

Vergaderjaar 2003–2004

29 635

Zicht op de prestaties van de Autoriteit
Financiële Markten bij het tegengaan van
oneerlijke effectenhandel

Nr. 2

RAPPORT

Inhoud

	Samenvatting	5	5	Openbare registers	30
			5.1	Inleiding	30
1	Inleiding	8	5.2	Zeggenschapsregisters	30
1.1	Aanleiding onderzoek	8	5.3	Insidertransacties	30
1.2	Inhoud	9	5.4	Sanctiebeleid AFM	30
			5.5	Betrouwbaarheid van de registers	31
2	Werkerrein AFM	10	5.6	Prestaties	32
2.1	Inleiding	10	5.7	Conclusies	33
2.2	Verantwoordelijkheid	10			
2.3	Taken	11	6	Handhaving	34
2.4	Uitbreiding Taken	12	6.1	Inleiding	34
2.5	Organisatie	14	6.2	Signalen	34
2.6	Bevoegdheden	16	6.3	Prestaties signalen	34
2.7	Controlestrategie	16	6.4	Onderzoek	35
2.8	Doelen	16	6.4.1	Prestaties onderzoek handel met voor-	
2.9	Prestaties	17		wetenschap	35
2.10	Conclusies	17	6.4.2	Drie soorten onderzoek	36
			6.4.3	Prestaties onderzoeken	36
			6.5	Conclusies	37
3	Onerlijke effectenhandel	19			
3.1	Inleiding	19			
3.2	Voorwetenschap	20	7	Sancties	38
3.3	Marktmissbruik	20	7.1	Inleiding	38
3.4	Koersmanipulatie	21	7.2	Prestaties	38
3.5	Openbaarmaking van koersgevoelige informatie	22	7.3	Boetes voor handel met voorwetenschap	38
3.6	Beleidsinformatie over dark numbers	22	7.4	Boetes voor te laat melden voor registers	39
3.7	Beleidsinformatie over pakkans	23	7.5	Aangifte bij OM	39
3.8	Conclusies	23	7.6	Prestaties	40
			7.7	Strafrechtelijke sancties	40
			7.8	Conclusies	40
4	Compliance en Chinese Walls	25			
4.1	Inleiding	25			
4.2	Compliance	25	8	Conclusies en aanbevelingen	42
4.3	Compliance financiële instellingen	26	8.1	Conclusies	42
4.4	Compliance beursgenoteerde ondernemingen	26	8.1.1	Verantwoordelijkheid	42
4.5	Compliance bij AFM	27	8.1.2	Beleidsinformatie	42
4.6	Chinese Walls	28	8.1.3	Handhavingsbeleid	43
4.7	Prestaties	28	8.1.4	Sanctiebeleid	43
4.8	Conclusies	28	8.1.5	Wet- en regelgeving	43

8.2	Aanbevelingen	44	9	Reactie van de Autoriteit Financiële Markten, de minister van Financiën en nawoord Algemene Rekenkamer	46
8.2.1	Beleidsinformatie	44			
8.2.2	Pro-actief handhavingsbeleid	44			
8.2.3	Effectiever sanctiebeleid	44	9.1	Reactie Autoriteit Financiële Markten	46
8.2.4	Aanpassingen wet- en regelgeving	44	9.2	Reactie minister van Financiën	47
8.2.5	Voorlichting voor beleggers	45	9.3	Nawoord Algemene Rekenkamer	48
			Bijlage 1	Afkortingen	50
			Bijlage 2	Referenties naar literatuur	51
			Bijlage 3	Schema oneerlijke effectenhandel	52

SAMENVATTING

De Algemene Rekenkamer onderzocht in 2003 het functioneren van de raad van toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De bevindingen over dit onderwerp publiceerde de Algemene Rekenkamer op 10 maart 2004 in haar rapport: «Verantwoording en toezicht bij rechtspersonen met een wettelijke taak deel 4».

Verder onderzocht de Algemene Rekenkamer in 2003 de informatie over de prestaties van de AFM bij het tegengaan van marktmisbruik en andere vormen van oneerlijke effectenhandel. Daarop heeft dit rapport betrekking.

De Algemene Rekenkamer betrok de volgende aspecten van het tegengaan van oneerlijke effectenhandel in haar onderzoek:

- *Beleidsinformatie* over het vermoedelijke aantal gevallen (dark number) van marktmisbruik en de pakkans en de beleidsinformatie over de *prestaties van de AFM* ten aanzien van het aantal ontvangen signalen van marktmisbruik, de afdoening ervan en de onjuiste en te late meldingen voor de openbare registers;
- *Preventie* van oneerlijke effectenhandel door toezicht op compliance-regelingen, Chinese Walls en openbare registers;
- *Handhavings- en sanctiebeleid* van de AFM bij marktmisbruik en geconstateerde overtredingen van de meldplicht voor de openbare registers.

Oneerlijke effectenhandel omvat marktmisbruik, het niet openbaren van koersgevoelige informatie en het niet of te laat voldoen aan de verplichtingen om bepaalde transacties bij de AFM aan te melden. Marktmisbruik betreft: handel met voorwetenschap, marktmanipulatie door onjuiste informatie, manipulatie van koersen en/of bedrog bij de emissie van effecten.

De minister van Financiën heeft de verantwoordelijkheid voor het systeem van het gedragstoezicht op de financiële markten en het goed functioneren van de AFM. De wettelijke taken van de minister van Financiën bij het tegengaan van marktmisbruik en andere vormen van oneerlijke effectenhandel zijn door hem onder meer op basis van de Wet toezicht effecteninstellingen van 1995 (Wte), gedelegeerd aan de AFM.

De wet- en regelgeving die betrekking heeft op het tegengaan van oneerlijke effectenhandel is opgenomen in de specifieke effectenwet- en regelgeving, zoals de Wte 1995, de nadere regeling van de AFM en het fondsenreglement van Euronext.

Voor sommige vormen van oneerlijke effectenhandel, zoals koersmanipulatie met valse berichten, gebruikt het OM de commune strafbaarstellingen uit het Wetboek van Strafrecht omdat het effectenrecht niet voorziet in een adequate strafbaarstelling van koersmanipulatie met valse berichten.

De AFM heeft toezichtstaken op compliance-regelingen, Chinese Walls en openbare registers. Ook heeft zij handhavingstaken, namelijk het uitvoeren van controles en kan zij bestuurlijke boetes opleggen. Bij zware delicten kan de AFM besluiten aangifte te doen bij het OM.

Er is nieuwe wetgeving in voorbereiding inzake de hervorming van het toezicht op de financiële markten, de implementatie van de Europese richtlijn marktmisbruik, het toezicht op financiële dienstverleners en het

toezicht op accountants. Uit deze nieuwe wetgeving vloeien nieuwe wettelijke taken voor de AFM voort, zonder dat de bestaande taken inzake het bestrijden van marktmisbruik worden verminderd.

De voortdurende toename van het aantal controle-objecten, de invoering van nieuwe taken, de uitbreiding van de te handhaven gedragsregels en bevoegdheden vergen van de AFM veel inspanningen en aanpassingsvermogen. Voor de uitvoering van de nieuwe taken is extra personeel noodzakelijk en dienen de bij de nieuwe taken horende controlestrategieën te worden ontwikkeld.

De Algemene Rekenkamer trekt uit haar onderzoek de volgende hoofdconclusies:

- de AFM dient over meer beleidsinformatie over oneerlijke effectenhandel te beschikken dan thans het geval is. Het betreft beleidsinformatie over dark numbers (het vermoedelijke aantal gevallen) en de pakkans. Ook de beleidsinformatie over de *prestaties van de AFM* ten aanzien van het aantal ontvangen signalen, de afdoening ervan, de ingestelde onderzoeken en het beheer van de openbare registers dient verbeterd te worden. Deze beleidsinformatie is nodig om uitspraken te kunnen doen over de *effecten* van het handhavingsbeleid van de AFM.
- Er is intensiever toezicht nodig op de naleving van de regelingen die een *preventief* karakter hebben, zoals compliance-regelingen, Chinese Walls en de meldverplichtingen bij de openbare registers.
- Het *handhavingsbeleid* van de AFM is afwachtend. Een pro-actief handhavingsbeleid dient ook «at random» controles¹ van de risicogroepen te omvatten. Daardoor kan de preventie verbeteren.
- Het *sanctiebeleid* van de AFM is nog niet voldoende effectief.
- Voor een pro-actief handhavings- en effectief sanctiebeleid heeft de AFM adequate bevoegdheden nodig. De minister van Financiën dient de AFM daarvan te voorzien door aanpassing van wet- en regelgeving.

De Algemene Rekenkamer beveelt de minister van Financiën en de AFM aan om verbeteringen aan te brengen op de volgende gebieden: de beleidsinformatie, het handhavingsbeleid, het sanctiebeleid en de wet- en regelgeving.

Verder kan voorlichting over het voorkomen (omvang en aard) van oneerlijke effectenhandel bijdragen aan een betere beleggersbescherming.

In haar reactie geeft het bestuur van de AFM aan de Algemene Rekenkamer erkentelijk te zijn voor de aanbevelingen, het rapport als geheel, het uitgebreide onderzoek dat hieraan ten grondslag heeft gelegen en voor de wijze waarop haar medewerkers in de gelegenheid zijn gesteld om inbreng te leveren bij het onderzoek.

De AFM onderschrijft nagenoeg alle conclusies en aanbevelingen. In twee gevallen onderschrijft de AFM de conclusies niet. Dit betreft de conclusies over de pakkans bij marktmisbruik en de conclusie dat de controlemethodiek van de AFM reactief is.

De AFM geeft aan dat de pakkans samenhangt met het veronderstelde aantal normovertredingen, aangezien het veronderstelde aantal overtredingen niet bekend is kan volgens de AFM geen uitspraak worden gedaan over de pakkans. Ten aanzien van de controlemethodiek geeft de AFM aan deze pro-actief te vinden. Door middel van het huidige bijdragemodel worden de risico's bij onder toezichtstaande instellingen periodiek en ex-ante onderzocht. Hierdoor kunnen de onderzoeken worden gericht op het adresseren van risico's door de instellingen, nog voordat er

¹ Statistische vakterm voor «willekeurig».

problemen ontstaan waarvan cliënten de dupe kunnen worden. Wel neemt de AFM in overweging om «at random» controles bij risicogroepen uit te gaan voeren.

De minister van Financiën antwoordt dat het rapport aan waarde zou winnen als een verwijzing zou worden opgenomen naar de ontwikkelingen die zich in 2003 aandienden respectievelijk die zich sindsdien hebben voorgedaan.

De minister geeft aan dat er inmiddels diverse wetsvoorstellen zijn ingediend bij de Tweede Kamer. De EU-richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten is gepubliceerd. Deze richtlijn geeft een concretere uitwerking van de regelingen op preventief terrein, waardoor deze regelingen explicieter dan voorheen onderdeel worden van het toezicht op effecteninstellingen. Daarnaast bevat de richtlijn Marktmisbruik een aantal deels nieuwe of aangescherpte preventieve maatregelen. Tevens geeft de minister aan dat de samenwerking tussen de AFM en het OM is geïntensiveerd. Voorts is het Financieel Expertisecentrum in maart 2004 geherstructureerd en opnieuw geïntegreerd. De AFM heeft inmiddels in samenwerking met DNB de uitgangspunten voor het handhavingsbeleid vastgesteld. Nu wordt gewerkt aan formalisering en concretisering van een consistent en planmatig handhavingsbeleid.

De Algemene Rekenkamer is verheugd dat zowel het Ministerie van Financiën als de Autoriteit Financiële Markten inmiddels acties hebben ondernomen om te komen tot een verbetering van het toezicht op de financiële markten. Deze acties hebben geleid tot geïmplementeerde, dan wel binnen afzienbare tijd te implementeren wetten en maatregelen die in belangrijke mate kunnen bijdragen aan het effectief bestrijden van oneerlijke effectenhandel.

Ten aanzien van de beleidsinformatie over handel met voorwetenschap (dark number) blijft de Algemene Rekenkamer van mening dat het schatten van de totale omvang een goed aanvullend instrument is om zicht te krijgen op de vermoedelijke omvang en inzicht te krijgen in de daarbij behorende oorzaken. De Algemene Rekenkamer is van mening dat hiermee de effectiviteit van de werkzaamheden van de AFM kan worden vergroot.

Voorts blijft de Algemene Rekenkamer van mening dat het handhavingsbeleid van de AFM reactief is. Doordat de AFM zich bij haar handhavingsbeleid voornamelijk baseert op informatie van derden (onder andere enquêtes, telefonische meldingen) kan er volgens de Algemene Rekenkamer niet worden gesproken over een pro-actief handhavingsbeleid, zoals de AFM stelt.

Mede door de inmiddels doorgevoerde herstructurering van het Financieel Expertisecentrum en de (voorziene) aanpassing van de wetgeving krijgt de AFM naar de mening van de Algemene Rekenkamer meer mogelijkheden om te kunnen komen tot een pro-actief handhavingsbeleid.

1 INLEIDING

1.1 Aanleiding onderzoek

De Algemene Rekenkamer heeft in de eerste helft van 2003 een onderzoek uitgevoerd naar de beleidsinformatie over de prestaties en de daarmee behaalde effecten van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), voorheen Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE), bij het tegengaan van markt-misbruik en andere vormen van oneerlijke effectenhandel.

Eind jaren tachtig besteedde de Algemene Rekenkamer veel aandacht aan de premiegefinancierde sector van Nederland en de beide toporganen daarvan: de Sociale Verzekeringsraad en de Ziekenfondsraad. Een en ander leidde onder meer tot verhoogde aandacht voor de positie en resultaten van het toezicht op en van de sector. In de jaren negentig heeft de Algemene Rekenkamer veel aandacht besteed – zowel incidenteel als rijksbreed – aan het functioneren van de verschillende inspecties die het rijk heeft.

Gezien de opkomst van toezichthouders op markten oriënteert de Algemene Rekenkamer zich thans op die, deels nieuwe, instellingen om daaraan, zowel incidenteel als rijksbreed, aandacht te geven. Later dit jaar rondt de Algemene Rekenkamer een inventarisatie af naar de praktijk van het toezicht op markten, zoals de telecomsector, energiebedrijven en financiële instellingen. Het voorliggende onderzoek naar één van die instellingen, de AFM, past bij deze ontwikkeling.

Het vertrouwen in de financiële sector is onder druk komen te staan doordat de afgelopen jaren een reeks van schandalen aan het licht kwam (onder meer: Enron, Boonstra, Ahold en Parmalat). Verder bestaat het risico dat deze sector wordt misbruikt voor niet geoorloofde doelen, zoals het witwassen van geld en de financiering van terrorisme.

De AFM heeft op veel verschillende soorten gedragingen in de financiële marktsector een toezichtstaak gekregen. Veel van die taken zijn recent aan de AFM opgedragen. De Algemene Rekenkamer heeft daarom haar onderzoek beperkt tot de taken die «van oudsher» bij de AFM (en daarvoor de STE) thuishoren.

De taken van de AFM die in het onderzoek van de Algemene Rekenkamer zijn betrokken, hebben betrekking op de preventie van oneerlijke effectenhandel en op de handhaving, in de keten van het signaal van oneerlijke effectenhandel tot de bestuurlijke boete, dan wel de aangifte bij het Openbaar Ministerie (OM).

