Beursfraude effectief aangepakt : een onderzoek naar het toezicht en de regulering van de Nederlandse en Amerikaanse effectenwetgeving

Citation for published version (APA):

Blagrove, M. I. (2003). *Beursfraude effectief aangepakt : een onderzoek naar het toezicht en de regulering van de Nederlandse en Amerikaanse effectenwetgeving*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Wolf Legal Publishers. <https://doi.org/10.26481/dis.20030409mb>

Document status and date:

Published: 01/01/2003

DOI:

[10.26481/dis.20030409mb](https://doi.org/10.26481/dis.20030409mb)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Download date: 26 Apr. 2023

Beursfraude effectief aangepakt

*Een onderzoek naar het toezicht en de regulering van de Nederlandse en
Amerikaanse effectenwetgeving*

Beursfraude effectief aangepakt

*Een onderzoek naar het toezicht en de regulering van de Nederlandse en
Amerikaanse effectenwetgeving*

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor aan de Universiteit Maastricht,
op gezag van de Rector Magnificus,
Prof.dr. A.C. Nieuwenhuijzen Kruseman
volgens het besluit van het College van Decanen,
in het openbaar te verdedigen
op woensdag 9 april 2003 om 14.00 uur

door

Marjorie Iris Jap-A-Joe Blagrove
geboren op 7 oktober 1968 te Paramaribo, Suriname

Promotores:

Prof.mr. C.A. Schwarz

Prof.dr. G.A.A.J. van den Heuvel

Prof.dr. Th.A. de Roos (Universiteit Leiden)

Beoordelingscommissie:

Prof.mr. E. Prakken (Voorzitter)

Prof.mr. B.T.M. Steins Bisschop (Universiteit van Nijenrode)

Prof.mr. F.A.M. Stroink

Beursfraude effectief aangepakt; Een onderzoek naar het toezicht en de regulering van de Nederlandse en Amerikaanse effectenwetgeving, Marjorie I. Jap-A-Joe Blagrove. Uitgegeven door Wolf Legal Publishers (WLP), 2003. ISBN: 90-5850-039-x

Uitgever:	Willem-Jan van der Wolf
Productieassistent:	René van der Wolf
Opmaak binnenwerk:	Evelin Karsten-Meessen
Omslagontwerp:	Sander Neijns
Uitgeverij:	Wolf Legal Publishers, Postbus 31051, 6503 CB Nijmegen Tel: 024-3551904 Fax: 024-3554827 E-Mail: wlp@hetnet.nl Http://www.wlp.biz

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar worden gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de auteur en uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16 b Auteurswet 1912 jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 882, 1180 AW Amstelveen). Voor het opnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatie-werken (artikel 16 Auteurs-wet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

Hoewel aan deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur noch WLP aansprakelijkheid voor de aanwezigheid van eventuele (druk)fouten en onvolkomenheden.

© 2003 ontwerp en productie WLP

© 2003 tekst M.I. Jap-A-Joe Blagrove

Voorwoord

In 1996 interviewde ik in het kader van mijn scriptieonderzoek¹ mr. J.H.M. Willems, vice-President van het Hof Amsterdam. Wat ik toen niet wist, was dat dit gesprek uiteindelijk zou leiden tot het schrijven van dit proefschrift. Op mijn vraag wat de beste voorbereiding was op het rechterschap, maakte Willems duidelijk dat het naar zijn mening beter was om na de afronding van de rechtenstudie niet meteen de RAIO-opleiding te volgen, maar eerst "ervaring" op te doen. Zo kon onder meer gedacht worden aan het schrijven van een proefschrift, het doen van onderzoek. Immers, het rechterschap was niet eenvoudig; rechterlijke uitspraken kunnen een mensenleven veranderen.

In het najaar van 1996 solliciteerde ik op een promotieplek in Maastricht. Het onderzoek, toentertijd getiteld "Beursfraude", moest geen juridische analyse worden van beursdelicten, maar een criminologische beschrijving van dergelijke laakbare feiten. Na vijf jaar aan het manuscript gewerkt te hebben, kan ik niet anders concluderen dan dat het toch een puur juridische analyse is geworden. Mijn Maastrichtse capaciteitsgroepgenoot en tevens promotor, Grat van den Heuvel, zag dit al aankomen, maar heeft mij desondanks de ruimte gegeven om dit onderzoek te voltooien. Grat, mijn dank daarvoor. Mijn andere promotor, Theo de Roos, verliet Maastricht toen ik pas één jaar met het onderzoek bezig was. Gelukkig heb ik daar nooit nadeel van ondervonden. Theo, je maakte altijd wel tijd vrij voor een gesprek. De bezoeken aan jouw werkplek in Leiden, onze lunchbesprekingen samen met Kid Schwarz en de avonden bij jou thuis in Utrecht waarin jij jouw kostbare vrije tijd aan mij afstond om te praten over het proefschrift, hebben mij het vertrouwen gegeven dat dit boek wel iets toevoegt aan de wetenschap. Zelfs net voor je vertrek naar Tsjechië, voor een korte vakantie in 2002, laat jij mij nog weten dat het "*een mooi, leesbaar, interessant en niet te dik boek*" wordt. Theo, bedankt voor jouw vertrouwen en grenzeloze inzet. Kid Schwarz, mijn andere Maastrichtse promotor, ik noemde je zojuist al. Als een echte rots in de branding heb jij mij gedurende de vijf jaar dat ik aan mijn onderzoek werkte daar gesteund waar ik het echt nodig had. Toen mijn onderzoek

