

De Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) moet zich naar de mening van de voorzitter terughoudend opstellen. De tucht van de markt doet goed werk. Voor de eenduidigheid en de transparantie in de wereld van vennootschappen en effecten zal de STE wel moeten interveniëren bij bijvoorbeeld misbruik van stemvolmachten en slecht vergelijkbare verslaglegging. Maar het toezicht blijft de buitenste ring.

mr. A.W.H. Docters van Leeuwen
voorzitter van het Bestuur van de Stichting Toezicht Effectenverkeer

De grenzen van het effectentypisch toezicht

Effectentypisch toezicht is nodig naar de mate waarin de adequate werking van de effectenmarkten – in termen van betrouwbaarheid en effectiviteit – onvoldoende door het vrije spel der marktkrachten wordt gewaarborgd. Zo kunnen rendementsafwegingen van marktpartijen conflicteren met hun neiging tot spontane naleving van gedragsnormen ter bescherming van de belangen van de belegger, of normen ter bevordering van een integer marktgedrag. Het effectentypisch toezicht dient hierbij zowel een door algemeen-economische overwegingen gedreven belang van een adequate werking van de effectenmarkten, als een maatschappelijk belang, namelijk de bescherming van de belegger op de effectenmarkten. Beide aspecten van toezicht sluiten overigens in zoverre op elkaar aan dat een adequate werking van de effectenmarkten staat of valt met het vertrouwen van het beleggend publiek.

Geen betoog behoeft het bijvoorbeeld dat de meesleerpriso's in de effectensector niet geringer zijn dan in de kredietsector. De eigen aard van het effectenverkeer brengt mee dat beheersing niet zozeer moet worden bewerkstelligd door het nastreven van voldoende kapitaaldekking, maar dat de focus toch in de eerste plaats moet vallen op het zichtbaar maken van de huidige en, voor zover doenlijk, de toekomstige waarde van de beursgenoteerde onderneming. Naar de mate waarin dit kan worden gerealiseerd is de kans op overmatige speculatie en op het ontstaan van een luchtbel kleiner.

Terughoudend publiekrechtelijk toezicht

Publiekrechtelijk toezicht is slechts aan de orde als daarmee het algemeen belang is gediend. Het loutere optreden van fricties en misstanden aangaande beursvennootschappen in relatie tot het effectenverkeer is op zichzelf nog onvoldoende reden voor toepassing van publiekrechtelijk toezicht. Het is bijvoorbeeld aan de tucht van de markt om mismanagement af te straffen. Hier ligt een verschil met financiële instellingen, omdat mismanagement dáár het vertrouwen in financiële instellingen rechtstreeks aantast. Gebleken is dat zo'n vertrouwensbreuk een groot uitwaaieringseffect heeft. Dat uitwaaieringseffect doet zich niet in die mate voor in andere sectoren.

Terughoudendheid van het publiekrechtelijk toezicht is bovendien geboden omdat al te gemakkelijk het probleem van de *moral hazard* ontstaat. Toezicht dient geen afbreuk te doen aan de eigen verantwoordelijkheid van marktpartijen. Zouden zij weten dat een toezichthouder waakt over hun belangen, dan zouden zij om die reden licht geneigd kunnen zijn minder belang te hechten aan hun eigen oordeelsvorming. Toezicht behoort dus geen gebreken in de uitoefening van de eigen verantwoordelijkheid te compenseren. Zou dat wel gebeuren, dan zou de kans groot zijn dat een heilloze toezichtspiraal wordt ingezet. Daarom moet naast ruimte voor de tucht van de markt, uitgangspunt voor toezicht zijn en blijven dat het, waar nodig, verantwoordelijken in de markt definieert en aanscherpt, maar niet overneemt.¹

¹ Indien we van deze uitgangspunten uitgaan kan publiekrechtelijk toezicht uitdrukkelijk niet constituerend zijn voor de aard van de beursvennootschap, in casu voor de wijze waarop de zeggenschap en de verantwoording van bestuur en raad van commissarissen is geregeld. Deze aspecten van ordening behoren naar hun aard geregeld te worden in het vennootschapsrecht.