De vraag is of de beleidsinformatie over deze taken van de AFM over doelen, prestaties en effecten voldoende specifiek, meetbaar, afgesproken, relevant, tijdgebonden en consistent (SMART-c) is. Voor de preventieve taken en voor de handhaving van wet- en regelgeving dienen immers meetbare beleidsdoelen te zijn geformuleerd in termen van:

- *beoogde en gerealiseerde effecten* in de maatschappij, zoals de mate van naleving van wet- en regelgeving en van de
- *beoogde en gerealiseerde prestaties*. Daarbij gaat het zowel om het *beoogde aantal prestaties* als om de gerealiseerde *prestaties*.

Als prestaties merkt de Algemene Rekenkamer in dit onderzoek aan:

- het aantal bij de AFM binnengekomen signalen van oneerlijke effectenhandel (aantal, soort en leverancier);
- het aantal verwerkte signalen en de behandeling ervan;

- het aantal onderzoeken, opgelegde bestuurlijke boetes en het aantal aangiften bij het OM;
- het aantal te late, onvolledige en onjuiste meldingen voor de openbare registers die de AFM beheert en het aantal opgelegde bestuurlijke boetes voor het te laat of niet melden voor deze registers

1.2 Inhoud

Hoofdstuk 2 gaat over het werkterrein van de AFM. Hierin worden de verantwoordelijkheden, taken en bevoegdheden van de AFM weergegeven. Ook laat dit hoofdstuk zien welke informatie over doelen, prestaties en effecten in de verantwoording en de begrotingen van de minister van Financiën en van de AFM is te vinden. Het begrip «oneerlijke effectenhandel» wordt in hoofdstuk 3 beschreven.

De hoofdstukken 4 en 5 gaan over preventie door compliance-regelingen, Chinese Walls en openbare registers. De prestaties bij de handhaving (signalen, controles, onderzoeken en bestuurlijke boetes) worden in de hoofdstukken 6 en 7 behandeld. Het rapport wordt in hoofdstuk 8 afgesloten met de conclusies en aanbevelingen.

Hoofdstuk 9 bevat de reactie op het rapport van de minister van Financiën, de AFM en het nawoord van de Algemene Rekenkamer.

2 WERKTERREIN AFM

2.1 Inleiding

Per 1 maart 2002 is de naam van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) gewijzigd in: Autoriteit Financiële Markten (AFM). De STE was in hoofdzaak belast met het toezicht op de naleving van de gedragsregels in het effectenverkeer. De nieuwe naam sluit aan op de verbreding van het takenpakket van de AFM tot gedragstoezichthouder op de financiële markten.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) opereert in een omgeving die in beweging is. De marktontwikkelingen volgen elkaar snel op door de toenemende internationale vervlechting, technologische vernieuwing en toenemende mondigheid van de consument. In 2002 heeft een ingrijpende herziening van het toezicht plaatsgevonden.

De taken van de AFM zijn uitgebreid tot gedragstoezichthouder voor de gehele financiële sector. Daarmee heeft de AFM een groot aantal nieuwe taken gekregen, waarvan sommige, zoals het toezicht op de Financiële Bijsluiter, al zijn geoperationaliseerd. De invoering van andere taken staat voor de komende maanden en jaren op het programma.

Uit de taken vloeien doelen, prestaties en effecten voort. De Algemene Rekenkamer heeft onderzocht of duidelijk is welke doelen, prestaties en effecten de AFM wil bereiken bij het tegengaan van oneerlijke effectenhandel. Doelen, prestaties en effecten dienen specifiek, meetbaar, afgesproken, relevant, tijdgebonden en consistent te zijn.

2.2 Verantwoordelijkheid

Het toezicht op de naleving van gedragsregels in de financiële markten is opgedragen aan de minister van Financiën, die deze taken door middel van overdrachtsbesluiten heeft gedelegeerd aan de AFM.²

De minister van Financiën stelt zich op het standpunt, zo geeft hij aan in zijn door het Parlement goedgekeurde begroting 2003, dat hij de systeemverantwoordelijkheid heeft voor het functioneren van de financiële markten. De resultaatverantwoordelijkheid ligt bij de AFM. Volgens de kaderstellende visie van het Ministerie van Financiën op toezicht gaat het bij systeemverantwoordelijkheid om de instelling en de opzet van de inrichting van het toezicht als zodanig en het functioneren van de toezichthouder in het systeem. Systeemverantwoordelijkheid is naast de zorg voor adequate wet- en regelgeving, vooral het toezicht houden op de toezichthouder.

De minister heeft geen verantwoordelijkheid voor de besluitvorming van de AFM over de handhaving van de gedragsregels in individuele gevallen.³ De AFM is een zelfstandig bestuursorgaan, tevens RWT, zoals bedoeld in de Comptabiliteitswet. Als zelfstandig bestuursorgaan draagt de AFM de verantwoordelijkheid voor de concrete uitoefening van haar toezicht.

De AFM is grotendeels tariefgefinancierd, dat wil zeggen dat de door de AFM gecontroleerden de kosten van de AFM dragen. De minister van Financiën stelt de hoogte van het tarief vast en publiceert dit tarief in de Staatscourant.

Inmiddels heeft de minister van Financiën aan de Tweede Kamer medegedeeld dat hij voornemens is om met name de handhavingstaken van de AFM uit de algemene middelen te financieren.⁴

² Wijzigingen in overdrachtsbesluiten Wet melding zeggenschap 1996 en Wet toezicht effectenverkeer 1995.

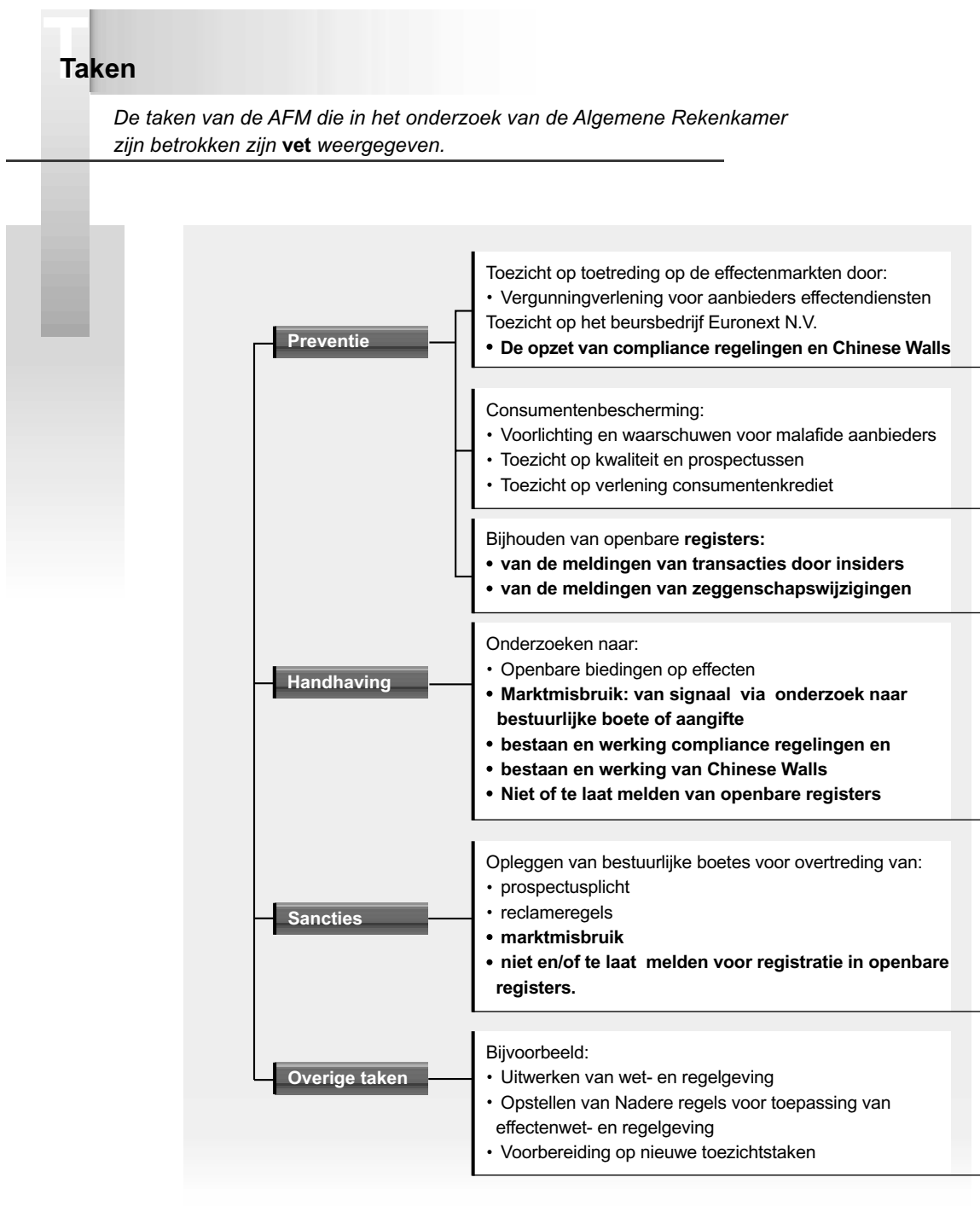
³ Tweede Kamer, 27 831, nr. 1, p. 14 en 28 050, nr. 5, p. 49.

⁴ Brief minister van Financiën aan Tweede Kamer, d.d. 1 juli 2003, inzake het rapport herziening financiering toezicht.

2.3 Taken

In het onderstaande schema zijn de wettelijk taken van de AFM weergegeven.

Figuur 1



De AFM is de gedragstoezichthouder op de financiële markt van het sparen, beleggen, lenen en verzekeren en zorgt dat alle partijen zich aan de relevante wet- en regelgeving houden. De Nederlandsche Bank (DNB) en de Pensioen en Verzekeringskamer (PVK) oefenen het bedrijfseconomische (prudentiële) toezicht uit. De effecteninstellingen, beleggingsinstellingen en consumentenkredietinstellingen vallen dus onder het gedragstoezicht van de AFM.

De AFM heeft het toezicht op de markt opgedeeld in drie taakgebieden: de relatie tussen vragers en aanbieders van financiële producten, de relatie tussen effectenuitgevende instellingen en beleggers en tussen beleggers onderling, en de financiële infrastructuur. Dit staat nader toegelicht in het document «Visie en strategie».

In de verschillende taakgebieden voert de AFM controles uit, handhaaft het wettelijk kader, geeft voorlichting en stelt aanvullende normen. De AFM bevordert normoverdracht naar actoren in de financiële markten door onder meer voorlichting te geven over nieuwe regels, interpretaties en algemene waarnemingen.

Naast toezichthoudende taken heeft de AFM ook uitvoerende taken, zoals het bijhouden van openbare registers. In deze registers neemt het AFM meldingen van transacties van insiders en wijzigingen in zeggenschapsverhoudingen op.⁵ De registers worden op internet gepubliceerd en hebben tot doel om aan beleggers informatie te verschaffen.

Tot het preventieve takenpakket van de AFM behoort ook consumentenbescherming door het verstrekken van voorlichting, bijvoorbeeld door beleggers te waarschuwen voor malafide effectenbemiddelaars, die zonder vergunning handelen.

De AFM houdt ook toezicht op de Financiële Bijsluiter die financiële marktpartijen verplicht zijn aan te bieden voor bepaalde (complexe) producten. In dat geval staan ook verzekeraars en banken onder het toezicht van de AFM.

2.4 Uitbreiding Taken

De afgelopen jaren zijn de wettelijke taken van de AFM uitgebreid door ontwikkelingen op de financiële markten en de herinrichting van het toezicht daarop.

⁵ Statuten AFM, d.d 1 maart 2002.

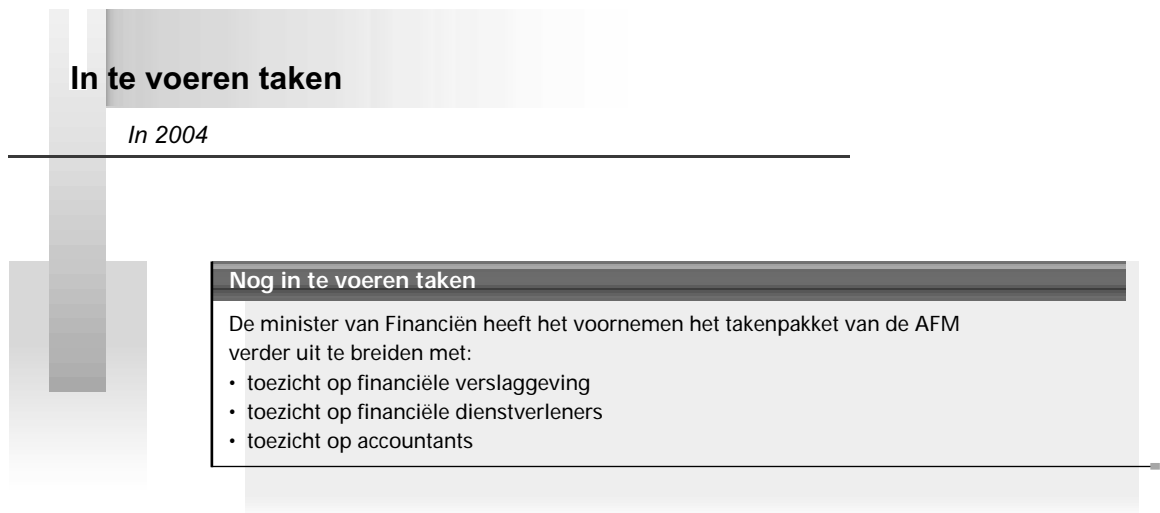
Verruiming van bestaande en invoering van nieuwe taken AFM

Sinds 1999

Figuur 2

1999	
februari	Toezicht op naleving verbodsbepalingen in de nieuwe Nadere Regeling Wte 1995. Herziening bestaande vergunningen van effecteninstellingen. Formulering nieuwe controlestrategie: aantal onder toezicht gestelden groeit van 4338 (1998) tot 5860 (1999).
februari	Toezicht op de niet tot een effectenbeurs toegelaten effecteninstellingen.
april	Toezicht op de nieuwe meldingsregeling van transacties in effecten van de eigen uitgevende instelling.
2000	
januari	Verruiming van de bevoegdheid om boetes en dwangsommen op te leggen bij overtredingen van de Wte en WMZ.
mei	Toezicht op het Nederlands Centraal Instituut voor het giraal effectenverkeer BV (Necigef).
2001	
september	Toezicht op openbare biedingen in Nederland. Fusietoezicht overgenomen van de SER.
2002	
januari	Toezicht op de uitvoering van de Wet melding ongebruikelijke transacties en de Wet identificatie bij dienstverlening (MOT/WID).
maart	Toezicht op de Wet op het consumentenkrediet overgenomen van DNB (Wck).
september	Gedragtoezicht op de Wet toezicht beleggingsinstellingen overgenomen van DNB (Wtb en Wte).
september	Toezicht op informatieverstrekking aan de consument door banken en verzekeraars en de Pensioen- & Verzekeringskamer, overgenomen van DNB en PVK (financiële bijsluiter).
september	Toezicht op Elektronische geldinstellingen (E-Money).
september	Inwerkingtreding van de herziene Wet melding Zeggenschap (Wmz).
2003	
december	Herziening van de regeling voor het gedragtoezicht op pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen.
december	Harmonisering toezichtswetgeving, onder andere op integriteitsgebied