¹ Artikel 46 Wetboek van Strafrecht en de (zware) georganiseerde criminaliteit: een doodgeboren kind?

dreigde vast te lopen omdat de toenmalige Stichting Toezicht Effecten-verkeer (nu Autoriteit Financiële Markten) achteraf niet mee wilde werken aan een praktijkonderzoek, schakelde jij je contacten in waardoor ik aan het onderzoek een draai kon geven. Via jouw inspanningen in samenhang met de Onderzoeksschool Ius Commune en de Wetenschapscommissie van de Universiteit Maastricht kwam ik terecht in New York en in Washington D.C. Het onderzoek is er alleen maar beter van geworden. Ook zal ik onze periodieke besprekingen niet vergeten. Niet altijd, maar soms onder het genot van een biertje – al dan niet vergezeld van een harinkje – bespraken wij het verloop van mijn onderzoek. Kid, een aio – of zoals dat nu heet een "junior-onderzoeker" – is bij jou in goede handen; een promotor pur sang.

De leden van de beoordelingscommissie Ties Prakken, Frits Stroink en Bas Steins Bisschop, wil ik bedanken voor de nauwgezetheid waarmee ze mijn manuscript hebben gelezen. Vooral het eerste deel moet een taaie klus zijn geweest.

Daarnaast wil ik Gerard Mols bedanken. Op de momenten dat ik "vast" zat en een klankbord nodig had stormde ik jouw kamer binnen. Erg heb je het nooit gevonden. Mocht dat wel zo zijn, dan heb jij dat in ieder geval nooit laten blijken. Toen ik niet wist hoe ik dit onderzoek in de strafrechtelijke hoek moest trekken gezien het omvangrijke ondernemingsrechtelijk inventariserend onderdeel, gaf jij aan dat het voor (strafrecht)advocaten erg nuttig kan zijn om alle informatie overzichtelijk bijeen te hebben. Bedankt voor je luisterend oor.

Verder wil ik mijn vroegere collega's van de capaciteitsgroep Strafrecht en Criminologie bedanken voor de stimulerende tijd die ik daar heb mogen doorbrengen, in het bijzonder Dorris de Vocht en Gerard de Jonge. Beiden hebben zich kritisch door mijn manuscript heen geworsteld vergezeld van commentaar. Mijn dank daarvoor. Wies Rayar, dankzij jouw tomeloze inzet kon mijn samenvatting op korte termijn op een fraaie wijze worden vertaald.

Buiten de faculteit zijn er velen die, de tijd dat ik aan dit proefschrift heb gewijd, hebben vergemakkelijkt. Een aantal daarvan zal ik noemen. Allereerst mijn ouders, ma en pa bedankt. Jullie steun en vertrouwen hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit boek. Het woord "trots" is vaak gevallen. Nu pas durf ik het aan te horen. Ook mijn schoonouders wil ik bedanken. Jullie kritische opmerkingen over mijn

teksten en de regelmatig terugkerende vraag naar het stadium van mijn proefschrift, vormden voor mij een extra stimulans. Bovendien moeten jullie weten dat ik op de juiste momenten de nodige afleiding vond in jullie warme en liefdevolle nest. Vervolgens mijn trouwe vriendinnen Cheryl, Bianca, Ria, Neriman, Radha, Marilyn en Shirley. Jullie hebben altijd begrip getoond voor de keren dat ik verstek moest laten gaan en niet op onze periodieke reünies verscheen omdat mijn proefschrift voor ging. Ook al was het onderwerp voor jullie niet altijd even interessant, toch bleven jullie vragen hoe het ermee ging. Bedankt voor de vriendschap en jullie vertrouwen, vanaf nu ben ik er weer bij. Verder wil ik mijn collega's van de Open Universiteit bedanken. In het bijzonder Jan Reijntjes en Huub Spoormans, jullie gaven mij alle ruimte om "de laatste loodjes" af te leggen. Mark Liedekerken en Evelin Karsten, dankzij jullie mag de vormgeving van dit boek er zijn. Evelin, je hebt er hard aan gewerkt om het allemaal op tijd camera ready te maken. Bedankt voor jouw inzet. Ook wil ik mijn Maastrichtse lotgenote en tevens paranimf Yvonne Donders bedanken. Twee Utrechtse meiden in Maastricht, een mooie combinatie was dat. Gerard de Jonge, oud capaciteitsgroepgenoot en mijn andere paranimf. Jou heb ik goed leren kennen in de periode dat ik nog actief lid was van het Kunstkomitee van de Universiteit Maastricht. Recht door zee; je nam geen blad voor de mond. Ik heb dat altijd in jou gewaardeerd.