Praktijk

De toezichthouder moet toezicht houden, met voldoende intensiteit, diepgang en onverbiddelijkheid

Terughoudendheid is dus geboden bij het accepteren van nieuwe taken. Maar als de STE eenmaal een bevoegdheid heeft, is het gedaan met die terughoudendheid. De rechter heeft onlangs nog eens bevestigd dat de toezichthouder moet doen wat hij moet doen, namelijk toezicht houden, met voldoende intensiteit, diepgang en onverbiddelijkheid.

Primaire markt

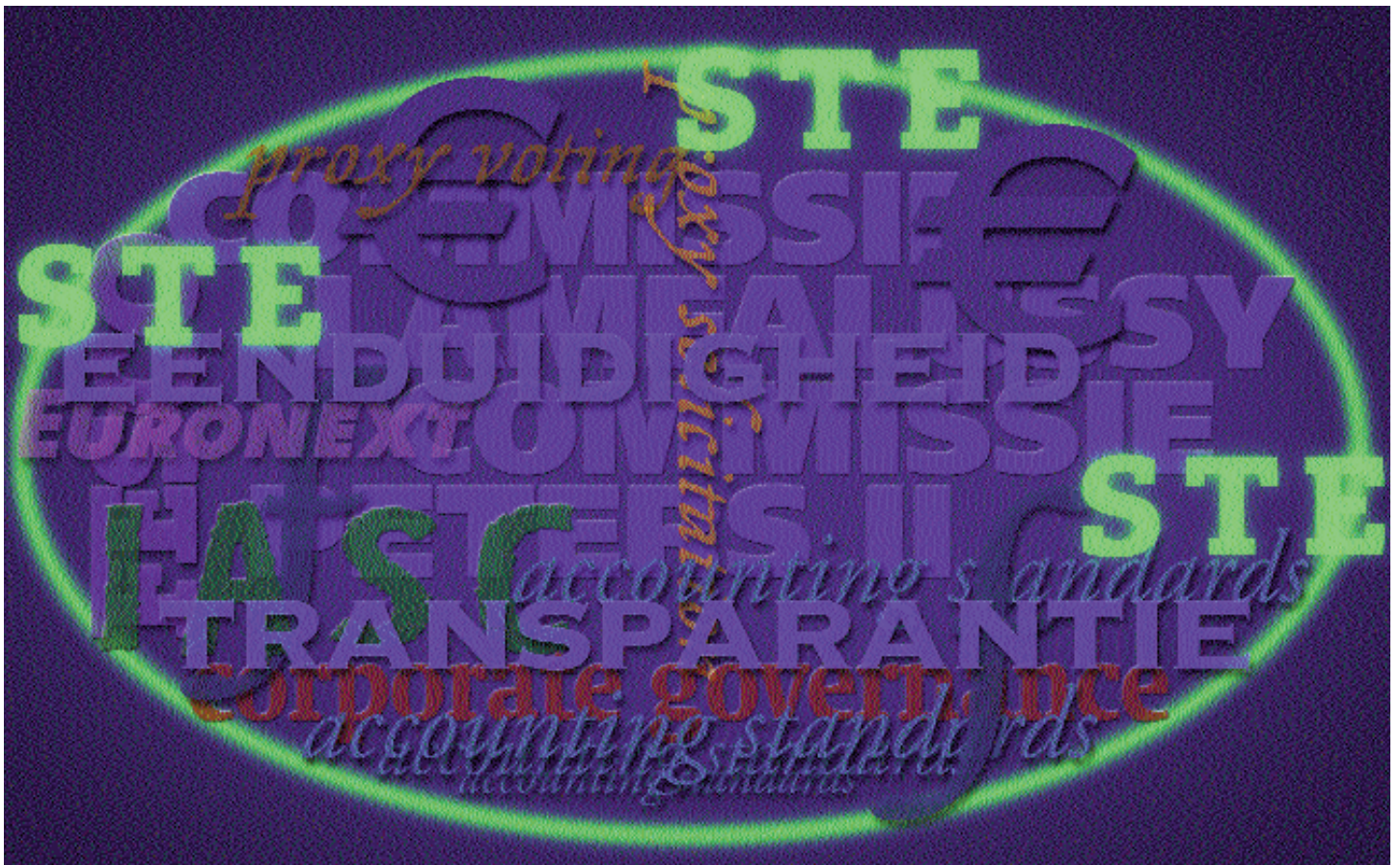
Dat een effectenbeurs, een commerciële onderneming, beslist over de toelating van een onderneming tot de notering, acht de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) in beginsel niet bezwaarlijk, integendeel. Daarmee wordt immers de eigen privaatrechtelijke verantwoordelijkheid bevorderd. Nu zowel voor effectenuitgevende instellingen als voor beleggers economisch haalbare alternatieven beschikbaar komen, moet ook hier de tucht van de markt haar werk kunnen doen. Wel zou van het begin af voor eenieder duidelijker moeten zijn welke verantwoordelijkheden de uitgevende instelling, de beurs en de sponsor nu precies bij een uitgifte op zich hebben genomen, en hoe kenbaar is dat zij dat hebben gedaan en zullen doen. Gebleken