Figuur 3

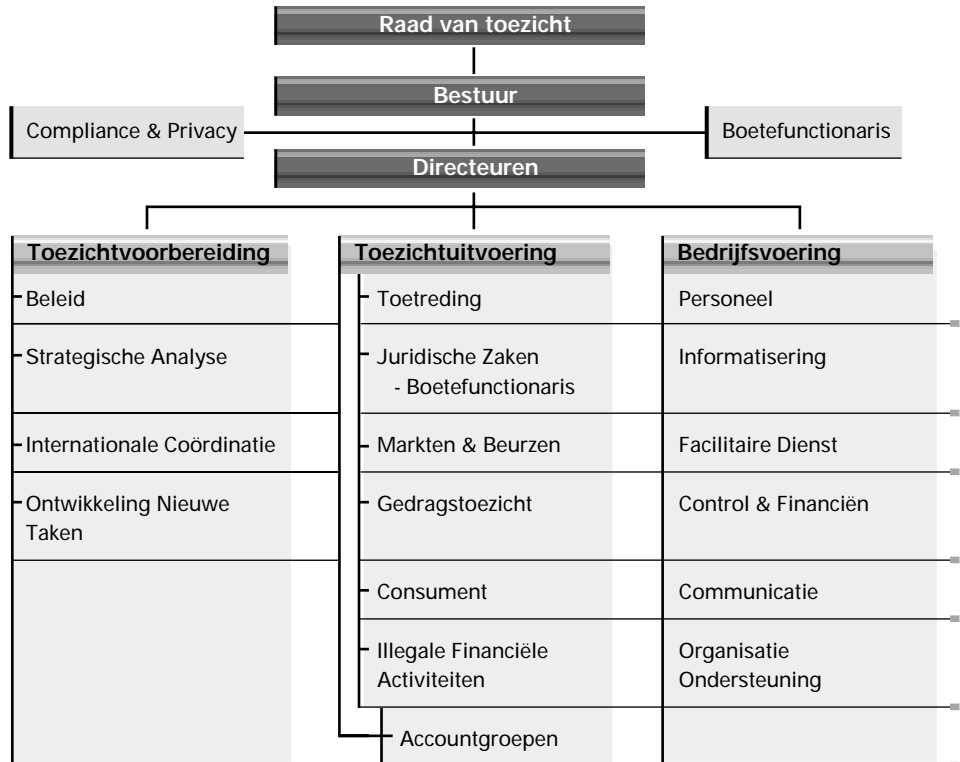


2.5 Organisatie

In verband met de overdracht van taken van andere toezichthouders naar de AFM en de invoering van nieuwe taken heeft de AFM per 1 juli 2003 een nieuwe organisatiestructuur ingevoerd.

Organigram AFM

Figuur 4



De raad van toezicht en het bestuur

De Raad van Toezicht van de AFM bestaat uit vijf personen. Deze raad ziet er op toe dat het bestuur van de AFM zijn taken naar behoren uitvoert, binnen de wettelijke kaders en met inachtneming van de beginselen van behoorlijk bestuur.

Het bestuur van de AFM bestaat uit drie personen. Een belangrijk aandachtspunt van het huidige bestuur is de ontwikkeling en invoering van nieuwe strategieën voor het houden van toezicht in het kader van nieuwe wettelijke taken.

Toezichtvoorbereiding

Een controlestrategie en aanpak van de nieuwe taken van de AFM wordt ontwikkeld binnen het onderdeel toezichtvoorbereiding. In verband met de invoering van nieuwe taken lopen bij de AFM een aantal projecten om voor iedere taak een nieuwe werkwijze en controlestrategie te ontwikkelen.

Toezichtuitvoering

Binnen toezichtuitvoering is er een combinatie van toezichtaccounts en

competentiecentra: Gedragstoezicht, Consument, Toetreding Marktwerking en Juridische Zaken.

Er zijn vijf directeuren voorzien die rechtstreeks rapporteren aan het bestuur. De AFM groeide in 2002 van 186 naar 273 medewerkers. Begin 2004 was de AFM naar circa 400 medewerkers gegroeid.

2.6 Bevoegdheden

De AFM beschikt over wettelijk geregelde onderzoeks-, inlichtingen-, controle- en sanctiebevoegdheden.

De AFM heeft de bevoegdheid om bestuurlijke sancties op te leggen bij geconstateerde overtredingen, zoals boetes en dwangsommen. Verder kan zij een aanwijzing of een openbare waarschuwing geven, een stille curator aanstellen, een vergunning intrekken en registratie doorhalen of weigeren.

De AFM kan bij het OM aangifte doen van geconstateerde overtredingen.

2.7 Controlestrategie

Door de toename van het aantal controleobjecten en het aantal te handhaven gedragsregels heeft de AFM eerst een controlestrategie voor de financiële instellingen ontwikkeld. Deze instellingen sturen de AFM een toezichtsformulier. Daarin vraagt de AFM een evaluatie te maken van de mate waarin zij voldoen aan de regels en of ze voldoende bijdragen aan de toezichtsdoelstellingen. Op basis van deze zelfevaluaties stelt de AFM risicoanalyses op. Daar waar de risico's op overtreding van de gedragsregels het grootst is, voert AFM systematisch en gericht controles uit.

De AFM onderwerpt de ingevulde vragenlijsten aan een plausibiliteitsbeoordeling. Op basis van de uitkomsten daarvan en de risicoanalyse stelt AFM de planning van het toezicht vast. Deze controlestrategie stelt de AFM thans in staat gestructureerd toezicht uit te oefenen op de effecteninstellingen en zich minder te laten leiden door incidenten.

Op basis van de uitkomsten houdt de AFM gesprekken met het management van de instellingen. Het doel van deze gesprekken is het analyseren van de risico's voor het gedragstoezicht die voortvloeien uit de strategische doelstellingen van de betrokken instelling.

Bij de invoering van de nieuwe taken wordt door het organisatieonderdeel toezichtvoorbereiding een nieuwe controleaanpak ontwikkeld. Vervolgens wordt deze aanpak overgenomen door toezichtuitvoering.

2.8 Doelen

In zijn begroting 2003 formuleert de minister van Financiën als operationele doelstelling voor het toezicht op de financiële sector: *«Het creëren van een slagvaardige en effectieve institutionele vormgeving van het toezicht op de financiële markten»*⁶.

Blijkens haar statuten heeft de AFM tot doel:

«Het bevorderen op de financiële markten van een ordelijk en transparant marktproces, de zuivere verhouding tussen de marktpartijen en de bescherming van de consument».

De AFM vat haar doelen samen als:

«Het bevorderen van de toegang tot, de goede werking van en het vertrouwen in de financiële markten. Deze doelstellingen dienen niet alleen het belang van afnemers van financiële diensten en producten, maar ook dat van de economie als geheel. Zowel het publiek, het bedrijfsleven als de overheid zijn voor veel activiteiten afhankelijk van de financiële producten die op de markten aangeboden worden. Vertrouwen

⁶ Tweede Kamer, 28 600, hoofdstuk IXB, nr. 2, p. 45.

in de financiële markten is cruciaal. Daarom is goed toezicht van groot belang».

In «Beleid en begroting 2003» geeft de AFM de doelstellingen per wettelijke taak weer en heeft daarbij drie operationele doelen geformuleerd, namelijk:

- 1e het bevorderen van de toegankelijkheid van de markt;
- 2e bevorderen van de goede werking van de markt, met als subdoelen:
meetbare normen, voldoende *informatie* en *bescherming* van zwakkere belangen;
- 3e het borgen van het *vertrouwen* van marktpartijen in de markt.

De AFM beoogt over een periode van 4 à 5 jaar de volgende resultaten te realiseren:

- een meetbare vergroting van haar gezag;
- een meetbare bijdrage aan de rechtvaardigheid van de markt en
- een meetbare bijdrage aan de efficiency van de markt.

De AFM heeft nog niet uitgewerkt hoe wordt gemeten of de beoogde doelen en de beoogde resultaten (prestaties en effecten) de komende jaren zullen worden bereikt. De AFM heeft na de omvorming van de STE tot gedragstoezichthouder AFM eerst gewerkt aan het formuleren van een visie en strategie als gedragstoezichthouder.

Vervolgens is een meerjarenbeleidspan opgesteld en is per 1 juli 2003 een reorganisatie (de herinrichting) doorgevoerd. Als één van de vervolgstappen is voorzien in het uitwerken van prestatie-indicatoren. In het najaar van 2003 is hiervoor een project gestart. Het meten van effecten wordt pas mogelijk nadat de eerder genoemde stappen zijn gezet. Voorzien is deze in 2004 te ontwikkelen, parallel aan het conformeren van de begroting aan de VBTB-eisen⁷.

De door AFM in 2003 te leveren prestaties (signalen, controles, onderzoeken en aangiften) ten aanzien van het specifieke toezicht op nakoming van de gedragsregels in de sectorale wetgeving, zoals het verbod van gebruik van voorwetenschap en het tipverbod, zijn nog niet in de begroting 2003 van de AFM vermeld.

Een analyse van de behaalde prestaties bij het bestrijden van markt-misbruik of andere vormen van oneerlijke effectenhandel is niet vermeld.

2.9 Prestaties

Omtrent de doeltreffendheid van het toezicht op de financiële markten door de AFM merkt de minister in zijn begroting 2003 op dat voor de jaarlijkse *prestatiemeting* gebruik zal worden gemaakt van de mate waarin de toezichthouders op de markten, zoals de AFM, hun doelstellingen realiseren aan de hand van de gegevens in hun jaarverslagen en begrotingen.

De Algemene Rekenkamer trof de resultaten van de jaarlijkse prestatie-meting, in de vorm van een analyse van de prestaties of prestatie-gegevens, niet aan in de begroting van de minister van Financiën voor 2003 en 2004.

2.10 Conclusies

De Algemene Rekenkamer constateert dat de minister van Financiën zijn systeemverantwoordelijkheid voor het toezicht op de financiële markten vorm en inhoud geeft in het lopende wetgevingstraject gericht op de hervorming van het toezicht op de financiële markten. In dit traject worden de taken van de AFM herzien en uitgebreid.

⁷ VBTB: Van Beleidsbegroting tot Beleidsverantwoording. Het VBTB-project beoogt een duidelijker zicht te krijgen op de prestaties van overheidshandelen en het bewerkstelligen van een betere kwaliteit van uitvoering, alsmede een meer resultaatgerichte begrotings- en verantwoordingsystematiek.

De Algemene Rekenkamer merkt op dat bij de systeemverantwoordelijkheid van de minister voor het functioneren van de AFM, met name de informatie over de doelen, prestaties en effecten van de AFM een belangrijke rol speelt bij het beantwoorden van de vraag of en in welke mate de systeemvoorwaarden die de minister heeft getroffen al dan niet voldoende effectief zijn.

De AFM doet er goed aan de gestelde doelen beter te operationaliseren, de beleidsinformatie en de verslaglegging te verbeteren, opdat de effecten van de prestaties van de AFM beter gemeten en gevolgd kunnen worden. Bovendien stelt dit de minister in staat zich beter te kunnen verantwoorden.

3 ONEERLIJKE EFFECTENHANDEL

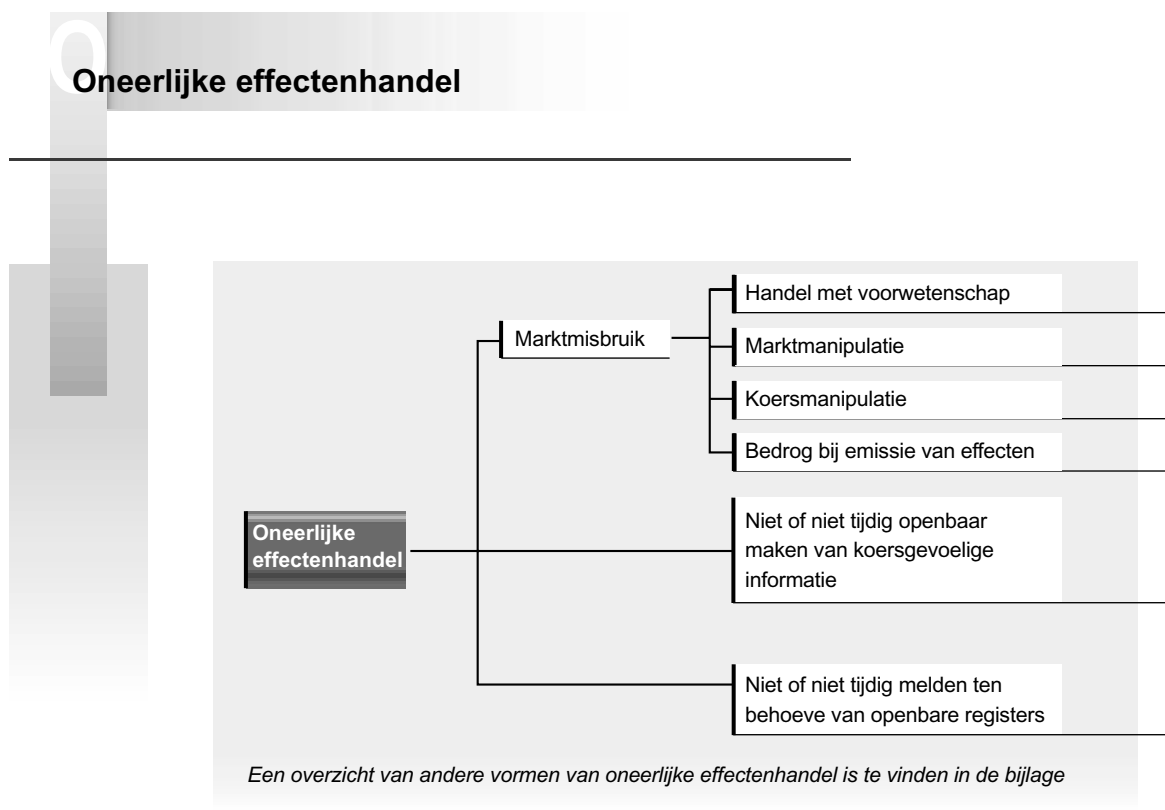
3.1 Inleiding

Oneerlijke effectenhandel wordt in dit onderzoek gebruikt als containerbegrip. Het betreft het gedrag van actoren in de financiële markten waardoor andere actoren kunnen worden benadeeld. Actoren zijn de instellingen die effecten uitgeven (zoals de beursgenoteerde ondernemingen), effecteninstituten, tussenpersonen en beleggers in effecten. Marktmissbruik is een vorm van oneerlijke effectenhandel. Onder marktmissbruik wordt begrepen: handel met voorwetenschap, marktmanipulatie, koersmanipulatie en bedrog bij emissie van effecten.

Oneerlijke effectenhandel omvat ook het niet tijdig openbaar maken van koersgevoelige informatie door beursgenoteerde ondernemingen en het niet of niet tijdig melden van transacties die dienen te worden vermeld in een openbaar register.