Last but not least mijn man Kenneth en dochter Jillean. Lieve Kenneth, zonder jou was dit proefschrift zeker niet geworden wat het nu is. Hoe vaak was ik niet op het ene moment één en al twijfel, op het andere moment weer erg stellig, soms lichtgeraakt dan weer erg afwezig? Het schrijven van dit proefschrift zorgde soms voor een Jekyll en Hyde situatie. Toch ben je er altijd voor mij geweest. Niets was jou teveel. Je dook zelfs in mijn juridische teksten en wist altijd de vinger op de zere plek te leggen. Ik heb mij daar (achteraf) menigmaal over verbaasd. In alle hectiek ben jij altijd mijn rustpunt geweest. Jouw liefde en vertrouwen heb ik altijd gevoeld. Mijn onmetelijke dank daarvoor. En Jillean, jouw glimlach heeft mamma vaak goede moed gegeven. Mamma heeft nu alle tijd voor jou. Het is afgelopen met de stress.

Dit manuscript is afgesloten in juli 2002. Met eventuele ontwikkelingen daarna is slechts incidenteel rekening gehouden.

Marjorie Jap-A-Joe Blagrove
Maastricht januari 2003

Inhoudsopgave

Voorwoord

Inhoudsopgave

Afkortingen

Algemene inleiding

Inleiding I

- 1 Achtergronden I
- 2 Afbakening van het onderzoek V
- 3 Probleemstelling VIII
- 4 De opbouw IX
- 5 Terminologie IX
- Het strafrechtstheoretisch kader XIII***
- 6 Het strafrecht en het effectentypisch toezicht XIII
- 7 Het bijkomend effect van het algemene strafrecht XIV
- 8 Strafrechtstheorieën en het bijkomend effect van het straf(proces)recht XXII
- 8.1 Het oogmerk van een strafrechtsleer XXII
- 8.2 De reikwijdte van een strafrechtelijk doel XXIV
- 8.3 Het strafrecht en de rechtsbescherming XXVI

Hoofdstuk 1 De ontwikkeling van de effectenhandel in Nederland

- 1.1 Het ontstaan van de handel in effecten in Nederland 1
- 1.2 De georganiseerde handel in effecten 4
- 1.3 Overheidsinmenging 11
- 1.3.1 Ordenend overheidsoptreden 12
- 1.3.2 Dwingend overheidsoptreden 12
- 1.4 Een nieuwe koers 15
- 1.4.1 Van bedrijfsgroep tot landelijke organisatie 15
- 1.4.2 Modernisering effectenverwerking 17
- 1.4.3 De buitenbeurshandel 18
- 1.4.4 De positieverandering van beursactoren 20

- 1.4.5 Het controlebureau 23
- 1.5 Internationalisering 27
- 1.6 Van vereniging naar naamloze vennootschap 31

Hoofdstuk 2 Toezicht en regulering van de Nederlandse effectenwetgeving

- 2.1 Inleiding 37
- 2.2 Van Stichting Toezicht Effectenverkeer naar Autoriteit Financiële Markten 39
- 2.3 De relevante Nederlandse effectenwetgeving 44
 - 2.3.1 Externe regelgeving; de kaderwetgeving 45
 - 2.3.2 Externe regelgeving; de uitvoeringsregels 74
 - 2.3.3 Interne regelgeving; zelfregulering 84
 - 2.3.3.1 De interne regelgeving van de Amsterdamse effectenbeurs 86
 - 2.3.3.2 De interne regelgeving van Amsterdam Exchanges N.V. 102
 - 2.3.3.3 Van nationale beurs naar pan-Europese beurs: Euronext N.V. 121
- 2.4 De rol van de externe toezichthouders: de Autoriteit-FM en DNB 124
 - 2.4.1 Uitoefening van het toezicht: de STE en de Autoriteit-FM 125
 - 2.4.2 Uitoefening van het toezicht: De Nederlandsche Bank N.V. 144
- 2.5 De verschillende handavingsprocedures 153
 - 2.5.1 De bestuursrechtelijke procedure 153
 - 2.5.2 De civielrechtelijke procedure 171
 - 2.5.3 De strafrechtelijke procedure 179

Hoofdstuk 3 Toezicht en regulering van de Amerikaanse effectenwetgeving

- Inleiding 205
- 3.1 Een introductie in het Amerikaans recht 206
 - 3.1.1 De verdeling van machten 206
 - 3.1.2 De verschillende rechtsprekende instanties 210
- 3.2 De ontstaansgeschiedenis van de SEC 213
- 3.3 De relevante Amerikaanse effectenwetgeving 216

3.3.1	Externe regelgeving; de kaderwetgeving	218
3.3.2	Externe regelgeving; de uitvoeringsregels	225
3.3.3	Interne regelgeving; zelfregulering	232
3.4	De rol van de externe toezichthouder: de SEC	247
3.4.1	Uitoefening van het toezicht	247
3.4.2	De interne structuur van de SEC	249
3.5	De afdeling Enforcement	251
3.5.1	De drie fases van een SEC onderzoek	252
3.6	De verschillende handhavingsprocedures	264
3.6.1	De administratieve procedure	264
3.6.2	De civielrechtelijke procedure	287
3.6.3	De strafrechtelijke procedure	300

Hoofdstuk 4 Het Nederlands toezicht; een knipoog naar Amerika?

