsvoering) hebben dan de bepaling waarop de al bestaande integriteitsaspecten zijn gebaseerd. Hiermee blijven de huidige richtlijnen van kracht, maar krijgen een andere wettelijke grondslag.

De Code Tabaksblat is in 2004 wettelijk verankerd⁴⁷. Het is hiermee een officiële gedragscode geworden met als doel

33. *Kamerstukken II 1997/98*, 25 670, nr. 3, p. 3.

34. Meeus, J. (1997), 'Zelfstandigheid is voor STE geen halszaak', *Het Financieele Dagblad* 12 juli 1997, p. 15.

35. *Jaarverslag STE 1999*.

36. Huisman, R. (1999), 'Bijbaanregeling hoort bij nieuwe status STE', *Het Financieele Dagblad* 9 januari 1999, sectie optiek, p. 6.

37. 'OM wil na Content-zaak uitleg wet voorkennis Amsterdam', *Het Financieele Dagblad* 12 juli 2001.

38. Financieel Expertisecentrum (FEC) rapportage participatieregeling, 1 juni 2003.

39. Oranje, J., 'Uit de ivoren toren; Centrale bank moet zich profileren als toezichthouder', *NRC Handelsblad* 13 april 2000, p. 35.

40. *Kamerstukken II 2001/02*, 28 373, nr. 3.

41. *Kamerstukken II 2001/02*, 28 373, nr. 3.

42. *Kamerstukken II 2001/02*, 28 122, nr. 2, p. 7.

43. 'Zalm geeft beurstoezicht meer macht', *Het Financieele Dagblad* 1 juli 2000, p. 1.

44. Elshout, P., 'Effectenbeurs zegt zelfregulering na 135 jaar gedag', *Het Financieele Dagblad* 2 juli 2005.

45. *Kamerstukken II 1997/98*, 25 821, nr. 3.

46. *Kamerstukken II 28 373*, nr. 3.

47. *Stb.* 2004, nr. 747.

het vertrouwen van het publiek in een eerlijke, integere en transparante gang van zaken binnen Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te herstellen. De code bevat principes ofwel beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en concrete *bestpractice* bepalingen die de bij de vennootschap betrokken personen dan wel partijen tegenover elkaar in acht moeten nemen. Beursgenoteerde vennootschappen met hun statutaire zetel in Nederland dienen in hun jaarverslag aan de code te refereren: ze dienen ofwel de code en bepalingen na te leven ofwel gemotiveerd uiteen te zetten waarom van naleving wordt afgezien. De gedragscode kan gezien worden als reactie op de vele affaires en de kritiek die als gevolg daarvan was ontstaan. Zo heeft de affaire Boonstra⁴⁸ met aandelen Endemol de discussie aangewakkerd omtrent beleggingen door topondernemers. De affaires VN en WOL hebben de onafhankelijkheid van commissarissen en hun bezoldiging alsmede de deskundigheid en samenstelling van de RvC tot een verhit discussiepunt gemaakt. Met name de rol van personeelsopties was hierbij een heikel punt, hetgeen het ook al bij de Content-affaire was geweest. En de boekhoudschandalen bij Worldcom, Enron, Ahold en Parmalat hebben de aandacht gevestigd op bestuurders/ commissarissen met personeelsopties.

Ten slotte hebben de affaires welke zich gedurende deze periode hebben voorgedaan, de aandacht gevestigd op een aantal onderwerpen. En die hebben op hun beurt weer geleid tot nieuwe wetgeving in volgende jaren. Zo werden als gevolg van de boekhoudschandalen Enron, Worldcom, Ahold en Parmalat de boekhoudregels, de rol van de interne en externe accountant alsmede onafhankelijk toezicht op de externe accountant een *hot topic*. Een ander veel besproken onderwerp was het boetestelsel. Het besef is gegroeid dat de bestuurlijke boetes veel te laag zijn, waardoor niet effectief kan worden opgetreden tegen overtredingen. Zo bedroeg de boete van Fortis bij de VN-affaire slechts € 9075 en de zes boetes van Dexia bij de Legio Lease-affaire in totaal slechts € 54 450⁴⁹. En ook de geheimhoudingsplicht van de AFM is onder vuur komen te liggen⁵⁰. Met name bij de LL-affaire was er veel kritiek op het optreden van de AFM: de toezichthouder zou veel te laat het publiek hebben gewaarschuwd voor de aanbieders van aandelenleaseproducten. Ten slotte is het gebrek aan zorgplicht van financiële dienstverleners veelvuldig bij de schandalen naar voren gekomen. Met de invoering van de Wfd in 2006 is de zorgplicht wettelijk verankerd. De zorgplicht schrijft onder meer voor dat dient te worden gehandeld in het belang van de (potentiële) klant, hetgeen onder meer betekent dat de financiële dienstverlener zich moet vergewissen van de financiële positie, de ervaring (en daarmee de informatiebehoefte) en de beleggingsdoelstellingen van de (potentiële) klant. In de volgende paragraaf zal hier verder op in worden gegaan.