In dit hoofdstuk komen de ernstigste vormen van oneerlijke effectenhandel aan de orde, namelijk: handel met voorwetenschap, markt- en koersmanipulatie en niet tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie.

Figuur 5



Verder wordt in dit hoofdstuk aandacht gegeven aan het dark number van handel met voorwetenschap en de pakkans bij overtredingen. Beleidsinformatie over het dark number en de pakkans dient als basis voor de risicoanalyse aanwezig te zijn. Het handhavings- en sanctiebeleid kan hiermee worden aangestuurd.

Verbodsbepalingen die oneerlijke effectenhandel tegen gaan zijn te vinden in het Wetboek van Strafrecht en in de specifieke effectenwetgeving, zoals

de Wte 1995 en in de nadere regeling van de AFM. Overtreding kan worden afgedaan met een bestuurlijke boete of strafrechtelijke vervolging. Verder zijn verbodsbepalingen opgenomen in het fondsenreglement van het beursbedrijf Euronext. Bij overtreding kan Euronext maatregelen treffen tegen de beursgenoteerde onderneming, zoals het schrappen van de beursnotering.

Tenslotte kunnen gedragingen van effecteninstellingen, waarvan niet direct duidelijk is of er sprake is van oneerlijke effectenhandel ter beoordeling worden voorgelegd aan de brancheorganisatie «Dutch Securities Institute».

3.2 Voorwetenschap

Het is verboden om beschikkende over voorwetenschap beursgenoteerde effecten te kopen of te verkopen. Voorwetenschap wordt in de wet gedefinieerd als: *«Bekendheid met een bijzonderheid omtrent de rechtspersoon vennootschap of instelling waarop de effecten betrekking hebben of omtrent de handel in effecten die niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking naar redelijkerwijs te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten ongeacht de richting van de koers.»*

AMSTERDAM (ANP) - Oud-Philipstopman Cor Boonstra is vrijgesproken van handel met voorkennis. Hij werd ervan verdacht voorwetenschap gebruikt te hebben bij de aankoop van een pakket aandelen van amusementsconcern Endemol in 2000. De president van de rechtbank in Amsterdam vond de handelwijze van Boonstra wel *opmerkelijk*. Dit gold vooral het tijdstip van de transactie, dat Boonstra zelf het initiatief nam en dat hij zijn Belgische bankier om discretie vroeg bij de transactie. De rechter vond deze feiten echter nog geen bewijs om Boonstra te veroordelen wegens het misdrijf handel met voorwetenschap. De rechter vond dat de transacties passen in het gedrag van de actieve belegger Boonstra en dat het bedrag van circa 500.000 euro gebruikelijk voor hem was.

Door de nieuwe *Europese richtlijn marktmisbruik* zullen de artikelen over effectenhandel met voorwetenschap op een aantal punten worden aangepast. Zo wordt in de verbodsbepaling het element «gebruik maken van» geïntroduceerd. Dat heeft tot gevolg dat degene die over voorwetenschap beschikt ook daadwerkelijk aantoonbaar gebruik moet hebben gemaakt van deze voorwetenschap. De implementatie van de richtlijn marktmisbruik zal volgens de minister van Financiën naar verwachting uiterlijk in oktober 2004 afgerond zijn.

3.3 Marktmisbruik

Marktmisbruik en koersmanipulatie zijn in de effectenwetgeving nog niet strafbaar gesteld. Om deze lacune in de effectenwetgeving op te vullen, maakt het OM bij het instellen van strafvervolging gebruik van een in algemene bewoordingen geformuleerd verbod tot manipulatie van de koers of prijs van «koopwaren, fondsen of geldswaardig papier», door leugenachtige berichten te verspreiden (artikel 334 Wetboek van Strafrecht).

Casus Hercules

Hercules, een daytrader, had volgens het OM op het internet valse geruchten verspreid over het bedrijf Cardio Control, terwijl hij zelf grote pakketten aandelen van dit bedrijf had. Vervolgens handelde hij op zijn gemanipuleerde «inside information». De berichten op het internet trokken echter de aandacht van Euronext, die een signaal gaf aan de AFM.

Doordat Hercules de mogelijke leugens via het internet verspreidde, liet hij bewijsbare sporen achter. Zo beweerde Hercules op het internet dat hij van Cardio Control had gehoord dat de bestuursvoorzitter «op zakenreis was voor ruim een week». Hiermee suggereerde hij – volgens het OM – dat een overname op til was. Ook beweerde hij dat er één grote koper was in het fonds die zou kunnen zorgen voor een grote koersstijging en dat er sprake was van drukke handel in het fonds. Dat was op zichzelf juist maar die grote koper en verkoper was Hercules zelf. De AFM deed hiervan aangifte bij het OM. Volgens de advocaat van Hercules is de melding dat er drukke handel is in het aandeel slechts de waarheid, ook als niet wordt vermeld dat die handel alleen door de schrijver zelf wordt uitgevoerd. Verder bleek Hercules over telefoonnota's te beschikken waaruit bleek dat hij regelmatig belde met het bedrijf en dat de bestuursvoorzitter op vakantie was.

De rechter oordeelde dat Hercules had gepoogd de koers van Cardio Control te laten stijgen door een leugenachtig bericht te verspreiden, te weten dat er een minderheidsbelang in Cardio Control van eigenaar zou wisselen, terwijl hij wist dat dit onwaar was, aangezien hij zelf verantwoordelijk was voor de grote aan- en verkopen van die dag. Hercules kreeg een boete van 5000 Euro. Het OM en Hercules hebben beiden hoger beroep aangetekend.

Geen passende delictomschrijvingen

Het OM kwalificeert vormen van marktmisbruik tot op heden als «publieksmisleiding» of als het verspreiden van valse berichten of valsheid in geschrifte. Door onjuiste typering kan in statistisch onderzoek naar de omvang van «oneerlijke effectenhandel» een vertekend en onvolledig beeld ontstaan over de omvang van marktmisbruik, omdat de kwalificaties van het OM niet onder de categorie «marktmisbruik» worden meegeteld.

Verder bestaat het risico dat de rechter niet toekomt aan een door het OM voorgestelde veroordeling omdat de ten laste gelegde feiten, zoals bij voorbeeld provisiejagen, evenmin een passende delictomschrijving kent. Degenen die zich aan provisiejagen schuldig kunnen maken zijn effecteninstellingen. Zij vallen onder de Nadere Regeling, die in art. 29 een verbodsbepaling voor provisiejagen bevat. Overtreding van deze verbodsbepaling is beboetbaar met een bestuurlijke boete.

De Algemene Rekenkamer is van mening dat hier verbeteringen mogelijk zijn door afstemming tussen AFM en OM over de juiste benoeming van het delict als het gaat om een wel in wetgeving omschreven strafbaar feit. Voorts kan de AFM overwegen om zaken die zij bestuurlijk kan afdoen in principe niet meer door te sturen naar het OM.

3.4 Koersmanipulatie

De nadere regeling toezicht effectenverkeer van de AFM stelt een aantal specifieke gedragingen van *effecteninstellingen* strafbaar, bijvoorbeeld koersmanipulatie. Of een algemeen verbod van koersmanipulatie in de Wte kan worden opgenomen, is al sinds 1994 onderwerp van studie. In 1994 vroegen Kamerleden of de regering een regeling voor koersmanipulatie in dit wetsvoorstel wil inweven en zo ja op welke termijn. De regering antwoordt dat de Wte 1995 voorziet in implementatie van twee EG-richtlijnen over andere onderwerpen en de aanwijzingen voor de

regelgeving verzetten zich tegen het opnemen van andere regels dan welke nodig zijn ter implementatie van de richtlijnen. De minister deelt in 1995 aan de Tweede Kamer mee dat koersmanipulatie «weerbarende materie» is, maar acht een goede regeling van belang. De minister zegt toe een rechtsvergelijkend onderzoek te entameren. In 1996 verschijnt het toegezegde rapport over koersmanipulatie.⁸ Het rapport beveelt aan om koersmanipulatie strafbaar te stellen, net zoals dat het geval is in een aantal onderzochte landen. Het ministerie vindt het evenwel nog te vroeg om definitieve conclusies te trekken. «Daarvoor is eerst nadere analyse nodig (...)». In 1997 stelt Tweede Kamerlid Voûte-Droste een vraag over koersmanipulatie. De minister verwijst daarop naar het rapport en herhaalt het eerder ingenomen standpunt. Zorgvuldigheid is volgens de minister van Financiën geboden. Prioriteit wordt gelegd bij het toezicht, gebruik van voorwetenschap, herstructurering van de beurs en beschermingsconstructies. Vervolgens heeft de minister van Financiën medio 2003 een concept wetsvoorstel inzake marktmisbruik openbaar gemaakt en kunnen marktpartijen hun mening daarover geven. In het wetsvoorstel wordt markt- en koersmanipulatie strafbaar gesteld. Verder is voorgesteld een meldplicht in te voeren voor effecteninstellingen als sprake is van een redelijk vermoeden van handel met gebruik van voorwetenschap.

3.5 Openbaarmaking van koersgevoelige informatie

Beursgenoteerde bedrijven zijn op grond van regelgeving van Euronext, het beursbedrijf, verplicht koersgevoelige informatie direct openbaar te maken. Openbaarmaking voorkomt oneerlijke effectenhandel. Deze verplichting tot onverwijld openbaarmaking is niet opgenomen in de Wte of in de regelgeving van de AFM. Deze plicht is opgenomen in art. 28h van het Fondsenreglement van het beursbedrijf Euronext. Dit is een verplichting met een preventief karakter; het beoogt handel met voorwetenschap tegen te gaan. Het beursbedrijf Euronext zelf controleert het nakomen van deze verplichting. Indien uit onderzoek van Euronext blijkt dat sprake is van een kennelijke overtreding kan het management van Euronext Amsterdam besluiten de zaak ter advisering voor te leggen aan de Adviescommissie Fondsenreglement. Als daar aanleiding toe is volgt een sanctie (waarschuwing). Blijkens het jaarverslag 2002 van de Adviescommissie resulteerden haar adviezen in vier schriftelijke waarschuwingen van Euronext. De AFM krijgt de wettelijke taak om het toezicht op de openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te voeren.

3.6 Beleidsinformatie over dark numbers

Er is wetenschappelijk onderzoek voorhanden op grond waarvan indicaties gegeven kunnen worden over de omvang van handel met voorwetenschap. Hieruit valt af te leiden dat bij 3 à 4 procent van het handelsvolume sprake zou kunnen zijn van handel met voorwetenschap. Uit een enquête onder financiële experts leidt de Algemene Rekenkamer af dat er nog te weinig bekend is over de omvang van het fenomeen marktmisbruik, terwijl kennis hierover juist een belangrijke indicator moet zijn voor de aansturing van het handhavingsbeleid. Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat ontwikkelde landen weten regelgeving kennen om marktmisbruik tegen te gaan.⁹ Evenwel de mate van handhaving van de wet- en regelgeving stelt niet altijd veel voor. Uit onderzoek is komen vast te staan dat niet het bestaan van wet- en

⁸ Tweede Kamer 1996/97, 25 000 hoofdstuk IXB, nr. 2, p. 21 en Staatscourant 5 juni 1996, nr. 105.

⁹ The world price of insider trading, door Bhattacharya en Daouk, Indiana University, 2002. The effectiveness of the Insider Trader Sanctions in the 1980's door Se-Je-Min, UCLA, 2002.

regelgeving marktmisbruik tegengaat, maar dat daarvoor daadwerkelijke handhaving en sanctionering nodig is. Een goede handhaving heeft dus effect op de omvang van marktmisbruik. Zonder handhaving is het invoeren van wetgeving niet effectief. Met name in opkomende markten is de bereidheid om te handhaven afwezig en dienen beleggers er rekening mee te houden dat niet goed geïnformeerde beleggers nadeel ondervinden.

Volgens de AFM is het voor de toezichthouder lastig te beoordelen welk effect haar controles hebben op de gecontroleerde. De indruk bestaat dat de onderzoeken naar gebruik van voorwetenschap en marktmisbruik bij de gecontroleerden (toegelaten instellingen, uitgevende instellingen, beleggers en andere betrokkenen) veelal leiden tot een kritische interne reflectie die bij gebleken tekortkomingen tot een aanpassing in de beheersomgeving leidt. Volgens de AFM is er voor ondernemingen een interne prikkel voor compliance, namelijk de hoge kosten van imago-schade bij het naar buiten komen van overtredingen. Financiële instellingen zien reputatieschade als het voornaamste risico voor hun bedrijfsvoering.

3.7 Beleidsinformatie over pakkans

Over de pakkans voor marktmisbruik – overtredingen van het verbod van handel met voorkennis, markt en koersmanipulatie heeft de AFM geen informatie. Volgens de AFM is het bij de handel in kleinere fondsen relatief gemakkelijk om afwijkende transacties op de beurs die mogelijk te maken hebben met handel met voorwetenschap, te ontdekken. Bij grotere en liquide fondsen is dat veel moeilijker, maar zijn doorgaans, volgens de AFM, de preventieve maatregelen sterk ontwikkeld.

Voorbeeld pakkans bij handel met voorwetenschap

Een insider bij een groot internationaal beursgenoteerd bedrijf opent vanuit Nederland via het internet een rekening bij verschillende Amerikaanse «brokers». Via zijn US-dollarrekeningen gaat hij in aandelen van het eigen bedrijf handelen. Om niet op te vallen plaatst hij steeds verschillende orders over een langere periode. De orders zijn relatief kleiner (smurfen) dan hetgeen gebruikelijk is in de markt.

In de perceptie van de door de Algemene Rekenkamer geraadpleegde experts is de pakkans voor marktmisbruik laag. Als transacties op een van de vele buitenlandse beurzen worden uitgevoerd is het in feite niet meer na te gaan dat sprake is van vreemde koersbewegingen of volumes en wie daarvoor verantwoordelijk is.

De Algemene Rekenkamer constateert dat de pakkans voor marktmisbruik laag is. De huidige controle methodiek van de AFM, namelijk het vinden van signalen van marktmisbruik door het volgen van koersbewegingen en volumes heeft een beperkte waarde.

3.8 Conclusies

De Algemene Rekenkamer constateert dat het gebruik van strafbaarstellingen uit het effectenrecht (= specifiek strafrecht) en het algemene strafrecht voor dezelfde soort gedragingen het risico geeft dat het statistisch inzicht in de aard en omvang van oneerlijke effectenhandel door de vertroebeling van de cijfers beperkt blijft. In een aantal gevallen ontbreken passende delictomschrijvingen in het effectenrecht.

Sedert 1994 studeert het Ministerie van Financiën op de mogelijkheid van strafbaarstelling van koersmanipulatie. Inmiddels is een daartoe dienend wetsvoorstel medio 2003 ter consultatie van de marktpartijen openbaar gemaakt. Na de consultatie zal een wetsvoorstel tot invoering van de voorstellen van de Europese regelgeving tegen marktmisbruik bij de Staten-Generaal worden ingediend.

Om de effecten van de prestaties van de AFM bij het bestrijden van oneerlijke effectenhandel beter te kunnen bepalen, is meer beleidsinformatie over de aard en omvang (dark numbers) van het fenomeen in de praktijk nodig. De mate waarin marktmisbruik in de praktijk voorkomt zou – eventueel aan de hand van schattingen beter in kaart moeten worden gebracht om de handhavinginspanningen daarop te kunnen richten.