4.1	Inleiding	321
4.2	De Nederlandse en Amerikaanse handhavingsinstrumenten	321
4.3	Een knipoog naar Amerika?	330

Hoofdstuk 5 De relatie tussen de effectentypische wetgeving en het strafrecht

5.1	Inleiding	335
5.2	Het stigmatiserend effect als (bijkomend) neveneffect of als vergelding?	336
5.3	Strafrechtelijke handhaving van effectentypische wetgeving?	343
5.4	Conclusie	344

Samenvatting 347

Summary 353

Aangehaalde literatuur 359

Trefwoordenregister 370

Curriculum Vitae 379

Afkortingen

AB-Holding	Amsterdamse Beursholding
AEX	Amsterdam Exchanges N.V.
A-FM	Autoriteit Financiële Markten
AIDA	Automatic Interprofessional Dealingsystem Amsterdam
ALJ	Administrative Law Judge
AMvB	Algemene maatregel van bestuur
APA	Administrative Procedure Act
Art.	Artikel / article
ASSET	Amsterdam Securities Trading System
Autoriteit-FM	Autoriteit Financiële Markten
a.w.	aangehaald werk
Awb	Algemene wet bestuursrecht
Bfb	Besluit financiële bijsluit
bmvk	Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal
Bte	Besluit toezicht effectenverkeer
BW	Burgerlijk Wetboek
CAD	Capital Adequacy Directive
CB	Controlebureau
CFR	Code of Federal Regulations
CF-stuk	Centrum voor Fondsenadministratie-stuk
D.C.	District of Columbia
d.d.	de dato
dl.	deel
DNB	De Nederlandse Bank N.V.
ECD	Economische Controledienst
ECRM	Europese Commissie voor de Rechten van de Mens
EER	Europese Economische Ruimte
EHRM	Europees Hof voor de Rechten van de Mens
EMU	Europese Monetaire Unie
EU	Europese Unie
EUR	Erasmus Universiteit Rotterdam
EVRM	Europees Verdrag tot bescherming van de Rechten van de Mens en de fundamentele vrijheden

FBI	Federal Bureau of Investigation
FET	Dagblad de Financieel-Economische Tijd
Fin.	Financiële
FIOD	Fiscale Inlichtingen- en Opsporingsdienst
FOM	Functioneel Openbaar Ministerie
FRCF	Federal Rules of Civil Procedure
FTA	Financiële Termijnmarkt Amsterdam
FTC	Federal Trade Commission
HR	Hoge Raad
IAA	Investment Advisers Act
ICA	Investment Company Act
ICBE	Instelling voor Collectieve Beleggingen in Effecten
IIE	Interprofessioneel Instituut voor de Effectenhandel
Inst. Bel.	Institutionele beleggers
IOSCO	International Organization of Securities Commission
IRT	Interregionaal Recherche Team
ISD	Investment Services Directive
ITSA	Insider Trading Sanction Act
i.t.t.	in tegenstelling tot
IVBPR	Internationaal Verdrag inzake Burgerrechten en Politieke rechten
j°	juncto
jrg.	Jaargang
K	Wetboek van Koophandel
KB	Koninklijk Besluit
KG	Kort Geding
K-stuk	Klassiek-stuk
KUN	Katholieke Universiteit Nijmegen
MSRB	Municipal Securities Rulemaking Board
MvA	Memorie van Antwoord
MvF	Ministerie van Financiën
MvT	Memorie van Toelichting
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers electronic Automated Quotation system
NECIGEF	Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V.

NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NOE	Nederlandse Organisatie van het Effectenbedrijf
nr	nummer
nrte	Nadere regeling toezicht effectenverkeer
N.V.	Naamloze Vennootschap
OM	Openbaar Ministerie
OTC	Over-the-counter handel
OvJ	Officier van Justitie
p.	pagina
PUHCA	Public Utility Holding Company Act
PVK	Pensioen- & Verzekeringskamer
RB	Rechtbank
red.	Redactie
Roefex	Rotterdam Energy Futures Exchange
RvC	Raad van Commissarissen
RFT	Raad van Financiële Toezichthouders
RUG	Rijksuniversiteit Groningen
RUL	Rijksuniversiteit Limburg
RUU	Rijksuniversiteit Utrecht
SA	Securities Act
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SIPA	Securities Investor Protection Act
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
Stb.	Staatsblad
STE	Stichting Toezicht Effectenverkeer
Stcrt.	Staatscourant
Sr	Strafrecht
SRO	Self regulatory organizations; zelfregulerende organisaties
Sv	Strafvordering
t.a.p.	ter aangehaalde plaatse
TIA	Trust Indenture Act
Trb.	Tractatenblad
TVVS	Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen
UM	Universiteit Maastricht
U.S.	United States
USA	Verenigde Staten van Amerika

USAM	United States Attorney Manual
USC	United States Code
Uitgev. Instell.	Uitgevende instellingen
v.	versus
Vgl.	Vergelijk
VEOE	Vereniging European Options Exchange
VvdE	Vere(e)niging voor de(n) Effectenhandel
VOC	Verenigde Oost-Indische Compagnie
VS	Verenigde Staten van Amerika
WBB	Wet invoering dwangsom en bestuurlijke boete in de financiële wetgeving
WBS	Wet bestuurlijke sancties financiële sector
WED	Wet op de economische delicten
Weh	Wet effectenhandel
Wffb	Wet financiële betrekkingen buitenland
WIC	West-Indische Compagnie
Wmz	Wet Melding Zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen
WO I of WO II	Wereldoorlog I en Wereldoorlog II
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
Wpr	Wet persoonsregistratie
Wsmv	Wet strafbaarstelling misbruik van voorwetenschap
Wtb	Wet Toezicht Beleggingsinstellingen
Wte	Wet Toezicht Effectenverkeer
Wtk	Wet Toezicht Kredietwezen
Wtn	Wet toezicht natura uitvaartverzekeringsbedrijf
Wtv	Wet toezicht verzekeringsbedrijf
WvSr	Wetboek van Strafrecht
WvSv	Wetboek van Strafvordering
Zbo	Zelfstandig bestuursorgaan
ZRO	Zelfregulerende organisatie