6. Periode 2005-2006

In 2005 is de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfv) van kracht geworden. De Wta en Wfd zijn op 1 januari 2006 (gedeeltelijk) in werking getreden. De invoering van de Wet financieel toezicht (Wft) is naar 1 januari 2007 verschoven.

Door de vele boekhoudschandalen⁵¹ is het vertrouwen in de financiële verslaggeving van ondernemingen, de rol van de interne en externe account alsmede het toezicht op dit alles ernstig beschadigd. Mede als reactie⁵² daarop zijn de Wtfv en Wta van kracht geworden. Zo beoogt de Wtfv de kwaliteit van de financiële verslaggeving te verbeteren en te bewerkstelligen dat de geldende verslaggevingsvoorschriften daadwerkelijk worden nageleefd⁵³. Hiertoe stelt de Wtfv onafhankelijk actief publiek toezicht in door de AFM. En de Wta regelt het toezicht op de accountantsorganisaties en de individuele externe accountant door het stellen van normen en het instellen van een onafhankelijke toezichthouder op de beroepsgroep: de AFM. Hierbij wordt niet zonder meer de combinatie van advieswerkzaamheden en het uitvoeren van controles bij één accountantsorganisatie verboden – iets wat door de boekhoudschandalen een heikel punt was geworden. De Wta stelt wel de expliciete norm dat de accountant onafhankelijk dient te zijn alsmede dat hij zelf een inschatting dient te maken van alle mogelijke risico's die die onafhankelijkheid zouden kunnen ondermijnen⁵⁴.

Met het van kracht worden van de Wfd, welke de Wck en Wabb vervangt, zijn enkele leemtes in de financiële wetgeving gevuld, welke door affaires duidelijk zijn geworden. Zo hebben enkele affaires, zoals VN, Rabobank Doetinchem en LL, aangetoond dat de zorgplicht van financiële dienstverleners diende te worden aangescherpt en verruimd⁵⁵. De Wfd voorziet hierin door het vastleggen van hun verantwoordelijkheden middels het stellen van eisen aan de deskundigheid, betrouwbaarheid, de adequate informatieverstrekking en de zorgvuldige advisering⁵⁶. Tevens hebben de affaires aangetoond dat het noodzakelijk is dat ook tussenpersonen onder toezicht staan: de Wfd wijst daarom de AFM aan als toezichthouder bij alle financiële dienstverleners, dus ook tussenpersonen. De affaires in naturafondsen hebben tenslotte duidelijk gemaakt dat er tevens toezicht diende te komen op individuele beleggingsobjecten: daarom vallen deze financiële producten ook onder de reikwijdte van de Wfd⁵⁷.

48. *LJN AF 8175*.

49. Teeffelen, G.J., 'Boetes voor financiële delicten fors omhoog; Bank of verzekeraar kan niet inager "calculerend" optreden', *De Volkskrant* 4 februari 2005, p. 11.

50. Elshout, P., 'Megafoon krijgt machtig wapen', *Het Financieele Dagblad*, p. 9.

51. Enron, Worldcom, Ahold en Parmalat.

52. In de inleiding van de memorie van toelichting op het wetsvoorstel Toezicht Accountantsorganisaties (*Kamerstukken II 2003/04*, 29 658, nr. 3) wordt het woord 'vertrouwen' dertien maal genoemd (De Bos, A., en Lückerrath-Rovers, M., (2006), 'Wijzigingen in toezicht op accountantsorganisaties', in: *Toezicht, Opstellen over veiligheidstoezicht en markttoezicht*, onder redactie van L.J.J. Rogier en H. de Doelder, Den Haag: Boom Juridische uitgevers.

53. *Kamerstukken II 2005/06*, 30 336, nr. 3.