Er is noch door de AFM, noch bij het Ministerie van Financiën onderzoek gedaan naar de aard en omvang van marktmisbruik, terwijl de (geschatte) omvang een belangrijke indicator is voor de aansturing van het handhavingsbeleid.

De Algemene Rekenkamer constateert dat de pakkans bij marktmisbruik, gelet op de huidige controlemethodiek, laag is.

4 COMPLIANCE EN CHINESE WALLS

4.1 Inleiding

De AFM heeft ook toezichtstaken op de preventieve maatregelen die oneerlijke effectenhandel tegengaan, zoals toezicht op bestaan en werking van compliance-regelingen, Chinese Walls en openbare registers.

De AFM stelt in haar Jaarverslag 2002 de vraag: wat mogen marktpartijen en politiek verwachten van goed toezicht door AFM? De AFM stelt dat een voorwaarde voor het dichten van de verwachtingskloof tussen wat de buitenwereld (publiek, media, marktpartijen en politieke wereld) van de AFM verwacht en wat de AFM feitelijk kan doen is dat bij de AFM zelf sprake is van «good governance» en «compliance» met wet- en regelgeving. In dit verband is een verbeterde verhouding van openbaarheid en geheimhouding eveneens van belang.

De Algemene Rekenkamer heeft de prestaties van de AFM onderzocht bij het toezicht op compliance-regelingen en werkende functiescheidingen (Chinese Walls) bij financiële instellingen en beursgenoteerde bedrijven. Ook onderzocht zij de compliance-regeling bij de AFM zelf.

Oneerlijke effectenhandel wordt enerzijds voorkomen door maatregelen, zoals het verlenen van vergunningen aan financiële instellingen, het stellen van eisen aan de prospectus en het bevorderen van openbaar maken van koersgevoelige informatie. Ook wordt oneerlijke effectenhandel voorkomen door een goede corporate governance bij beursgenoteerde ondernemingen, bij financiële instellingen en bij toezichthouders op de financiële markten.

Preventief van aard zijn regelingen die beogen dat beursgenoteerde ondernemingen, financiële instellingen en personen die door hun werk in aanraking komen met koersgevoelige informatie op zorgvuldige en transparante wijze omgaan met koersgevoelige informatie. Een goede corporate governance, het toepassen van compliance-regelingen en werkende functiescheidingen (Chinese Walls) bij financiële instellingen bevorderen het zorgvuldig en transparant omgaan met informatie. Ook de werking van de openbare registers die de AFM voert is preventief van aard. Aan deze registers wordt in het volgende hoofdstuk aandacht gegeven.

Preventief van aard zijn op zichzelf ook alle geboden en verboden in wet- en regelgeving, zoals het verbod op marktmisbruik en provisiejagen en het gebod om koersgevoelige informatie openbaar te maken. Deze geboden en verboden worden behandeld in het hoofdstuk handhaving.

4.2 Compliance

Compliance, als onderdeel van een goede corporate governance, betekent «in overeenstemming met de wet» (letterlijk: «to comply with the law»).

De term wordt hier meer specifiek gebruikt voor het toezicht op de naleving van de wetten en regels die gelden voor privé-transacties in effecten van medewerkers die kunnen beschikken over koersgevoelige informatie. In de compliance-regeling staan de regels en verplichtingen voor medewerkers die zowel zakelijk als privé met effectenhandel te maken hebben of kunnen krijgen. Insiders zijn degenen die via hun werk over koersgevoelige informatie beschikken.

Een beursgenoteerde onderneming is op grond van artikel 46d Wte 1995 verplicht tot het opstellen van een reglement bezit transacties en effecten en op grond van artikel 46b WTE 1995 verplicht tot het melden van transacties in de eigen effecten.

Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen twee wettelijke plichten waaraan overigens invulling kan worden gegeven in één compliance-regeling.

Ten eerste is de beursgenoteerde onderneming verplicht een reglement vast te stellen met regels over het bezit van en transacties in haar effecten, welke regels gelden voor alle werknemers alsmede voor de categorie «insiders» waartoe onder meer behoren de bestuurders, commissarissen en dagelijksbeleidsbepalers. Daarnaast geldt een verplichting tot melding van transacties in de eigen aandelen voor de beursgenoteerde onderneming.

Aan deze meldingsplicht kan vorm worden gegeven in een compliance-regeling, maar noodzakelijk is dat niet. De meldingsplicht vloeit immers voort uit de wet. De melding moet voldoen aan bepaalde eisen.

Concreet komt dit er op neer dat de handel in en het bezit van aandelen in een beursgenoteerde onderneming door medewerkers en insiders van de onderneming gereguleerd is. In bepaalde gevallen (handel door de instelling zelf of door haar insiders) zal deze handel leiden tot een melding aan de toezichthouder.

4.3 Compliance financiële instellingen

Iedere financiële instelling is verplicht een compliance-regeling te hebben en een compliance-officer te benoemen, die verantwoordelijk is voor het interne toezicht op en de naleving van de compliance-regelingen, met name de Regeling koersgevoelige informatie, de Regeling privé beleggingstransacties en regels terzake de interne structurering (Chinese Walls).

De AFM houdt toezicht op de naleving van de compliance-regelingen van deze financiële instellingen. Vanaf september 2001 voert de AFM het toezicht op deze instellingen uit volgens de nieuwe controlestrategie, zoals beschreven in paragraaf 2.7.

Die strategie impliceert dat de instellingen zelf vragen beantwoorden en de antwoorden terugzenden aan de AFM.

Eén van de pijlers van de controlestrategie is de eigen verantwoordelijkheid van de instellingen. Deze eigen verantwoordelijkheid kan mede worden vormgegeven door het opzetten van een adequate compliance-functie binnen de instelling.

De compliance-officer is namens het bestuur verantwoordelijk voor het toezien op de naleving van wet- en regelgeving.

De Algemene Rekenkamer is van mening dat deze controlestrategie in opzet reactief van aard is.

4.4 Compliance beursgenoteerde ondernemingen

Compliance-regelingen van beursgenoteerde ondernemingen zijn van belang om oneerlijke effectenhandel te voorkomen.

Het niet voldoen aan de wettelijke plicht om een reglement als bedoeld in art. 46d Wte 1995 vast te stellen, is een beboetbaar en een strafbaar feit. Dat betekent dat de AFM toezicht op de naleving van art. 46d Wte 1995 moet houden en derhalve zicht zou moeten hebben op de compliance-regelingen van beursgenoteerde ondernemingen.

De Algemene Rekenkamer stelt vast dat de AFM nog geen nieuwe controlestrategie voor de compliance-regelingen van beursgenoteerde ondernemingen heeft ontwikkeld, zoals wel het geval is voor de financiële

instellingen. De AFM heeft nog geen beeld van de aanwezigheid en werking van deze regelingen bij de ondernemingen.

De Algemene Rekenkamer onderzocht welke openbare informatie er is over compliance-regelingen van beursgenoteerde ondernemingen. In juni 2002 publiceerde een accountantskantoor het onderzoeksrapport «Compliance bij beursgenoteerde ondernemingen». Volgens het rapport is het interne toezicht op compliance voornamelijk passief ingericht en richt zich op maatregelen in de structuur en procedures. Opvallend is verder dat bij een beursgenoteerde onderneming is vastgesteld dat de secretaris van de raad van bestuur niet zelf onder het toezicht viel, terwijl deze functionaris bij uitstek beschikt over koersgevoelige informatie van het bedrijf.

Ongeveer de helft van de bedrijven die meewerkten aan het onderzoek was van mening dat verbeteringen in de effectieve preventie van het gebruik van voorwetenschap mogelijk is.

In oktober 2003 publiceerde een onderzoeksbureau de resultaten van een onderzoek naar het corporate-governancebeleid van de Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. De aanbevelingen van de commissie Corporate Governance onder leiding van de heer Tabaksblat zijn afgezet tegen het corporate governancebeleid van 84 beursgenoteerde ondernemingen. Het onderzoek wijst uit dat er op dit moment nog een kloof gaapt tussen de aanbevelingen van de commissie en de huidige praktijk. Op een schaal van 1 -10 is de gemiddelde score een magere 3,3. Volgens het onderzoek is er veel ruimte voor verbetering van de corporate governance in Nederland. De compliance-regeling van het bedrijf maakt onderdeel uit van de corporate governance.

4.5 Compliance bij AFM

Medewerkers van de AFM kunnen door hun functie beschikken over voorwetenschap, die ze in de privé-sfeer zouden kunnen aanwenden om er persoonlijk voordeel mee te behalen. Er moet op kunnen worden vertrouwd dat medewerkers eventueel aanwezige voorwetenschap niet verder of anders gebruiken of daaraan verder of anders bekendheid geven dan voor de uitoefening van hun taak of door de wet wordt geëist. De huidige regeling van de AFM om het gebruik van voorkennis te voorkomen (compliance-regeling) is op 1 augustus 2001 in werking getreden. Het jaar 2002 is het eerste volledige verslagjaar waarin deze compliance-regeling in gebruik is. Er zijn in 2002 geen compliance-incidenten geweest. Het aantal meldingen van medewerkers voor het plaatsen van specifieke fondsen op de gesloten lijst (de lijst met fondsen waarin medewerkers niet mogen handelen) neemt in vergelijking met 2001 toe.

De compliance-regeling van de AFM verschilt met de compliance-regeling van Euronext, in die zin dat het voor de werknemers van Euronext verboden is te handelen in aandelen die op Euronext zijn genoteerd. Dat kan een probleem opleveren als er taken van Euronext aan de AFM worden overgedragen.

Medewerkers van de AFM mogen wel in die aandelen handelen, mits deze aandelen niet op de gesloten lijst zijn geplaatst.

4.6 Chinese Walls

«Chinese Walls» binnen financiële instellingen beogen oneerlijke effectenhandel te voorkomen. Het gaat om functiescheiding tussen verschillende afdelingen van financiële instellingen, zoals afdelingen die beleggers adviseren en de afdelingen die bedrijven begeleiden. Voorwetenschap bij de ene afdeling van een financiële instelling dient niet te lekken naar een andere.

Banken worden door bepaalde bedrijven vaak betrokken bij de emissie van effecten, bij fusies of overnames. Hierdoor heeft de afdeling die dit proces begeleidt voorwetenschap, die interessant kan zijn voor de afdelingen van de bank die cliënten adviseren over aan- of verkopen van effecten.

Het risico bestaat dat voorwetenschap omtrent deze bedrijven wordt gebruikt bij de advisering van cliënten of algemene publieksvoorlichting. Gebruik maken van voorwetenschap is verboden.

De AFM heeft als taak zowel reguliere als incidentele onderzoeken naar de opzet, bestaan en werking van de door financiële instellingen getroffen «Chinese Walls» maatregelen te verrichten.

In dat kader heeft de AFM inmiddels de bestuursvoorzitters van de financiële instellingen in een brief gewezen op hun verplichtingen ten aanzien van het naleven van de wet- en regelgeving inzake de Chinese Walls.

In het jaarverslag 2002 van de AFM is vermeld dat de AFM bij een aantal instellingen een onderzoek uitvoert naar Chinese Walls en de positie van analisten, werkzaam bij of voor deze instellingen.

4.7 Prestaties

In 2002 vulden de financiële instellingen (228) het door de AFM aan hen toegezonden toezichtformulier in. Net als in 2001 lukte het 69% van de instellingen om het ingevulde model op tijd bij de AFM in te leveren. De overige 31% van de formulieren wordt te laat ingediend. De AFM legde daarvoor in geen enkel geval een boete op.

De AFM voerde in 2002 bij de financiële instellingen 99 reguliere, 13 incidentele en een beperkt aantal themaonderzoeken uit.

Onderzoeken van de AFM worden verder in hoofdstuk 6 «Handhaving», behandeld.

4.8 Conclusies

De Algemene Rekenkamer concludeert dat de AFM een controlestrategie heeft vastgelegd gericht op de naleving van de compliance-verplichtingen door financiële instellingen. Tweederde van deze instellingen voldoen op tijd aan de verplichte inzending van het toezichtformulier. De AFM legt aan de instellingen die te laat zijn (eenderde) geen boetes op.

De AFM is inmiddels een onderzoek gestart naar opzet en werking van de zogenoemde Chinese Walls (strikte functiescheiding) bij de financiële instellingen.

De AFM heeft nog geen controlestrategie vastgelegd die gericht is op de naleving van de compliance verplichtingen door beursgenoteerde ondernemingen. De AFM beschikt nog niet over informatie over het al dan niet aanwezig zijn van compliance-regelingen bij beursgenoteerde ondernemingen.

Bij de overdracht van taken van Euronext aan de AFM verdient het verschil tussen de compliance-regelingen van beide instituten expliciete aandacht.

5 OPENBARE REGISTERS

5.1 Inleiding

De Algemene Rekenkamer heeft de prestaties van de AFM onderzocht bij het voorkomen van oneerlijke effectenhandel door het bijhouden van openbare registers.

De AFM is verantwoordelijk voor het bijhouden van drie registers met informatie van transacties van insiders en van zeggenschapsverhoudingen in beursgenoteerde ondernemingen. Het betreft individuele registers voor:

- meldingen in het kader van de Wet melding zeggenschap (Wmz);
- meldingen in verband met de openbaarmaking van aandelenbezit van bestuurders en commissarissen (artikel 2a Wmz) en
- meldingen van insiders inzake de handel in aandelen van de eigen uitgevende instelling.

De registers hebben als doel beleggers door passende informatie beter te beschermen en een groter vertrouwen in de effectenmarkten te laten krijgen. Daarmee wordt de goede werking van deze markten bevorderd.

5.2 Zeggenschapsregisters

De Wet melding zeggenschap verplicht een ieder die een bepaald effectenbelang verkrijgt of overdraagt in een beursgenoteerde onderneming (een percentage van 5, 10, 25, 50 of $66 \frac{2}{3}$ aan kapitaalbelang en/of stemrechten) dit bij de AFM te melden. Per 1 september 2002 dienen ook bestuurders en commissarissen van de beursgenoteerde ondernemingen hun aandelenbezit en mutaties in aandelen in de eigen en daaraan gelieerde NV's bij de AFM te melden.

Een vorm van controle die de AFM toepast om na te gaan of de verplichting tot melden wordt nageleefd, is het raadplegen van openbare bronnen zoals perspublicaties, dagomzetten, krantenberichten e.d.

De AFM heeft op grond van de Wmz 1996 geen bevoegdheden om de meldingsplicht actief te handhaven. Eerst bij ontvangst van een melding heeft de AFM op grond van art. 8 Wmz 1996 de mogelijkheid de juistheid van deze melding te onderzoeken.

De minister van Financiën heeft deze lacune in de handhaving onderkend; met het oog op een adequate uitoefening van de taken van de AFM is in een wetsvoorstel, ter herziening van de Wmz 1996, een aantal bevoegdheden voor de AFM opgenomen.

5.3 Insidertransacties

Bepaalde insiders zijn meldingsplichtig bij de AFM, die de verkregen informatie opneemt in het insidersregister. Het insidersregister van de AFM dient alle transacties in effecten te vermelden van de door de wet nader aangeduide insiders. De meldingsregeling insidertransacties en het onderzoek naar gebruik van voorwetenschap vullen elkaar aan.