Algemene inleiding

Inleiding

Deze studie beoogt een duidelijk beeld te scheppen van de verschillende toezichthouders binnen de sfeer van het Nederlands effectenverkeer; de effectentypische toezichthouders. De nadruk wordt gelegd op de bevoegdheden van deze toezichthouders in de toezichts- en handhavingsprocedures. In dit onderzoek wordt de positie van de Nederlandse effectentypische toezichthouder vergeleken met die van de Amerikaanse toezichthoudende SEC. Centraal staat de bestudering van de effectentypische handhaving vanuit een strafrechtelijke invalshoek. Hiermee wordt getracht om de rol van het straf(proces)recht binnen de effectentypische handhavingsprocedure te verduidelijken. Een onderzoek dat zich hoofdzakelijk richt op de bevoegdheden van de Nederlandse en de Amerikaanse toezichthouders en zich niet alleen bezighoudt met de wijze waarop zij deze uitoefenen, maar ook met een kritische blik de strafrechtelijke sanctionering van effectentypische wetsovertredingen bekijkt, is nog niet eerder in deze vorm en in een dergelijke opzet uitgevoerd.

1 Achtergronden

De inval op de Amsterdamse effectenbeurs op 25 oktober 1997 heeft destijds veel stof doen opwaaien. Plotseling kreeg heel Nederland via de media het beeld voorgeschoteld dat de Nederlandse effectenbeurzen een bolwerk zouden zijn van handelaren die er niet voor schroomden om dubieuze praktijken toe te passen. We kenden dat beeld reeds uit de Verenigde Staten van Amerika (VS), maar hadden tot dan toe nooit gedacht met zulke "Amerikaanse toestanden" te maken te krijgen. Zo bleken er hier in Nederland eveneens transacties te zijn uitgevoerd die niet in overeenstemming waren met de beursregels en de regels van de effectenwetgeving. Daarnaast werden de exorbitant hoge bedragen die als "winst" uit dergelijke transacties voortvloeiden, vermoedelijk niet bij de fiscus aangegeven. De hiernavolgende maanden bleef het beurschandaal, dat ondertussen de naam "operatie Clickfonds" had gekregen,

velen tot de verbeelding spreken. Men had het al snel over "de beursfraudezaak: operatie Clickfonds". De media berichtten steeds weer wanneer het Openbaar Ministerie (OM) huiszoeking bij een nieuwe verdachte in de beursfraudezaak had verricht. Het OM wilde in heel Nederland en ver daarbuiten laten zien dat het zou afrekenen met personen die zich niet aan het (financieel) strafrecht en aan de effectenwetgeving hielden. Het OM begon aan een kruistocht tegen beurs"fraudeurs". Maar wat is eigenlijk beursfraude? Dit begrip dat niet in het Wetboek van Strafrecht of in een andere wet terug was te vinden, werd als algemene term toegepast voor de vele wettelijke en buitenwettelijke begrippen zoals: misbruik van voorwetenschap – artikel 46 Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 (Wte'95) –, het misleiden van – potentiële – beleggers door opzettelijk belangrijke gegevens achter te houden – artikel 47 Wte'95 –, valsheid in geschrifte – artikel 225 Sr –, nalaten (juiste of volledige) belastingaangifte te doen – de artikelen 68 en 69 Algemene wet op de Rijksbelastingen (Awr) –, koersmanipulatie/ koersorkestratie of koersbeïnvloeding en het overtreden van het verbod van cold calling¹, churning² en frontrunning³.

Ondanks het gegeven dat vele van de hierboven genoemde begrippen niet onder het bereik van het strafrecht vielen, doch onder het bereik van de beurseigen gedrags- of omgangsregels, dienden zij volgens de interne regels van de effectenbeurs toch te worden aangepakt. Hiertoe was in beginsel niet het OM als bevoegde instantie aangewezen, maar de toezichthouders van het Nederlandse effectenverkeer via het bestuurs-(straf)recht. Deze toezichthouders, de Autoriteit Financiële Markten of de Autoriteit-FM (voorheen de Stichting Toezicht Effectenverkeer) en de Nederlandsche Bank (DNB), waren (en zijn nog) op grond van onze effectentypische regelgeving bevoegd tot het controleren van de naleving van deze wetten. In beginsel werd het systeem van sectoraal toezicht toegepast. Dat hield in dat de verschillende toezichthouders die werkzaam zijn op het terrein van de financiële markten, de Autoriteit-FM, DNB en

¹ Zonder dat er sprake is van een zakelijke relatie potentiële beleggers telefonisch benaderen.

² Zonder dat de cliënt hiertoe opdracht heeft gegeven, effectentransacties uitvoeren om zodoende commissie op te kunnen strijken.