54. *Kamerstukken II 2003/04*, 29 658, nr. 3.

55. 'Vergunningstelsel voor financiële aanbieders', *Algemeen Dagblad* 20 oktober 2005, p. 19.

56. *Kamerstukken II 2003/04*, 29 507, nr. 3, p. 1.

57. *Kamerstukken II 2003/04*, 29 507, nr. 3.

Ten slotte zal met het van kracht worden van de Wet op het financieel toezicht (Wft) de huidige wetgeving, welke langs sectorale lijnen is ingericht, worden vervangen door een functioneel ingericht stelsel⁵⁸. De Wft dient ter vervanging van acht wetten: de Wtk 1992, Wtv 1993, Wtn, Wte 1995, Wtb, Wmz, de Wabb en de Wet op het consumentkrediet (Wck)^{59, 60}. Met de Wft wordt een helderder inzicht beoogd in de samenhang en de verschillen tussen de normen die betrekking hebben op de financiële marktsector, een grotere doelgerichtheid alsmede een grotere concurrentiekracht van de Nederlandse financiële sector in nationaal en internationaal perspectief. Als gevolg van de Wft zal de geheimhoudingsplicht van de AFM worden versoepeld, waarmee tegemoetgekomen wordt aan de kritiek die was ontstaan op het optreden van de toezichthouder bij de LL-affaire⁶¹. Dit houdt in dat a) de AFM meer mogelijkheden zal krijgen om consumenten actief te waarschuwen voor financiële instellingen die een zware overtreding begaan en b) dat alle door de AFM opgelegde boetes en dwangsommen in beginsel dienen te worden gepubliceerd. Hiernaast zal met het van kracht worden van de Wft het boetstelsel worden herzien⁶². Dit betekent dat de bestuurlijke boetes fors omhoog zullen gaan, rekening zal worden gehouden met recidivisme en obstructie van het onderzoek, en dat bestuurders en commissarissen voortaan ook persoonlijk beboet zullen kunnen worden voor overtredingen welke hun onderneming begaat.

7. Samenvatting en afsluiting

Uit het voorgaande blijkt dat sinds de oprichting van de toezichthouder STE in 1988 de financiële wetgeving, en de taken van haar rechtsopvolger de AFM, enorm zijn veranderd. Deze verandering is snel inzichtelijk gemaakt met de Toeter van Docters van Leeuwen. Wat heeft deze ons nu gebracht? Samengevat komen wij tot de volgende wezenlijke veranderingen.

Het bewerkstelligen van één Europese financiële markt

De financiële wetgeving is van 1988 tot en met 2006 sterk veranderd mede vanwege de implementatie van Europese richtlijnen, welke gericht zijn op de bewerkstelling van één Europese financiële markt. Het Nederlands financieel-toezichtrecht is daarmee vooral 'Europees recht met een Nederlands sausje'⁶³. Volgens Docters Van Leeuwen is het huidige Nederlands toezicht voor 95 procent gebaseerd op Brusselse richtlijnen en verordeningen⁶⁴.

Publiek toezicht in plaats van zelfregulering

Ten tijde van de oprichting van de STE was de beurs een zelfregulerende instantie. De affaires HCS, NB en RE hebben er mede toe geleid dat de Wte 1995 zodanig is gewijzigd dat de toezichthouder meer bevoegdheden verkreeg met betrekking tot het instellen van een onderzoek. De AFM heeft zelfs de leidende rol verkregen wat betreft voorkenniszaken, met een eigen controleorgaan los van de beurs, en een rechtstreekse aanwijzingsbevoegdheid bij overtreding van de prudentiële regels. Vervolgens is de Wte per januari 1997 zodanig aangepast dat alle controle- en toezichtstaken, voor zover deze niet 'beurseigen' zijn, tot het terrein van de STE behoren. Per 2005 heeft de AFM het toezicht op beursintroductions verkregen. Hiernaast

wordt de AFM de bevoegde instantie wat betreft de controle van het prospectus, het stilleggen van de handel en het uitdelen van boetes. Er kan geconcludeerd worden dat met al deze verschuivingen van taken en bevoegdheden een einde is gekomen aan de zelfregulering door de Amsterdamse effectenbeurs.