5.4 Sanctiebeleid AFM

De AFM reageert op elke melding die niet binnen de wettelijke termijn wordt gedaan. Zij heeft hiervoor een gradatie van «sancties», die afhankelijk van de aard van de overtreding worden toegepast. De AFM

geeft een schriftelijke waarschuwing aan de meldingsplichtige indien hij voor de eerste keer niet tijdig meldt en zijn overtreding slechts van lichte aard is.

De meldingsplichtige wordt daarbij gewezen op de mogelijkheid dat de AFM een bestuurlijke boete kan opleggen in geval hij een volgende melding niet tijdig doet. Indien er sprake is van een zware overtreding van de meldingsplichtige of van recidive nodigt de AFM de meldingsplichtige uit voor een gesprek ten kantore van de AFM. In een zogenaamd «norm-overdragend» gesprek worden de achtergrond en de verklaring voor de te late meldingen aan de orde gesteld en wordt de meldingsplichtige gewaarschuwd dat de AFM in geval van een volgende te late melding een zwaardere sanctie zal toepassen. De AFM legt een bestuurlijke boete op, eventueel in combinatie met de publicatie daarvan, of doet aangifte bij het OM bij zwaardere en/of herhaaldelijke overtredingen van de meldingsplicht. De AFM gaat onmiddellijk over tot aangifte van overtreding van de meldingsplicht, indien zij het vermoeden heeft dat de meldingsplichtige te kwader trouw heeft gehandeld.

Volgens de AFM is het systeem van waarschuwing en gesprek efficiënt. Er zijn nauwelijks meldingsplichtigen die na een waarschuwing opnieuw nalaten transacties te melden. Hierin ligt volgens de AFM een verklaring voor het geringe aantal gevallen waarin de AFM tot het opleggen van een boete of het doen van een aangifte over moet gaan.

5.5 Betrouwbaarheid van de registers

Volgens de AFM zijn de meldingsplichtigen zelf verantwoordelijk voor het doen van hun melding van de transacties voor het insidersregister. Indien de AFM twijfelt aan de inhoud van een melding, kan de AFM bij effecteninstellingen gegevens opvragen. De Wte biedt hiervoor mogelijkheden. Bij de naleving van de meldingsregeling betreft de AFM daarnaast de informatie die in het kader van een onderzoek naar gebruik van voorwetenschap is ontvangen dan wel tijdens een controle bij een toegelaten instelling is aangetroffen. Ten slotte beziet de AFM aan de hand van openbare bronnen (Jaarverslag van Uitgevende Instellingen, Officiële Prijscourant informatie) of de meldingsregeling wordt nageleefd.

De AFM heeft geen taken en bevoegdheden om de actualiteit van een gemeld belang in het zeggenschapsregister te blijven volgen. Juist de uitoefening van een dergelijke taak met bijpassende bevoegdheden kan de gebruikers van de registers meer zekerheid geven dat de registers volledige, juiste en actuele informatie bevatten.

De betrouwbaarheid van de informatie in het zeggenschapsregister kan de AFM nu alleen vaststellen op het moment dat de AFM een melding krijgt. Op dat moment wordt de inhoud van de melding op juistheid gecontroleerd.

Volgens de minister van Financiën ervaren beleggers het in de praktijk als knelpunt dat het huidige Wmz-register slechts een historisch overzicht van meldingen is, omdat het register niet altijd een actueel en juist inzicht biedt in de zeggenschap en kapitaalbelangen in beursvennootschappen.

De minister van Financiën en de AFM hebben geen informatie over de betrouwbaarheid van het insidersregister. Volgens het Ministerie van Financiën is het nooit de bedoeling geweest een betrouwbaar insidersregister in te stellen. Wel is het de bedoeling dat, als een onderzoek naar mogelijk gebruik van voorwetenschap loopt en de insider blijkt niets gemeld te hebben bij de AFM, die persoon de schijn tegen heeft.

Volgens de Algemene Rekenkamer zijn openbare registers alleen zinvol voor beleggers als de informatie volledig, juist en actueel is.

5.6 Prestaties

Meldingen registers

Tabel 1

WMZ meldingen				
Jaar	Meldingen	Te laat	Boete AFM	Aangifte OM
2000	619	171 (27,6%)	0	2
2001	449	140 (31,2%)	1	0
2002	384	140 (36,5%)	0	2

WMZ2a-register: meldingen totaal belang van bestuurders en commissarissen; m.i.v september 2002				
Jaar	Initiële meldingen	Te laat	Boete AFM	Aangifte OM
2002	791	121 (15%)	0	0

Insidertransacties 46b Wte				
Jaar	Meldingen	Te laat	Boete AFM	Aangifte OM
2000	4961	?	0	0
2001	4956	?	0	0
2002	4002	?	3	3

De AFM stelt dat zij wel inzicht heeft in het aantal te late meldingen van insidertransacties, maar dat dit aantal niet uit het computersysteem kan worden gegenereerd. De Algemene Rekenkamer merkt daarbij op dat deze stelling van de AFM niet toetsbaar is onderbouwd.

Een indicatie van het aantal te late meldingen kan volgens de AFM worden afgeleid uit het aantal opgelegde waarschuwingen. De AFM geeft verder aan dat er een telprobleem is, in die zin dat één insider meer meldingen kan doen. De vraag is dan of dit als één melding wordt geteld of dat elk onderdeel van de melding apart wordt geteld. De Algemene Rekenkamer constateert dat hier sprake is van een definitieprobleem dat moet worden opgelost.

De daling van het aantal meldingen van insidertransacties in 2002 (4002) ten opzichte van 2001 (4956 meldingen) is volgens de AFM te verklaren uit het feit dat de meldingsplicht voor bestuurders en commissarissen per

1 september is overgeheveld naar de Wmz (artikel 2a). Ook kan het verslechterde beursklimaat een reden zijn voor de afname van het aantal meldingen.

5.7 Conclusies

De AFM is verantwoordelijk voor het bijhouden van drie openbare registers. De Algemene Rekenkamer constateert dat deze registers niet altijd een actueel en betrouwbaar inzicht geven, omdat veel meldingen te laat worden gedaan. Niet bekend is hoeveel meldingen ten onrechte achterwege blijven. De AFM heeft onvoldoende wettelijke bevoegdheden om de meldingsplicht actief te handhaven.

De Algemene Rekenkamer constateert dat de AFM waarschuwt bij een eerste overtreding en in geval van herhaling bestuurlijke boetes oplegt of aangifte doet bij het OM.

6 HANDHAVING

6.1 Inleiding

De Algemene Rekenkamer heeft de prestaties van de AFM onderzocht bij de handhaving van gedragsregels die oneerlijke effectenhandel bestrijden. Bij de handhaving zijn naast de AFM andere actoren betrokken, te weten het beursbedrijf Euronext, de FIOD-ECD, het OM en de strafrechter. De AFM is een schakel in de handhavingsketen.

De handhaving van de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie voor beursgenoteerde ondernemingen is door de minister van Financiën opgedragen aan het beursbedrijf Euronext. De AFM is belast met het toezicht op Euronext.

6.2 Signalen

De AFM ontvangt signalen van diverse vormen van oneerlijke effectenhandel onder meer van Euronext, financiële instellingen, beleggers, belangenorganisaties en buitenlandse toezichthouders. Intern genereert de AFM signalen van mogelijk gebruik van voorwetenschap en marktmisbruik op basis van marktinformatie uit het handelssysteem «Bloomberg» en uit onderzoeksuitkomsten van andere toezichtafdelingen van de AFM.

De AFM behandelt in principe alle binnengekomen signalen. Niet in behandeling genomen signalen worden volgens de AFM gearchiveerd. Per signaal geeft de AFM aan wat de reden is geweest het signaal niet in behandeling te nemen, zoals onvoldoende aanleiding om te veronderstellen dat sprake is van handel met voorwetenschap.

6.3 Prestaties signalen

Inzicht in aantal en soort signalen kan een indicatie geven in ernst en omvang van oneerlijke effectenhandel.

Tabel 2

Signalen

die betrekking hebben op het misdrijf handel met voorwetenschap

	2000	2001	2002
Ontvangen van Euronext	28	25	52
Eigen signalen AFM	29	38	21
Signalen van Beleggers	n.b.	25	16
Totaal	57	88	89

Het aantal signalen van *handel met voorwetenschap* is de afgelopen jaren toegenomen. Bij de AFM ontbreekt gesystematiseerde informatie over het aantal ontvangen signalen van andere vormen van marktmisbruik, zoals markt- en/of koersmanipulatie.

Euronext stelt dat zij uit de honderden signalen van marktmisbruik er jaarlijks circa 70 schriftelijk rapporteren aan de AFM. Uit de gegevens van de AFM kan worden afgeleid dat van deze 70 signalen er 52 betrekking hebben op handel met voorwetenschap. Waar de andere signalen van Euronext (18 andere signalen in 2002) betrekking op hebben kan de AFM niet sluitend aangeven. Wel stelt de AFM dat deze signalen reeds door de AFM zelf of door beleggers kunnen zijn gegenereerd. In die gevallen is het signaal dan al bekend en geregistreerd. Dat betekent dan ook dat niet mag worden geconcludeerd dat er signalen zijn verdwenen; het tegendeel kan echter door de AFM ook niet worden aangetoond.

De AFM beschikt niet over analyses van de ontwikkelingen van de verschillende vormen van oneerlijke effectenhandel op basis van de binnengekomen signalen.

6.4 Onderzoek

Een signaal kan voor de AFM de aanleiding vormen tot het instellen van een onderzoek.

De AFM volgt de voortgang van de onderzoeken naar handel met voorwetenschap/marktmisbruik door middel van een maandelijkse rapportage aan het bestuur en een kwartaalrapportage aan de raad van toezicht. De AFM verricht haar onderzoeken conform de procesbeschrijving: «onderzoek gebruik voorwetenschap».

6.4.1 Prestaties onderzoek handel met voorwetenschap

Onderzoeken voorwetenschap

Tabel 3

Jaar	2000	2001	2002
Onderzoeken voor wetenschap	45	39	26

Het aantal onderzoeken van de AFM naar effectenhandel met voorwetenschap is de laatste drie jaar afgenomen, terwijl het aantal ontvangen signalen van handel met voorwetenschap toenam. Volgens de AFM is de reden van de afname gelegen in het feit dat gestreefd wordt naar kwalitatief goede onderzoeken en aangiftes met het oog op de bewijsbaarheid van het delict door het Openbaar Ministerie. De AFM heeft geen inzicht in het aantal onderzoeken naar andere vormen van marktmisbruik.

6.4.2 Drie soorten onderzoek

De AFM onderkent, naast de onderzoeken naar handel met voorwetenschap, drie soorten onderzoek, namelijk:

- regulier onderzoek,
- onderzoek naar aanleiding van incidenten en
- thema-onderzoek.

Deze onderzoeken richten zich op financiële instellingen en niet op andere risicogroepen, zoals insiders of beursgenoteerde bedrijven.

Regulier onderzoek

Reguliere onderzoeken vinden plaats bij financiële instellingen naar aanleiding van de uitkomsten van de zelfevaluaties en de risicoanalyse op basis van de controlestrategie (zie paragraaf 2.6). De onderzoeken zijn gericht op de naleving van de gedragsregels opgenomen in de Wte en Wtb, die gelden voor financiële instellingen. Reguliere onderzoeken worden niet uitgevoerd bij insiders of beursgenoteerde ondernemingen.

Incidentenonderzoek

In het kader van onderzoek naar aanleiding van incidenten merkt de AFM als incidenten aan: «*Alle gebeurtenissen in de effectenbranche die een negatieve invloed hebben op de doelstellingen van de Wte 1995 en Wtb, die niet tijdig door de controlestrategie zijn gesignaleerd*».

Thema-onderzoeken

Themaonderzoeken worden over de breedte van de financiële markt uitgezet en kunnen leiden tot benchmarking van financiële instellingen. Bijvoorbeeld het onderzoek naar opzet, bestaan of werking van Chinese Walls bij financiële instellingen, zoals hiervoor is behandeld onder 4.6. In 2002 werd een themaonderzoek gestart naar Chinese Walls en cliëntenremisiers (effectenbemiddelaars). Deze twee onderzoeken waren eind 2003 nog niet afgerond.

6.4.3 Prestaties onderzoeken

Onderzoeken

regulier en incidenteel bij financiële instellingen.

Tabel 4

Jaar	2000	2001	2002
Regulier Wte	50	70	99
Incidenteel Wte	26	13	13
Regulier Wtb	n.v.t.	n.v.t.	104
Incidenteel Wtb	n.v.t.	n.v.t.	13

De AFM heeft, zoals hiervoor vermeld, een controlestrategie ontwikkeld voor financiële instellingen.

De AFM voert geen pro-actieve controles en/of onderzoeken uit naar marktmisbruik bij de risicogroepen, zoals insiders en beursgenoteerde bedrijven. De AFM heeft geen controlestrategie voor handel met voorwetenschap of andere vormen van marktmisbruik ontwikkeld.

Het onderzoek van de AFM is risico-georiënteerd. Dat wil zeggen dat de AFM alleen nadere aandacht aan een onder toezicht gestelde zal besteden, wanneer de omvang van de onderneming en de daarmee verbonden risico's daartoe aanleiding geven.

Het handhavingsbeleid van de AFM ten aanzien van marktmisbruik en andere vormen van oneerlijke effectenhandel is derhalve reactief.

6.5 Conclusies

De Algemene Rekenkamer concludeert dat het handhavingsbeleid van de AFM bij het tegengaan van marktmisbruik en andere vormen van oneerlijke effectenhandel reactief is.

De AFM heeft inzicht in het aantal signalen en onderzoeken van het misdrijf handel met voorwetenschap, maar heeft geen systematisch inzicht in het aantal signalen en onderzoeken van andere vormen van marktmisbruik.

De AFM voert geen pro-actieve controles uit bij risicogroepen, zoals insiders en beursgenoteerde ondernemingen, waarbij marktmisbruik aan het licht zou kunnen komen.

De beleidsinformatie van de AFM over de prestaties ten aanzien van ontvangen signalen over marktmisbruik en uitgevoerde onderzoeken behoeft verbetering. Deze informatie is nodig voor betere risicoanalyses en daarmee verbonden handhaving van de verschillende vormen van oneerlijke effectenhandel.

7 SANCTIES

7.1 Inleiding

Wanneer de AFM vaststelt dat marktpartijen de wet- en regelgeving overtreden, legt zij een sanctie op. Bij iedere overtreding van wet- en regelgeving maakt de AFM de afweging welke sanctie zij daarvoor inzet. De AFM kan aanwijzingen en publieke waarschuwingen geven, boetes en dwangsommen opleggen, vergunningen intrekken, een stille curator aanstellen en aangifte doen bij het Openbaar Ministerie (OM). In 2002 heeft de AFM voor het eerst gebruik gemaakt van de wettelijke mogelijkheid om opgelegde boetes te publiceren.

7.2 Prestaties

Bestuurlijke sancties

opgelegde boetes en waarschuwingen

Tabel 5

Jaar	Voorwetenschap	WMZ register	Overig	Waarschuwingen WMZ	Waarschuwingen insiders
2000	0	0	0	69	137
2001	1	1	2	67	163
2002	0	0	3	79	94

De tabel bevat alleen de boetes die betrekking hebben op voorwetenschap en te late meldingen. De gegevens inzake de waarschuwingen hebben betrekking op overtredingen van de meldingsregelingen van de registers.