³ Het kopen dan wel verkopen van effecten op eigen rekening door intermediairs die vooruitlopen op een uit te voeren (grote) order. Dit om nadien mee te profiteren van koerswijzigingen. Dit lijkt sterk op het handelen met voorwetenschap.

de Pensioen- & Verzekeringskamer (PVK)⁴, zich zowel richtten op het prudentieel⁵ als op het gedragstoezicht⁶ van de instellingen die tot de desbetreffende toezichtsector behoorden. Zo werden verzekeraars ondergebracht bij de PVK, banken en beleggingsinstellingen bij DNB en de beurzen en effecteninstellingen bij de STE. Waar de toezichthouders zich tijdens de uitoefening van hun taken op 'sector' overschrijdende gebieden begaven, was er de Raad van Financiële Toezichthouders (RFT) als vangnet. In deze raad kwamen de verschillende toezichthouders samen om de aanpak van sectoroverschrijdende problemen te bespreken en te coördineren. Sinds maart 2002 is het sectoraal toezichtstelsel verlaten en wordt er in Nederland het systeem van functioneel toezicht toegepast. Dat houdt in dat de verschillende toezichthouders zich slechts op één toezichtdoelstelling richten. De PVK en DNB voeren het prudentiële toezicht uit over respectievelijk de verzekeraars en de banken, beleggingsinstellingen en effecteninstellingen.

De Autoriteit-FM is de rechtsopvolger van de in 1989 opgerichte Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). Deze laatste was in het leven geroepen om als zelfstandig bestuursorgaan toezicht te houden op het Nederlandse effectenverkeer. Daarnaast moest zij er zorg voor dragen dat de (potentiële) belegger er op kon rekenen dat zijn transacties naar behoren

⁴ Afhankelijk van het financiële product kan het zijn dat het product tevens onder het toezicht van de PVK valt. Als voorbeeld van een dergelijk product kan worden gedacht aan een verzekering waarvan de uitkering deels gekoppeld is aan een beleggingsproduct.

⁵ Het prudentieel toezicht is gericht op "*de stabiliteit van financiële instellingen, zoals reserve- en risicobeheer*". Kamerstukken II, 2001/2002, 28 122, nr. 2, p. 2. In dit geval moet worden gedacht aan de financieel economische zekerheden. Zo moeten bedrijven onder meer over voldoende financiële middelen beschikken en dienen zij ervoor te zorgen dat hun administratieve organisatie aan de wettelijke eisen voldoet. Hiermee tracht de toezichthouder controle te houden over het risico van faillissementen. Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28 122, nr. 2, p. 10. Meer hierover in hoofdstuk twee.

⁶ Het gedragstoezicht richt zich op de wijze waarop de financiële instellingen zich zowel ten opzichte van elkaar als ten opzichte van de consument dienen te "gedragen". Hierbij zijn de termen "*transparantie en voorlichting*" van groot belang. Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28 122, nr. 2, p. 2. De toezichthouder oefent het gedragstoezicht uit door er op toe te zien dat het marktproces ordelijk en zo transparant mogelijk verloopt. Door de verhoudingen tussen de verschillende marktpartijen zo zuiver mogelijk te houden tracht de toezichthoudende Autoriteit-FM de consument van verschillende financiële producten te beschermen. Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28 122, nr. 2, p. 10.

werden uitgevoerd. Verder diende de STE ervoor te zorgen dat er sprake was van een eerlijke en doorzichtige effectenmarkt, zodat het voor iedereen aantrekkelijk zou blijven om deel te nemen aan het effectenverkeer. Sinds 1989 is de positie van deze toezichthouder drastisch gewijzigd. Aanvankelijk was zij voor de uitvoering van haar taken grotendeels afhankelijk van de interne toezichthouder van de beurs, het Controlebureau. Daarom werd het toezicht destijds door STE slechts marginaal uitgevoerd. Na de fusie van de effectenbeurzen op 1 januari 1997, de invoering van de herziene Wet Toezicht Effectenverkeer (Wte) en de invoering van de wet bestuurlijke boetes en dwangsommen, werd de STE steeds meer gezien als een volwaardige toezichthouder op het gebied van het effectenverkeer. De wijziging van het toezichtsmodel – in deze studie ook wel de toezichtstructuur genoemd – en de toekenning van extra bevoegdheden heeft de positie van de toezichthouder, nu de Autoriteit-FM, nog meer solide gemaakt. Zij oefent nu het gedrags-toezicht uit over alle financiële instellingen⁷. Doordat zij haar toezicht uitsluitend heeft gericht op het gedrag van alle financiële instellingen en voor de uitoefening van haar taken steeds meer wettelijke bevoegdheden krijgt toegewezen, wordt zij vandaag de dag niet alleen als een waakhond, maar als een "waakhond met tanden" beschouwd. De Autoriteit-FM maakt nu explicieter gebruik van haar bevoegdheden door daadwerkelijk bestuurlijke boetes⁸ op te leggen en gebruik te maken van het middel om opgelegde sancties openbaar te maken⁹. Verder laat de Autoriteit-FM het publiek, al dan niet via de media, regelmatig weten over nog meer bevoegdheden te willen beschikken, zoals het zelf mogen ontnemen

⁷ Omdat het toezicht nu verder reikt dan alleen de effecteninstellingen, heeft de naamswijziging van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) in de Autoriteit-FM plaatsgevonden.