De voorkenniswetgeving

Gedurende de periode 1988 tot en met 2006 hebben zich meerdere schandalen voorgedaan welke het handelen met voorkennis betreffen: HCS, Content, WOL en Boonstra. Gebleken uit de analyse van deze schandalen is dat het voor het OM zeer moeilijk is om te bewijzen dat dit misdrijf is begaan: aangespannen rechtszaken resulteren zelden in een veroordeling. Teneinde het OM hierbij tegemoet te komen is, als reactie op de schandalen, dan ook de wetgeving aangescherpt, zijn verbodsbepalingen qua reikwijdte uitgebreid, zijn begrippen uitgekristalliseerd, etc. Echter, op een aantal punten is de desbetreffende wetgeving ook weer versoepeld door implementatie van een Europese richtlijn. Gesteld kan worden dat de voorkenniswetgeving gedurende de behandelde periode volop is veranderd.

Integriteit is onderwerp van toezicht geworden

Door de vele schandalen is handhaving en bevordering van integriteit binnen de financiële sector een veelbesproken onderwerp geworden. Dit heeft uiteindelijk geleid tot de integriteitnota, waarmee integriteit expliciet als onderwerp van toezicht wordt opgenomen. Het betekent een verruiming van de strekking van de integriteitbepaling ten aanzien van de in al bestaande toezichtwetgeving besloten integriteitaspecten. Hoewel de eerste compliance officer al in 1991⁶⁵ werd benoemd, hebben de integriteitnota in 1997 en de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 (NRgt 2002) geleid tot een enorme toename in het aantal compliance officers bij met name de financiële instellingen. Op dit moment dreigt er zelfs een tekort aan compliance officers: 'banken schreeuwen om compliance officers'⁶⁶.

58. *Kamerstukken II 2002/04*, 29 708, nr. 3.

59. *Kamerstukken II 29 708*, nr. 3, p. 3.

60. Waarbij de Wabb en de Wck zijn opgegaan in de Wfd, welke ook deel zal uitmaken van de Wft.

61. Boon, V. van der, en Visser, M., (2005), 'AFM gaat publiek eerder waarschuwen', *Het Financieele Dagblad* 19 oktober 2005.

62. Boon, V. van der, en Marel, G. van der, 'Zalm straft financiële delicten fors harder af', *Het Financieele Dagblad* 3 februari 2005.

63. Grundmann-van de Krol (2006), 'Koersen door het effectenrecht', zesde druk, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.

64. Docters van Leeuwen, A.W.H., 6 september 2006, *De voorspog van een integere markt*, Openingspeech ter gelegenheid AFM-seminar 'Marktmissbruik'.

65. De heer drs. W. Lieve, destijds werkzaam bij de NMB Postbank Groep; bron: Kalles, B. van, en Oostrum, H.J. van, (2006), 'Compliance Officer moet zich op topkader richten', *Het Financieele Dagblad* 8 augustus 2001.

66. Battes, P., (2006), 'Vijver compliance officers is bijna leeg', *Het Financieele Dagblad* 4 maart 2006.

Accentverschuiving van strafrechtelijke handhaving naar bestuurlijke handhaving

In 2000 is de Wet Idbb van kracht geworden, waarmee de dwangsom en bestuurlijke boete in acht wetten, waaronder Wtk, Wtv, Wte en Wmz, worden ingevoerd. Voorheen was het niet mogelijk om een dwangsom dan wel bestuurlijke boete op te leggen, waardoor een zwaar accent lag bij het strafrecht en de strafrechtelijke instanties, hetgeen leidde tot overbelasting en capaciteitstekorten bij de rechterlijke macht en het OM. Temeer daar de strafrechtelijke procedure relatief zwaar, kostbaar en tijdrovend is, vormt bestuursrechtelijke handhaving een zeer geschikt toezichtsinstrument. Door de inwerkingtreding van de Wet Idbb is dus het accent verschoven van strafrechtelijke naar bestuursrechtelijke handhaving.