is dat een en ander toch niet altijd volledig helder is en dat dat leidt tot een verstoring van een ordelijke marktwerking. In dit geval kiezen voor de tucht van de markt betekent: niet kiezen voor het vertrouwen van beleggers in een ordelijke marktwerking.

Meer in het algemeen valt niet in te zien waarom de STE niet rechtstreeks zou behoeven te interveniëren indien de door de Wet toezicht effectenverkeer beschermde belangen onmiddellijk in gevaar komen. Immers de STE intervenieert op publiekrechtelijke grondslag wél bij marktpartijen als het gaat om de secundaire handel. Niet valt in te zien waarom dat type interventie in de primaire markt achterwege zou moeten blijven: over transparantie gesproken. Aan de belegger valt een dergelijke incongruentie niet uit te leggen.

Openbare biedingen en beschermingsconstructies

Deze zomer is ter zake van de openbare biedingen op effecten een wetsvoorstel bij de Tweede Kamer aanhangig gemaakt. Het is ongetwijfeld bekend dat daarin wordt voorgesteld om het onderdeel van het SER-besluit



De STE kan bij beschermingsconstructies niet kiezen tussen de doelvennootschap en de overnemende vennootschap

fusiegedragsregels 1975 dat gedragsregels bevat die partijen bij een openbaar bod in acht dienen te nemen ter bescherming van de belangen van aandeelhouders, over te hevelen naar de Wet toezicht effectenverkeer. De belangrijkste reden voor die overheveling is gelegen in de internationalisering van fusies en overnames. Buitenlandse partijen zijn uiteraard niet gebonden aan de nationale afspraken die bij ons in de SER-fusiecode zijn vervat. De tucht van de markt kan hier haar werk niet doen, omdat het steeds om voor betrokken partijen eenmalige of ten minste zeldzame gebeurtenissen gaat.

Naar het voorlopig oordeel van de Minister van Financiën is er bij beschermingsconstructies een rol voor de STE weggelegd. Maar ik ben daar heel voorzichtig in. Het ijs is glad en bovendien dun. (Als je iemand bent van mijn – fysieke – gewicht is het dus oppassen geblazen.) Gelet op de gekozen uitgangspunten staat het mij nog niet voor ogen wat de rol van de toezichthouder zou moeten zijn.

In de eerste plaats zou ik het onjuist vinden als de vraag welke beschermingsconstructies toelaatbaar zijn van het privaatrecht naar het publiekrecht zou verhuizen. Immers, als er nu iets het begrip aandeel constitueert, is het wel het daaraan verbonden zeggenschapsrecht. Wat kan er toch de reden voor zijn om privaatrechtelijke verhoudingen in het publiekrecht te regelen? Andersom doen we toch ook niet?