7.3 Boetes voor handel met voorwetenschap

Het aantal door de AFM opgelegde bestuurlijke boetes voor effectenhandel met voorwetenschap is nagenoeg nihil. Dit is opmerkelijk gelet op het grote aantal signalen van handel met voorwetenschap.

Effectenhandel met voorwetenschap is volgens de AFM een zodanig ernstig misdrijf dat in alle gevallen aangifte moet worden gedaan bij het OM. De AFM heeft met het OM afspraken over de vermoedelijk in dat jaar te verwachten en bij het OM in te dienen aangiften met betrekking tot handel met voorkennis. Aan het aantal is geen maximum gesteld.

De AFM constateert in haar jaarverslag over 2002 dat het OM en de rechterlijke macht er nog niet in slagen om de achterstanden weg te werken in de aangiftes die de AFM jaarlijks doet. Door het OM geseponeerde en niet tijdig afgedane zaken worden niet alsnog door de AFM bestuurlijk afgedaan.

De AFM kan er, gegeven de capaciteitsbeperking van het OM, voor kiezen om zelf boetes op te leggen voor een aantal grotere en kleinere zaken om

op die manier een hogere sanctiëringspercentage te bereiken. Een complicerende factor is volgens de AFM dat bij voorwetenschapszaken vaak meer bevoegdheden dan de thans beschikbare, nodig zijn om het bewijs rond te krijgen. Het OM beschikt wel over deze bevoegdheden.

De AFM merkte in zijn reactie op dit rapport op blij te zijn met de inhaalslag die het OM sinds 2003 aan het maken is bij het ter zitting brengen van zaken van mogelijke handel met voorwetenschap.

7.4 Boetes voor te laat melden voor registers

Het aantal bestuurlijke boetes voor het te laat melden in het kader van de Wmz-meldingen, is nagenoeg nihil.

De AFM maakt steeds een afweging of het opportuun is dat de AFM alsnog optreedt. Veelal is dit door tijdsverloop niet meer het geval. Het sanctiebeleid van de AFM impliceert namelijk dat met de overtreder eerst een waarschuwingsgesprek wordt gevoerd. Volgens de AFM volgt slechts bij recidive een boete.

Op het eerste gezicht lijkt het opmerkelijk, gelet op het grote aantal te late meldingen, dat het aantal opgelegde boetes voor het te laat melden nihil is.

Uit de argumentatie van de AFM blijkt dat bij te late meldingen er nagenoeg altijd sprake is van first offenders, hetgeen de reden is om te volstaan met waarschuwingen.

7.5 Aangifte bij OM

De AFM kan aangifte doen van vormen van marktmisbruik bij het Arrondissementsparket te Amsterdam. Hierover vindt overleg plaats in het zogenoemde «Tripartiete overleg», tussen OM, FIOD-ECD en AFM. Tijdens dit overleg wordt de AFM ook geïnformeerd over de stand van zaken bij de onderzoeken van de FIOD-ECD.

Bij de besluitvorming of de AFM al dan niet aangifte bij het OM zal doen, speelt de mate van ernst van de norminbreuk een rol, alsmede de vraag naar de mogelijkheid van ontneming van het wederrechtelijk genoten voordeel.

De AFM is de afgelopen jaren meer aandacht gaan besteden aan de mogelijkheden van het OM om tot een veroordeling van marktmisbruik te komen. Daarvoor voert de AFM een haalbaarheidstoets van de zaak uit, alvorens aangifte bij het OM te doen, met als doel de kans op veroordeling te vergroten. Dit kan volgens de AFM tot gevolg hebben dat van minder kansrijke zaken geen aangifte meer wordt gedaan.

In 2002 deed de AFM totaal 23 aangiftes bij het OM, waarvan 12 maal wegens handel met voorwetenschap en tweemaal in verband met overtreding van de Wet melding zeggenschap en 9 overige zaken. Met het OM zijn afspraken over het aantal jaarlijks te verwachten en in te dienen aangiftes per sector en per wet. Deze afspraken zijn gemaakt in verband met de capaciteit van het OM en de FIOD-ECD en de door het OM gestelde prioriteiten. Het OM en de FIOD-ECD garanderen dat de afgesproken aantallen ook onderzochten en afgehandeld zullen worden. Het aantal aangiftes voor handel met voorwetenschap is in overeenstemming met de gemaakte afspraken.

Of van de afspraken in een lopend jaar kan worden afgeweken is afhankelijk van de ernst van de overtreding en de omvang van de zaak.

Indien de AFM het noodzakelijk acht dit aantal te verhogen kunnen de afspraken voor het volgende jaar worden herzien.

7.6 Prestaties

Aangiften bij OM

Tabel 6

Jaar	2000	2001	2002
Voorwetenschap	10	12	12
WMZ	2	0	2
Overig	14	11	9
Totaal	26	23	23

7.7 Strafrechtelijke sancties

Op basis van het aantal aangiften van de AFM en het aantal door het OM daadwerkelijk vervolgdde zaken, komt de AFM in het jaarverslag 2002 tot de slotsom dat het OM een te traag tempo heeft van afwikkeling van zaken.

Medio 2003 heeft het OM een inhaalslag uitgevoerd bij het ter zitting brengen van zaken van effectenhandel met voorkennis en marktmisbruik.

Indien het OM de verdachte van oneerlijke effectenhandel een transactie aanbiedt of een zaak ter zitting brengt vervalt de mogelijkheid van een bestuurlijke sanctie als gevolg van het «una via beginsel», dat wil zeggen dat de overheid een keuze moet maken tussen een bestuurlijke of strafrechtelijke sanctie. Het «una via-beginsel» verzet zich tegen oplegging van een bestuurlijke sanctie wanneer in de strafrechtelijke weg sprake is van een transactie (in de praktijk soms ten onrechte aangeduid als sepot), een veroordeling, een vrijspraak of ontslag van alle rechtsvervolgning. Van de mogelijkheid om door het OM geseponeerde zaken alsnog bestuurlijk af te doen wordt geen gebruik gemaakt, omdat de AFM van mening is dat de bestuursrechter de termijn tussen het plegen van het feit en het moment waarop in een dergelijk geval alsnog een bestuurlijke boete wordt opgelegd, te lang zal vinden gelet op artikel 6 Europees Verdrag voor de Mensenrechten (undue delay).

7.8 Conclusies

De Algemene Rekenkamer concludeert dat er een risico bestaat dat marktmisbruik niet wordt bestraft, enerzijds omdat het OM problemen heeft met de afdoening ervan en anderzijds omdat de AFM zelf nauwelijks bestuurlijke boetes hiervoor oplegt. Een aantal van deze zaken dreigt tussen wal en schip te vallen. Naar de mening van de Algemene Rekenkamer is de constatering van de AFM dat het OM niet alle aangiften voor

handel met voorkennis kan afwikkelen niet voldoende reden voor de AFM om dan af te zien van het opleggen van bestuurlijke boetes. Hierbij dient te worden aangetekend dat de bevoegdheden van de AFM in een aantal gevallen niet voldoende zijn om het bewijsmateriaal te vergaren voor het opleggen van bestuurlijke boetes, terwijl het opleggen van boetes blijkens wet- en regelgeving wel de bedoeling is. De Algemene Rekenkamer is van mening dat het opbouwen van jurisprudentie in voorwetenschapszaken mede een taak is van de AFM.

8 CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

8.1 Conclusies

8.1.1 Verantwoordelijkheid

De Algemene Rekenkamer constateert dat de minister van Financiën zijn systeemverantwoordelijkheid voor het toezicht op de financiële markten vorm en inhoud geeft in het lopende wetgevingstraject gericht op de hervorming van het toezicht op de financiële markten. In dit traject worden de taken van de AFM herzien en uitgebreid. Daarmee levert de minister een bijdrage aan het vertrouwen in de financiële markten. De Algemene Rekenkamer concludeert dat bij de systeemverantwoordelijkheid van de minister voor het functioneren van de AFM, met name de informatie over de doelen, prestaties en effecten van de AFM een belangrijke rol spelen bij het beantwoorden van de vraag of en in welke mate de systeemvoorwaarden die de minister heeft getroffen, al dan niet voldoende effectief zijn.

8.1.2 Beleidsinformatie

De Algemene Rekenkamer concludeert dat het gebruik van strafbaarstellingen uit het effectenrecht (= specifiek strafrecht) en het algemene strafrecht voor dezelfde soort gedragingen het risico geeft dat het statistisch inzicht in de aard en omvang van oneerlijke effectenhandel niet helder naar voren komt en sturing derhalve bemoeilijkt wordt.

Om de effecten van de prestaties van de AFM bij het bestrijden van oneerlijke effectenhandel te kunnen bepalen, is beleidsinformatie over de aard en omvang van het fenomeen in de praktijk nodig. De mate waarin marktmisbruik en overtredingen ten aanzien van de meldplicht voor de openbare registers feitelijk in de praktijk voorkomen zou eventueel op basis van schattingen bekend moeten zijn om de handhavinginspanningen daarop te kunnen richten.

De Algemene Rekenkamer constateert dat de beleidsinformatie van de AFM inzake dark numbers (het vermoedelijke aantal niet aan het licht gekomen delicten), pakkans, ontvangen signalen, de afwikkeling ervan en het al dan niet nakomen van de meldplicht ten behoeve van de openbare registers nog niet aan de eisen voldoet. Als de beleidsinformatie op orde is kan de AFM hiermee betere risicoanalyses opstellen als basis voor haar handhavingsbeleid.

Deze beleidsinformatie is ook nodig om de effecten van het toezicht en de handhaving van de AFM te kunnen meten. De AFM stelt dat zij de komende jaren meetbare resultaten (prestaties en effecten) wil bereiken en is inmiddels met een ontwikkeltraject gestart.

De Algemene Rekenkamer concludeert dat de drie openbare registers bij de AFM niet een actueel en juist inzicht geven, omdat veel meldingen niet of te laat worden gedaan.

De Algemene Rekenkamer is van mening dat de AFM er goed aan doet de gestelde doelen beter te operationaliseren, de beleidsinformatie en de verslaglegging te verbeteren opdat de effecten van de prestaties van de AFM beter gemeten en gevolgd kunnen worden. Bovendien stelt dit de minister in staat zich beter te kunnen verantwoorden

8.1.3 Handhavingsbeleid

De Algemene Rekenkamer constateert dat de pakkans bij marktmisbruik laag is en dat de Wet Handhavingsbeleid van de AFM reactief is. De Algemene Rekenkamer concludeert dat de AFM een controlestrategie heeft ontwikkeld voor het toezicht op de compliance-regelingen van de financiële instellingen. Tevens is de AFM is een onderzoek gestart naar de opzet van Chinese Walls bij financiële instellingen. Voor het toezicht op compliance-regelingen van beursgenoteerde ondernemingen is nog geen controlestrategie ontwikkeld. Bij de overdracht van taken van Euronext aan de AFM verdient het verschil tussen de compliance-regelingen van beide instituten expliciete aandacht.

De controlestrategie van de AFM is thans gericht op de financiële instellingen en niet op de controle van andere risicogroepen. Het handhavingsbeleid is voornamelijk gebaseerd op afhandeling van de belangrijkste signalen en reactief.

8.1.4 Sanctiebeleid

Handel met voorwetenschap

De Algemene Rekenkamer concludeert dat er een risico bestaat dat marktmisbruik niet wordt bestraft, enerzijds omdat het OM problemen heeft met de afdoening van marktmisbruik en anderzijds omdat de AFM zelf nauwelijks bestuurlijke boetes hiervoor oplegt. Een aantal van deze zaken dreigt tussen wal en schip te vallen. Naar de mening van de Algemene Rekenkamer is de constatering van de AFM – dat het OM niet alle aangiften voor handel met voorwetenschap kan afwikkelen – niet voldoende reden voor de AFM om af te zien van het opleggen van bestuurlijke boetes. Hierbij dient te worden aangetekend dat de bevoegdheden van de AFM in een aantal gevallen onvoldoende zijn om bewijsmateriaal te vergaren voor het opleggen van bestuurlijke boetes. Dit is niet in overeenstemming met de bedoelingen van wet- en regelgeving op grond waarvan de AFM zelf bestuurlijke boetes kan opleggen. De Algemene Rekenkamer is van mening dat het opbouwen van jurisprudentie inzake marktmisbruik mede een taak is van de AFM.

Registers

De Algemene Rekenkamer stelt vast dat de AFM verantwoordelijk is voor het bijhouden van drie openbare registers. Zij constateert dat de AFM nagenoeg geen bestuurlijke boetes oplegt voor het niet, onjuist of te laat, doen van een verplichte melding voor de openbare registers. Dit komt doordat nagenoeg altijd sprake is van «first offenders» bij wie wordt volstaan met een waarschuwing.

Tevens constateert de Algemene Rekenkamer dat de AFM beperkte bevoegdheden heeft om ervoor zorg te dragen dat de registers betrouwbaar en volledig zijn.

8.1.5 Wet- en regelgeving

De Algemene Rekenkamer constateert dat de bevoegdheden van de AFM en/of onduidelijkheid over de reikwijdte van deze bevoegdheden een pro-actief handhavingsbeleid van de AFM belemmeren. Bijvoorbeeld in de Wet Melding Zeggenschap 1996 is geen taak voor de AFM voorzien om de naleving van de meldingsplicht te monitoren. Ook beschikt de AFM niet over een voldoende ruime inlichtingenbevoegdheid en kan zij niet altijd

optreden tegen koersmanipulatie, omdat dit wel strafbaar is gesteld voor financiële instellingen, maar niet voor andere marktpartijen.

Sedert 1994 studeert het ministerie van Financiën op de mogelijkheid van strafbaarstelling van koersmanipulatie. Inmiddels is een daartoe dienend wetsvoorstel medio 2003 ter consultatie van de marktpartijen openbaar gemaakt. Na de consultatie zal in 2004 een wetsvoorstel tot invoering van de voorstellen van de Europese regelgeving tegen marktmisbruik bij de Staten-Generaal worden ingediend.

8.2 Aanbevelingen

De Algemene Rekenkamer beveelt aan om verbeteringen aan te brengen op vijf gebieden, te weten: beleidsinformatie, handhavingsbeleid, sanctiebeleid, wet- en regelgeving en consumentenbescherming.

8.2.1 Beleidsinformatie

De AFM kan de beleidsinformatie verbeteren door:

- de gestelde doelen te operationaliseren;
- een plan van aanpak op te stellen om tot meetbare resultaten te komen;
- beleidsinformatie te verzamelen en te analyseren over dark numbers, ontvangen signalen, ingediende klachten en de afwikkeling ervan, voor risicoanalyse en controle. AFM kan hierbij wetenschappelijke instituten inschakelen.

8.2.2 Pro-actief handhavingsbeleid

De AFM zou een pro-actiever handhavingsbeleid kunnen overwegen door:

- controles uit te voeren bij de risicogroepen (brokers, insiders en de beheerders van hun portefeuilles);
- effectentransacties van financiële instellingen te controleren, die vooraf gingen aan koop- en verkoopadviezen.