Geheimhoudingsplicht versoepeld

De AFM had een geheimhoudingsplicht, welke inhield dat de toezichthouder onder meer geen gegevens of inlichtingen mocht publiceren over afzonderlijke ondernemingen of instellingen die zij verkregen had ingevolge de uitoefening van de haar bij wet voorgeschreven taken dan wel ingevolge een uitgevoerd onderzoek. Naar aanleiding van het optreden van de AFM bij de aandelenleaseaffaire is de geheimhoudingsplicht ter discussie komen te staan. De kritiek heeft er uiteindelijk toe geleid dat de geheimhoudingsplicht van de AFM is versoepeld, hetgeen betekent dat de toezichthouder meer mogelijkheden heeft verkregen om consumenten actief te waarschuwen voor financiële instellingen die een zware overtreding begaan en dat de toezichthouder de verplichting heeft verkregen alle opgelegde boetes en dwangsommen in beginsel te publiceren. Overigens brengt dit ook een risico voor de AFM met zich mee. Op 12 september 2006 heeft het College van Beroep voor het Bedrijfsleven bepaald dat de AFM twee directeuren van bank Veer Palthe Voûte onterecht uit hun functie heeft gezet wegens voorkennis. Voor de AFM dreigt een forse schadeclaim, de oud-directeuren zijn immers drie jaarsalarissen misgelopen plus immateriële reputatieschade⁶⁷.

Verscherping boetestelsel

Naar aanleiding van verschillende schandalen, zoals VN en LL, is het besef gegroeid dat herziening van het boetestelsel noodzakelijk was. De AFM heeft bij deze schandalen namelijk niet daadkrachtig genoeg kunnen optreden, daar de boetes die de toezichthouder kon opleggen zeer laag waren, zeker wanneer beschouwd in verhouding tot de schade die was geleden door het publiek. Met de inwerkingtreding van de Wft, hetgeen beoogd is op 1 januari 2007, wordt het boetestelsel dan ook aanzienlijk aangescherpt. Zo worden de maximale boetes opgetrokken tot het dubbele van het onterecht genoten voordeel of tot de hoogte van de aan derden aangerichte schade.

Wettelijke verankerde gedragscode in: Code Tabaksblat

Door affaires, zoals Content, Boonstra, Worldcom, Enron, Parmalat en Ahold, is de top van ondernemingen onder vuur komen te liggen. In navolging van internationale corporategovernancecodes, heeft de commissie-Tabaksblat beoogd middels haar gedragscode het vertrouwen

van het publiek in een eerlijke, integere en transparante gang van zaken binnen Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen te herstellen. Efficiënt toezicht op de topbestuurders alsmede een evenwichtige verdeling van invloed tussen de RvB, RvC en de aandeelhouders zijn hierbij belangrijk. De code bevat zowel principes als concrete bepalingen die de bij de vennootschap betrokken personen en partijen tegenover elkaar in acht zouden moeten nemen. Per 1 oktober 2004 is de Code Tabaksblat wettelijk verankerd en dienen beursgenoteerde Nederlandse vennootschappen in hun jaarverslag te refereren aan de gedragscode: er wordt verwacht dat zij de principes en bepalingen van de code naleven dan wel gemotiveerd uiteenzetten waarom van naleving wordt afgezien.

Toezicht op de accountant

Gedurende de afgelopen periode hebben zich een groot aantal boekhoudschandalen voorgedaan, waarvan Enron, Worldcom, Parmalat en Ahold. De schandalen hebben het vertrouwen van het publiek in onder andere de controle door de accountant ernstige schade toegebracht. Teneinde dit vertrouwen te herstellen en toekomstige boekhoudschandalen te voorkomen, zijn Europese richtlijnen uitgevaardigd welke de kwaliteit van de verplichte accountantscontrole beogen te waarborgen en het toezicht op de accountant beogen te verbeteren. De Wtfn voorziet onder meer in de verplichting dat effectenuitgevende instellingen de door de IASB opgestelde financiële verslaggevingsvoorschriften toepassen en hun financiële verslaggeving algemeen verkrijgbaar stellen. En de Wta stelt normen aan zowel de individuele externe accountant als aan de accountantsorganisaties. De AFM is aangewezen als de toezichthouder op naleving van beide wetten: hiermee hebben accountants een onafhankelijke toezichthouder verkregen daar voorheen voornamelijk het Koninklijk NIVRA en de NOvAA de kwaliteit van de eigen beroeps-groep bewaakten.