⁸ De invoering van de Algemene wet bestuursrecht (Awb) geschiedt in tranches. De bestuurlijke boete, een vorm van bestuurlijke handhaving, maakt onderdeel uit van de vierde tranche van de Awb. De Commissie wetgeving algemene regels van bestuursrecht, de commissie Scheltema, die is ingesteld bij besluit van 23 augustus 1983 (Stb. 1983, 417), treedt in deze op als adviescommissie van de Ministers van Justitie en van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties.

⁹ Zie bijvoorbeeld de publieke berisping van de STE van bank- en verzekeraar Fortis door de haar opgelegde boete in bepaalde dagbladen te publiceren. Vgl. het NRC-Handelsblad "Hebzucht is een belangrijke menselijk aandrif; het groeiende onbehagen van Arthur Docters van Leeuwen", NRC Handelsblad, 9 maart 2002.

van wederrechtelijk verkregen voordeel¹⁰. Dit alles met als doel: "*het bevorderen van een ordelijk en transparant marktproces, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en bescherming van de consument op het gebied van transparantie en voorlichting*"¹¹.

Wat ook niet onbelangrijk is, is het gegeven dat vandaag de dag "een ieder" lijkt te beleggen. Was het beleggen halverwege de vorige eeuw – zeker na de beurskrach aan het eind van de jaren twintig – een activiteit voor "gefortuneerde mensen", vandaag de dag kan ook Jan Modaal over aandelen en/of opties beschikken. Het (beleggend) publiek is niet alleen qua omvang toegenomen, het is ook bekend geraakt met de toezichthoudende Autoriteit-FM. De haar toegekende bevoegdheden en de wijze waarop zij deze uitoefent, hebben er toe bijgedragen dat de Autoriteit-FM haar plaats binnen de financiële wereld definitief heeft verworven.

2 Afbakening van het onderzoek

De hiervoor geschetste bijzondere positie van de Autoriteit-FM creëert de grondslag voor een onderzoek naar de wijze waarop zij haar toezichtstaken en handhavingsbevoegdheden uitoefent. Hierbij staat vooral de handhaving van de effectentypische regelgeving centraal. Een andere niet onbelangrijke toezichthouder, De Nederlandsche Bank, zal slechts daar waar dat vanuit het oogpunt van deze studie wordt vereist expliciet aan bod komen. De reden hiervoor is diens gewijzigde positie. DNB is samen met de Pensioen- & Verzekeringskamer (PVK), niet meer verantwoordelijk voor het gedrag van enkele financiële instellingen maar slechts voor het prudentieel toezicht op deze instellingen.

De schets van de bevoegdheden van de toezichthouders omvat tevens een aanduiding van de beperkingen of van de reikwijdte van dergelijke handhavingsbevoegdheden. Deze bevoegdheden van de Autoriteit-FM kunnen worden beperkt doordat zij in collisie komen met handhavingsbevoegdheden van andere rechtshandhavers. Zo zal blijken dat de

¹⁰ De bevoegdheid voor deze procedure ligt tot nu toe exclusief bij het OM. Vergelijk het interview in het NRC-Handelsblad met de voorzitter van de Autoriteit-FM, Docters van Leeuwen, "Hebzucht is een belangrijke menselijk aandrift; het groeiende onbehagen van Arthur Docters van Leeuwen", NRC Handelsblad, 9 maart 2002.

¹¹ Vlg. Nieuwsbrief Autoriteit-FM te weten: InZicht, jrg. 1, nr. 2, 2002, p. 4.

bestuursrechtelijke bevoegdheden van de Autoriteit-FM hun grenzen daar bereiken waar het strafrecht aanvangt. Het strafrecht heeft van de wetgever een rol toebedeeld gekregen in de handhaving van de effectentypische regelgeving. Om uitholling van deze regelgeving te voorkomen is het cruciaal dat de naleving ervan wordt gecontroleerd en schending ervan wordt gesanctioneerd. Dit laatste vindt voornamelijk plaats via het bestuursrecht. Het sanctioneren van voornoemde schendingen kan daarnaast met behulp van het strafrecht geschieden door de Wet Toezicht effectenverkeer in samenhang met de Wet op de Economische Delicten toe te passen. Hierbij is er geen sprake van "eenrichtingsverkeer". De toepassing van het strafrecht kan niet alleen door de strafrechtelijke rechtshandhaver worden geëntameerd, maar ook de bestuursrechtelijke handhaver kan om de inzet van het strafrecht verzoeken¹². De reden hiervoor is gelegen in het gegeven dat het de Autoriteit-FM aan een eigen vervolgingsbevoegdheid ontbreekt. Zij heeft dan ook voor een strafrechtelijke vervolging de inzet van het Openbaar Ministerie. Het is daarom zinvol om de handelwijze van de Autoriteit-FM en haar samenwerking met het Openbaar Ministerie nader te bestuderen.

Het voorgaande geeft de importantie aan om in deze studie ook het terrein van het strafrecht te verkennen. Hierbij zal naar een strafrechtelijk theoretisch kader worden gezocht waarbinnen de handhaving van effectentypische regelgeving kan worden verantwoord. Het is immers bekend dat een strafproces¹³ een bepaalde impact op de betrokkenen kan hebben. Daarom zal, terugredenerend vanuit het teleologisch aspect van bepaalde strafrechtstheorieën, worden getracht om aan te geven of de inzet van het strafrecht wel een geschikt middel is bij de handhaving van effectentypische regelgeving. Deze aanpak impliceert dat deze studie zich zal begeven op verschillende rechtsgebieden. Voor een overzicht van de bevoegdheden van de toezichthouder(s) zullen de bestuursrechtelijke en deels de civielrechtelijke bevoegdheden en procedures aan bod komen. Daarnaast zullen ook de straf(proces)rechtelijke bevoegdheden en procedures worden besproken.