De minister van Financiën kan overwegen de daartoe benodigde bevoegdheden aan de AFM toe te kennen.

8.2.3 Effectiever sanctiebeleid

De AFM kan effectievere sancties opleggen door:

- bij overtredingen in principe een minimum boete op te leggen en slechts bij lichte overtredingen van first offenders te volstaan met een waarschuwing;
- het met de overtreding behaalde voordeel te ontnemen;
- een openbaar sanctieregister in te voeren.

8.2.4 Aanpassingen wet- en regelgeving

De minister van Financiën kan overwegen de wet- en regelgeving aan te passen om oneerlijke effectenhandel beter tegen te gaan. Daarbij valt te denken aan:

- pro-actieve handhavingsbevoegdheden voor de AFM;
- een meldplicht voor de financiële instellingen voor alle vormen van marktmisbruik;
- een meldplicht voor financiële instellingen die gebruik maken van een bevoegdheid om koersen te stabiliseren;

- een openbaar register voor de buitenbeurshandel om de transparantie van de markt te bevorderen.

8.2.5 Voorlichting voor beleggers

AFM kan mogelijk de voorlichting aan beleggers, als onderdeel van haar taak om consumenten te beschermen, verbeteren door beleggers actief te informeren over aard en omvang van oneerlijke effectenhandel.

9 REACTIE VAN DE AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN, DE MINISTER VAN FINANCIËN EN NAWOORD ALGEMENE REKENKAMER

9.1 Reactie Autoriteit Financiële Markten

Het bestuur van de AFM geeft aan de Algemene Rekenkamer erkentelijk te zijn voor de aanbevelingen, het rapport als geheel, het uitgebreide onderzoek dat hieraan ten grondslag heeft gelegen en voor de wijze waarop haar medewerkers in de gelegenheid zijn gesteld om inbreng te leveren bij het onderzoek. Ook geeft de AFM aan dat het cruciaal is voor het vertrouwen in de financiële sector dat het normenkader voor het tegengaan van oneerlijke effectenhandel door de marktpartijen breed gedragen wordt en dat er conform deze normen wordt gehandeld.

De AFM antwoordt het belang van meetbare doelstellingen te onderschrijven en te werken aan de aansluiting van haar plannings control-cyclus op de doelstellingen van de nota «Van beleidsbegroting tot Beleidsverantwoording» (VBTB), inclusief het formuleren van prestatie-indicatoren. De aanbevelingen van de Algemene Rekenkamer – beter operationaliseren van doelen, verbeteren van beleidsinformatie en vastlegging met het oog op de meetbaarheid van de prestaties van de AFM – zullen daarbij ter harte worden genomen.

Ook onderschrijft de AFM in haar reactie dat het wenselijk is om over zoveel mogelijk beleidsinformatie te beschikken over oneerlijke effectenhandel. Over de grootte van het aantal niet ontdekte gevallen van handel met voorwetenschap («dark number») kan volgens de AFM echter slechts met de nodige reserves worden gesproken, omdat een «dark number» per definitie een onbekende grootte is, waarover geen betrouwbaar cijfermateriaal voorhanden is. De in het Algemene Rekenkamerrapport genoemde, maar niet verder onderbouwde, hypothese van 3 á 4% van het handelsvolume is per definitie noch te bewijzen noch te verwerpen. De AFM geeft een viertal kwalitatieve argumenten op grond waarvan de AFM deze schatting evenwel als niet reëel beoordeelt. Zij deelt daarom dan ook niet de conclusie van de Algemene Rekenkamer dat de pakkans voor dit soort overtredingen laag is: de pakkans hangt immers samen met het veronderstelde aantal overtredingen.

De AFM deelt wel de conclusie van de Algemene Rekenkamer dat preventief beleid van groot belang is en dat dit een combinatie vergt van een goede corporate governance, wettelijke maatregelen en goed toezicht op de uitvoering.

Voor wat betreft het ter beschikking staande instrumentarium voor de aanpak van oneerlijke effectenhandel antwoordt de AFM dat door de implementatie van de Europese richtlijn Marktmissbruik in de loop van 2004, naar verwachting een duidelijke verbetering zal optreden, omdat daarin zowel het normenkader als het toezichtsinstrumentarium naar haar mening adequaat zijn gedefinieerd.

Voorts antwoordt de AFM dat zij de conclusie van de Algemene Rekenkamer dat de huidige controlemethodiek van de AFM reactief is, niet onderschrijft. De AFM stelt dat door middel van het bijdragemodel de risico's bij onder toezicht staande instellingen periodiek en ex ante worden opgespoord. Hierdoor kunnen de toezichtonderzoeken volgens de AFM gericht worden op het adresseren van risico's door de instellingen, nog voordat er problemen ontstaan waarvan cliënten de dupe kunnen worden.

De AFM geeft op basis hiervan aan dat haar handhavingsbeleid niet afwachtend, maar juist pro-actief is. Zodra er signalen zijn van oneerlijke effectenhandel worden deze onderzocht.

Desalniettemin geeft de AFM aan de suggestie van de Algemene Rekenkamer in overweging te nemen om ook «at random» controles bij risicogroepen uit te gaan voeren.

Ten aanzien van de compliance-regeling antwoordt de AFM waardering te hebben voor de aanbeveling om bij het overgaan van taken van Euronext naar de AFM de regeling opnieuw te bezien. De AFM geeft echter ook aan te hechten aan een «principle-based» regeling omdat ook het op integere wijze handelen in effecten onderdeel vormt van voorbeeldgedrag. De eigen verantwoordelijkheid van medewerkers staat daarbij voorop. Vanzelfsprekend wordt de naleving van de regeling gecontroleerd door de «compliance-officer».

Ten slotte antwoordt de AFM blij te zijn met het voorliggende wetsvoorstel ter amendering van de Wmz 1996, waarin het tekort aan bevoegdheden van de AFM op het terrein van de openbare registers wordt geredresseerd. De AFM stelt goede ervaringen te hebben met het beleid waarbij degenen die voor de eerste keer te laat melden (zonder dat er sprake is van een bijzondere verwijtbaarheid) een waarschuwing krijgen, en pas bij recidive worden gesanctioneerd. Als het dreigen met sancties al in vrijwel alle gevallen leidt tot normconform handelen behoeven de sancties niet tot uitvoering te worden gebracht.

9.2 Reactie minister van Financiën

De minister van Financiën antwoordt dat het rapport aan waarde zou winnen als een verwijzing zou worden opgenomen naar de ontwikkelingen die zich in 2003 aandienen, respectievelijk die zich sindsdien hebben voorgedaan.

Zo is er inmiddels een wetsvoorstel inzake «regels betreffende de melding van zeggenschap en kapitaalbelang in, alsmede de melding van het geplaatste kapitaal van ter beurse genoteerde vennootschappen» (Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in ter beurse genoteerde vennootschappen; Tweede Kamer 2003/ 04, 28 985 nr. 5). Ook verwacht de minister op dit punt nog voor de zomer een Nota naar aanleiding van het verslag en de Nota van wijziging. In de door de minister genoemde stukken zijn beleidsinitiatieven uitgewerkt die moeten leiden tot een grotere betrouwbaarheid van het WMZ-register.

Ten aanzien van het toezicht op de naleving van regelingen met een preventief karakter, zoals compliance-regelingen, Chinese walls e.d. geeft de minister in zijn antwoord aan dat er ook op deze punten sprake is van nieuwe ontwikkelingen. Zo is inmiddels de EU-richtlijn gepubliceerd, die voorheen als werktitel had «Investment Services Directive²» (thans richtlijn 2004/39/EEG van 21 april 2004 Pb L 145 d.d. 30.4 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten). In deze richtlijn worden de bestaande regelingen op preventief terrein nog concreter uitgewerkt dan in de vorige richtlijn. Daarmee worden zij explicieter dan voorheen onderdeel van het toezicht op effecteninstellingen. Daarnaast bevat de richtlijn Marktmisbruik een aantal (deels nieuwe of aangescherpte) preventieve maatregelen. Het wetsvoorstel waarin deze richtlijn wordt geïmplementeerd wordt binnen afzienbare tijd ingediend bij de Tweede Kamer.

Voor wat betreft de beleidsinformatie geeft de minister in zijn reactie aan van mening te zijn dit een belangrijk element te vinden en dat de AFM zoveel mogelijk zou moeten trachten beleidsinformatie te verzamelen over oneerlijke effectenhandel. Daarbij is het volgens de minister goed dat de AFM streeft naar gegevens die ertoe dienen dat de prestaties op het onderhavige terrein kunnen worden gemeten en kunnen worden afgezet tegen de ontwikkelingen in de markt, opdat de prestaties van het toezicht kunnen worden gekwantificeerd. Hierbij kan AFM echter niet worden gehouden het onmogelijke te presteren. Zij kan geen gegevens produceren die betrekking hebben op feiten die niet kunnen worden waargenomen (zgn. dark numbers).

Ten slotte antwoordt de minister dat de samenwerking tussen de AFM en het Openbaar Ministerie na de onderzoeksperiode een nieuwe impuls heeft gekregen. Door de intensievere samenwerking komt volgens de minister beter dan voorheen de complementaire werking van de bestuursrechtelijke sancties op de strafrechtelijke sancties tot zijn recht. Bovendien is ook door een grotere inzet van het OM, volgens de minister, inmiddels sprake van een effectievere strafrechtelijke vervolging. Ook heeft de AFM inmiddels in samenwerking met DNB de uitgangspunten voor het handhavingsbeleid vastgesteld. Van daaruit wordt nog verder gewerkt aan de formalisering en concretisering van een consistent en planmatig handhavingsbeleid. Belangrijk is voorts dat het Financieel Expertisecentrum (FEC) per 15 maart 2004 is geherstructureerd en nu is ondergebracht bij de AFM en het OM, een en ander met het oog op een betere informatiepositie en verdere operationalisering van de handhavingsinspanningen van de deelnemende organisaties.

9.3 Nawoord Algemene Rekenkamer

De Algemene Rekenkamer is verheugd dat zowel het Ministerie van Financiën als de Autoriteit Financiële Markten gedurende en na afronding van het onderzoek acties hebben ondernomen om te komen tot een verbetering van het toezicht op de financiële markten. Deze acties hebben inmiddels geleid tot geïmplementeerde, dan wel binnen afzienbare tijd te implementeren wetten en maatregelen die in belangrijke mate kunnen bijdragen aan het effectief bestrijden van oneerlijke effectenhandel.

Ten aanzien van de beleidsinformatie over machtsmisbruik (dark number) blijft de Algemene Rekenkamer van mening dat het schatten van de totale omvang een goed aanvullend instrument is om zicht te krijgen op de vermoedelijke omvang en inzicht te krijgen in de daarbij behorende oorzaken. Daarmee blijft het uiteraard een schatting, maar die kan wel op een wetenschappelijk verantwoorde wijze worden gemaakt. De Algemene Rekenkamer is van mening dat hiermee de effectiviteit van de werkzaamheden van de AFM kan worden vergroot.

Voorts blijft de Algemene Rekenkamer van mening dat het handhavingsbeleid van de AFM reactief is. Doordat de AFM zich bij haar handhavingsbeleid voornamelijk baseert op informatie van derden (onder andere enquêtes, telefonische meldingen) kan er volgens de Algemene Rekenkamer zeker niet worden gesproken over een pro-actief handhavingsbeleid, zoals de AFM stelt.

Door de inmiddels doorgevoerde herstructurering van het Financieel Expertisecentrum en de (voorziene) aanpassingen van de wet- en regelgeving krijgt de AFM naar de mening van de Algemene Rekenkamer een

betere informatiepositie en meer bevoegdheden om te kunnen komen tot een pro-actief handhavingsbeleid.

Afkortingen

AFM	Autoriteit Financiële Markten
CESR	Committee of European Securities Regulators
ECD	Economische Controledienst
Fiod	Fiscale Inlichtingen- en Opsporingsdienst
OM	Openbaar Ministerie
RWT	Rechtspersonen met een wettelijke taak
STE	Stichting Toezicht effectenverkeer
Wte	Wet toezicht effectenverkeer
Wtb	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wmz	Wet melding zeggenschap
Wet IDBB	Wet invoering dwangsom en bestuurlijke boete
Wck	Wet consumentenkrediet
Besluit FB	Besluit financiële bijsluiter
Wtk	Wet toezicht kredietwezen
Wtn	Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf
Wtv	Wet toezicht verzekeringsbedrijf

- Bouwen aan de interne markt: de richtlijn «market abuse», mr. C. M. Crum en mr. F. G. H. Kristen, *Ondernemingsrecht 2002-1*, blz. 9 e.v.
- Jaarverslag Klachtencommissie Dutch Securities Institute 1998-2000, november 2001, met voorwoord M. R. Mok die stelt: «het gros van de klachten is nog steeds gericht tegen een beperkt aantal grote banken en enkele commissionairs». Het aantal ingediende klachten bij de Klachtencommissie DSI neemt toe: 1997: 169; 1998: 196; 1999: 273 ; 2000: 369; 2001: 381; 2002: 456; 2003: 737.
- Beursbedrog, de windhandel op de aandelenbeurs, door Robert Bell, hoogleraar Brooklyn College, City University New York, vertaald door Henne van der Kooy, Volgens Bell is sprake van manipulatie van aandelenkoersen door effectenmakelaars.
- Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht, prof. Mr. drs. C. M. Grundmann- van de Krol: de structuur van het publiekrechtelijk effectenrecht is niet consistent en dient te worden herzien; duidelijk moet worden wat de gevolgen zijn van publiekrechtelijke overtredingen voor de civielrechtelijke geldigheid van effectentransacties. De gedragstoezichthouder dient de gedupeerde belegger relevante informatie te verschaffen.
- Toezicht op markten, pre-adviezen uitgebracht door prof B. M. J. van der Meulen, vereniging voor bestuursrecht, Boom 2003.
- Beursfraude effectief aangepakt door M. I. Jap-A-Joe Blagrove: er is een gemis aan passende wetgeving, waardoor men in statistisch onderzoek niet snel tot de conclusie zal komen dat er veel strafbare feiten binnen de effectensfeer worden gepleegd (p.193).
- Gelijke behandeling van beleggers bij informatievervalsing door Mr. H. M. Vletter-van Dort: uitgangspunt dient te zijn dat alle beleggers gelijktijdig dezelfde informatie behoren te krijgen; artikel 32 NR 99 houdt een verbod in op koersmanipulatie en overige misleidende handelingen; koersstabilisatie is bij introductie van effecten gedurende een bepaalde periode wel toegestaan.
- Daytraders, door Gregory J. Millman, de ongrijpbare wereld van de extreme speculanten. De meeste daytraders hebben weinig verstand van de financiële wereld, handelen op de beurs is een verslavende sport met grote verliezen voor velen en enorme winsten voor enkelen.
- Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002, Vereniging voor effectenrecht, serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Kluwer.
- The world price of insider trading, door Bhattacharya en Daouk, Indiana University, 2002.
- The effectiveness of the Insider Trader Sanctions in the 1980's door Se-Je-Min, UCLA, 2002.
- Financial Markets in Europe, towards a single regulator, Mads Andenas and Yannis Avgerinos, Kluwer 2003.

Schema vormen van oneerlijke effectenhandel

Bijlage 1