In de tweede plaats lijkt het mij nogal ongelukkig indien de toezichthouder uit zou moeten maken of een bepaalde situatie nu wel of niet de activering van een beschermingsconstructie rechtvaardigt, even aangenomen dat de wetgever op dit punt geen uitsluitel biedt. In dat geval valt niet in te zien waarom de toezichthouder bijvoorbeeld voorrang zou moeten geven aan de belangen van de doelvennootschap of aan de belangen van de overnemende vennootschap. De toezichthouder moet het algemeen belang, en dus de belangen van alle deelnemers aan het effectenverkeer in het oog houden, en, mede met het oog daarop, het belang van een *'fair and orderly market'*. Op beschermingsconstructies past dus alleen dat toezicht van de STE dat uitgeoefend kan worden zonder op eigen doft voorrang te moeten geven aan de

belangen van de een of andere partij, en dat in het belang is van een *'fair and orderly market'*.

Stemvolmachten

Als voorbeeld van effectentypisch toezicht op het raakvlak van het vennootschapsrecht en het effectenrecht kan dienen het toezicht op *proxy solicitation*. *Proxy voting* betekent feitelijk het stemmen op afstand door aandeelhouder op de algemene vergadering van aandeelhouders. Indien dit kanaal tevens wordt gebruikt door partijen om stemvolmachten te verzamelen spreekt men van *proxy solicitation*. Het rapport van de commissie-Peters II beveelt aan dat er een systeem van *proxy solicitation* dient te komen dat een bijdrage kan leveren om de betrokkenheid van kapitaalverschaffers bij de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders te vergroten.

In de VS is gebleken dat het verschijnsel *proxy solicitation* aanleiding heeft gegeven tot misbruik in de zin dat het systeem door het management van de uitgevende instelling werd gebruikt voor zijn 'eigen' doeleinden. Hierbij kan worden gedacht aan het aanwenden van het systeem door het management teneinde 'de absolute macht' naar zich te trekken. Dit gebruik staat uiteraard haaks op het gedachtegoed van *corporate governance* en op genoemde aanbeveling van de commissie-Peters II.

Indien er sprake is van oneigenlijk gebruik is het enige alternatief voor de aandeelhouder die in zijn belangen zou worden geraakt, het stemmen met de voeten, in casu het verkopen van zijn aandelen. Dit, aangenomen dat hij weet dat er sprake is van oneigenlijk gebruik. Gegarandeerde transparantie is dus sowieso nodig. Voorts is hier de vraag of de tucht van de markt zo ver zou mogen gaan dat het vertrouwen dat de aandeelhouder zou mogen hebben in de mogelijkheid om zijn zeggenschap uit te oefenen, wordt geschaad.

Teneinde dit probleem te ondervangen heeft het Ministerie van Financiën in zijn reactie op het rapport van de commissie-Peters II d.d. 10 mei vorig jaar aangegeven dat het een rol weggelegd ziet voor de STE inzake *proxy solicitation*.

De STE kan een rol spelen bij het voorkomen van misbruik van stemvolmachten

Verslaglegging

Een andere vorm van samenloop tussen privaat- en publiekrecht op het gebied van effectenrecht kan worden gevonden bij de regels voor de verslaglegging door ondernemingen, ook in Nederlandse discussies vaak aangeduid met *accounting standards*. Regels voor de jaarrekening hebben – mede op basis van Europese richtlijnen – hun neerslag gevonden in titel 9 van Boek 2, waarbij met name voorschriften zijn gegeven ten aanzien van de balans, de winst- en verliesrekening en de toelichting daarop. Nadere uitwerking van de in de wet neergelegde regels geschiedt in Nederland door de Raad voor de Jaarverslaggeving die – overigens niet bindende – richtlijnen uitvaardigt. Externe controle vindt plaats door accountants, waarbij een gang naar de rechter openstaat indien de jaarrekening niet voldoet aan de wettelijke voorschriften.

Ook op dit terrein trekt internationalisering haar sporen. Veel beursgenoteerde ondernemingen hebben er baat bij als ze op meer dan één beurs genoteerd kunnen zijn. Een belangrijk obstakel hiervoor is dat de eisen gesteld aan financiële verslaggeving van land

tot land verschillen. Gunstig is dus de ontwikkeling dat er nu overeenstemming groeit over de toepassing van één set *accounting standards*, de IASC standards, die het de onderneming mogelijk moeten maken in verschillende landen met een en dezelfde financiële rapportage te volstaan.