Zorgplicht (en informatieplicht)

De zorgplicht houdt in dat de financiële dienstverlener dient te handelen in het belang van (potentiële) klanten. Dit houdt onder meer in dat de dienstverlener zich moet vergewissen van de financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen van hun (potentiële) cliënt. In de praktijk bleek de wettelijke invulling van deze plichten tekort te schieten dan wel naleving ervan geschiedde niet, hetgeen resulteerde in ongewenste praktijken. Daarom zijn de wetten veranderd teneinde concreter te maken wat de plichten inhouden en werd de reikwijdte ervan verruimd. Met de inwerkingtreding van de Wfd per 1 januari 2006 is de wettelijke zorgplicht van financiële dienstverleners aangescherpt. Tevens is er sprake van een uitbreiding van de reikwijdte: enerzijds daar tussenpersonen en bemiddelaars voor het eerst een wettelijk verankerde zorgplicht hebben verkregen en anderzijds doordat

67. 'AFM hangt miljoenenclaim boven hoofd', *Het Financieele Dagblad* 13 september 2006.

individuele beleggingen voor het eerst onder toezicht zijn komen te staan.

Bestrijding van de financiering van terrorisme

De aanslagen in New York hebben doen beseffen dat het financiële stelsel niet alleen gebruikt kan worden voor het witwassen van geld, maar ook voor het financieren van terrorisme. Alhoewel deze twee vormen van criminaliteit wezenlijk verschillend zijn, worden bij beide grotendeels dezelfde methoden gebruikt. Om deze reden is besloten de bestrijding van de financiering van terrorisme mede via het stelsel van de Wet Mot te laten verlopen. Financiële instellingen zijn dan ook verplicht om, indien zij verzocht worden dienstverlening te verrichten ten behoeve van een internationaal als terroristisch gesignaleerde persoon of organisatie, hiervan melding te maken aan het MOT.

Onduidelijke begrippen te definiëren of leemtes op te vullen

Uit de periode 1988 tot en met 2006 is naar voren gekomen dat wetten zijn aangepast om onduidelijkheden dan wel lacunes op te heffen. Deze kunnen zichtbaar zijn geworden door bijvoorbeeld schandalen of door onderzoek van de AFM. Zo heeft de Content-affaire aangetoond dat het begrip 'bestendige gedragslijn' in de Wte niet goed genoeg omschreven was, heeft de affaire Rabobank Doetinchem duidelijk gemaakt dat de scheidslijn tussen beleggingsfondsen en beleggingsstudieclubs te vaag is, heeft onderzoek door de AFM bewezen dat beleggingsfondsen hun klanten meer kosten in rekening kunnen brengen dan zij officieel bekendmaken daar er geen wettelijke verplichting bestaat in de Wtb om volledige openheid te verschaffen over de kostenstructuur en wordt het probleem van vervuiling van het meldingsbestand behorende bij de Wmz door de AFM aangepakt na klachten van belanghebbers. Op deze wijze beschouwd loopt de financiële wetgeving dan ook achter de feiten aan: nadat problemen zich voordoen wordt de wetgeving aangepast.

Ten slotte kan gesteld worden dat vanaf 1988 de macht van de AFM steeds groter is geworden, met een exponentiele groei na 1999, het jaar dat Docters van Leeuwen aantrad als bestuursvoorzitter. De Toeter van Docters Van Leeuwen heeft laten zien dat er veel veranderingen teweeg zijn gebracht. De gedachte is dat de invoering in 2007 van de Wft het sluitstuk zal zijn van de veranderingen in de financiëletoezichtwetgeving. In datzelfde jaar zit ook de termijn van Docters van Leeuwen als bestuursvoorzitter van de AFM erop. Een goed moment om de Toeter van de Docters van Leeuwen af te sluiten. Echter, de financiële markten en het toezicht daarop krijgen waarschijnlijk zeer binnenkort een nieuwe impuls. De Europese richtlijn Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), welke richtlijn in november 2007 geïmplementeerd gaat worden, bepaalt dat naast de gereguleerde effectenbeurzen ook concurrerende effectenbeurzen kunnen worden opgezet (zgn. 'multilaterale trading facilities')⁶⁸. In reactie hierop hebben zeven grote Europese banken het initiatief genomen om een nieuwe Europese effectenbeurs op te richten in Europa⁶⁹. Dit zou het einde inluiden van het tijdperk van steeds monopolioïde geworden effectbeurzen maar bete-

kent wellicht ook een nieuwe impuls voor de financiële markten en het toezicht daarop.

68. Richtlijn 2004/39/EG, art. 4.15: Multilateral trading facility: een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig het bepaalde in titel II.

69. 'Banken beginnen eigen effectenbeurs', *NRC Handelsblad* 15 november 2006.