Laat ik hier één hoofdpunt noemen van de vele implementatieproblemen: hoe garandeer je vergelijkbaarheid? Evident is dat een individuele onderneming niet verantwoordelijk kan worden gehouden voor vergelijkbaarheid van haar cijfers met die van andere ondernemingen. Hierbij moet bedacht worden dat de bedoelde wereldstandaarden niet anders dan globaal geformuleerd konden worden. Er is dus een mechanisme nodig – dat kan niet de tucht van de markt zijn – om voldoende eenduidigheid te bewerkstelligen. Omdat één instituut voor duizenden ondernemingen niet goed voorstelbaar is, moet er worden teruggevallen op nationaal toezicht.

De Europese Commissie denkt aan een rol voor de nationale toezichthouders die als zij zich geconfronteerd zien met interpretatieverschillen tussen hun land en een ander land, zich zouden moeten kunnen wenden tot een Europees orgaan dat een bindende interpretatieve uitspraak doet. Een commissie van wijze mannen, de commissie-Lamfalussy met als Nederlands lid de heer Herkströter, buigt zich over dit vraagstuk. De Ministers van Justitie en Financiën hebben aangekondigd dat zij alle betrokken partijen, waaronder de STE, hierover zullen consulteren.

Internationaal samenwerken

Nu wij gezien hebben hoezeer de internationalisatie haar sporen trekt door vennootschapsland, roept dat de vraag op wat dat betekent voor de positie van de nationale effectentypisch-toezichthouders. Onder andere de vorming van Euronext – de fusie van de beurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs – riep in de pers de vraag op of er niet in een moeite door één Europese effectentypisch-toezichthouder moest komen. Ik persoonlijk geloof niet dat centralisatie het antwoord is op de netwerkvorming die we nu overal in de financiële markten zien. Meer praktisch: zo'n oplossing is niet van vandaag op morgen te realiseren. De vraag is dus in ieder geval: wat doen we in de tussentijd?

In Europees verband functioneert een 'Forum of European Securities Commissions', afgekort Fesco, dat zich ten doel heeft gesteld de Europese richtlijnen en de daarop gebaseerde wetgeving zo geharmoniseerd mogelijk toe te passen, de Europese Commissie van advies te dienen en beter met elkaar informatie uit te wisselen als het gaat om voorbereiding en uitvoering van handhavingsmaatregelen. Er zou al veel gewonnen zijn als dit forum zich verder zou kunnen ontwikkelen tot een netwerk en de mogelijkheden tot informatie-uitwisseling zo zouden worden verruimd dat we ook tot werkafspraken kunnen komen, waarbij de ene toezichthouder als bevoegde autoriteit namens de andere op een bepaald onderdeel van een internationaal opererend financieel bedrijf toezicht zou kunnen uitoefenen.

Niet onvermeld mag blijven dat we in Fesco-verband bij de commissie-Lamfalussy ook aandacht hebben gevraagd voor het probleem dat de regelgeving die thans alleen wordt neergeslagen in Europese richtlijnen, daardoor veel te traag tot stand komt. Marktpartijen vragen dringend om uniformering van regelgeving en snelle aanpassing aan gewijzigde marktomstandigheden.

Buitenste ring

Onze ambitie is het ontwikkelen van effectentypisch toezicht dat *'state of the art'* is, en dat de dynamiek van de markten juist bevordert in plaats van deze tegen te houden. De sleutelwoorden hierbij zullen zijn: eenduidigheid en transparantie.

Ik zal de laatste zijn die zal beweren dat de rol van de effectentypisch-toezichthouder niet essentieel is. Maar ik wil hier toch afsluiten met een gedachte die ik ontleend heb aan de legendarische secretaris-generaal van het Ministerie van Justitie, de heer Mulder: 'Strafrecht is de buitenste ring van het recht.' Welnu, voor effectentypisch toezicht geldt in hoge mate iets vergelijkbaars. Daarom moet onze inspanning in de eerste plaats gericht zijn op het blijven scheppen van duidelijke, internationaal begrijpelijke privaatrechtelijke verhoudingen en verantwoordelijkheden in vennootschapsland. Ik ben ervan overtuigd dat als dat gebeurt aan het effectentypisch toezicht de juiste plaats zal toevallen. n