Niet alleen de werking van verschillende rechtsgebieden, maar ook verschillende landen zullen in deze studie worden behandeld. Mede door de internationalisering en de snelle technologische ontwikkelingen zoals

¹² Vgl. Rogier, L.J.J., *Straffend Bestuur*, oratie EUR, Gouda Quint, 2001.

¹³ Strafproces in ruime zin. Niet alleen het onderzoek ter terechtzitting.

het internet vallen de verschillen en overeenkomsten in de bevoegdheids-uitoefening van toezichthouders in diverse landen eerder op. Zo zijn steeds meer overeenkomsten te vinden in de bevoegdheden van de Nederlandse toezichthouder(s), en die van hun collega's in Amerika, Engeland, Frankrijk en Duitsland. In deze studie is ervoor gekozen om de bevoegdheden van de Amerikaanse toezichthouder, de Securities and Exchange Commission (SEC), te vergelijken met die van haar Nederlandse evenknie. Naast een bespreking van de wijze waarop het toezicht en de handhaving van effectentypische regels in Nederland plaatsvinden, zal worden besproken op welke wijze de naleving van vergelijkbare regelgeving in de Verenigde Staten van Amerika (VS) wordt gecontroleerd. Gekozen is voor de VS omdat de Amerikaanse SEC al sedert 1933 – in de regel – zeer succesvol als effectentypische toezichthouder fungeert¹⁴ op deze veruit grootste aandelenmarkt en er destijds in Europa geen soortgelijke toezichthouder bestond met vergelijkbare bevoegdheden¹⁵. Het gevolg van deze keuze is dat bij de karakterisering van het Amerikaanse effectentypisch toezicht, rekening dient te worden gehouden met het Anglo-Amerikaans rechtssysteem; een common law stelsel, waarop het Amerikaans (effecten)recht is gebaseerd¹⁶. Het in Nederland gehanteerde continentaal systeem zal ertoe kunnen leiden dat bepaalde in het Anglo-Amerikaans systeem voorkomende (rechts)-figuren, niet als zodanig worden herkend. Daarom zal ter introductie van het Amerikaans effectentypische toezicht, een korte inleiding in het

¹⁴ Zeer succesvol wil niet zeggen foutloos. Denk bijvoorbeeld aan de Enron-affaire, een Amerikaanse energiegigant, waar het toezicht door de SEC waarschijnlijk niet van een dusdanige aard was dat daardoor de (grensoverschrijdende) creatieve boekhoudkundige trucs van Enron aan het licht konden komen. Zie het redactioneel artikel, "Revisor kan zichzelf niet controleren", Dagblad de Financieel-Economische Tijd, 19 januari 2002. Zie ook Eisma, S.E., "De verbouwing van het Nederlandse effectenrecht", NJB, 15 november 2002, jrg. 77, p. 2050.

¹⁵ "...modelling is patterned according to configurations of power. (...) 'Whatever the US do, if you follow the US you cannot be a loser'. Braithwaite, J. en Drahos, P., *Global Business Regulation*, Cambridge University Press, 2000, p. 583.

¹⁶ Meer over studies naar Amerikaans recht in strafrechtelijk perspectief: Jörg, N., "Strafbare rechtspersonen in Amerika", Arnhem, Gouda Quint B.V., 1990 en Roos, Th. de, "Economische mededinging en witteboordencriminaliteit; enkele opmerkingen over de criminalisering van anti-trust en kartelwetgeving" in de serie strafrecht en criminologie, deel 3, *Ars Aequi Libri*, Nijmegen, 1984, p. 129 - 148.

Amerikaans (effecten)recht worden gegeven. Voorts zullen voornoemde (rechts)figuren, waar dit verschijnsel zich kan voordoen en dit in het belang van deze studie is, nader worden besproken.

3 Probleemstelling

Deze studie richt zich in het algemeen op de Nederlandse en Amerikaanse effectentypische regelgeving, in het bijzonder op de wijze waarop de effectentypische toezichthouders in Nederland en Amerika hun toezichtstaken en handhavingbevoegdheden uitoefenen dan wel uit behoren te oefenen. Daarnaast wordt aandacht besteed aan de positie van de strafrechtelijke rechtshandhavers, het Openbaar Ministerie en zijn Amerikaanse evenknie.

De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

Wat is de positie van de Nederlandse toezichthouder(s) in de handhaving van de effectenwetgeving en hoe verhoudt deze zich tot die van de Amerikaanse toezichthouder? Welke betekenis wordt er daarbij in beide landen aan het strafrecht toegekend?

De beantwoording van de onderzoeksvraag geschiedt aan de hand van een bepaald stappenplan. Eerst zal bezien moeten worden hoe het toezicht wordt uitgeoefend op het Nederlandse en op het Amerikaanse effectenverkeer. Vervolgens wordt de positie van de toezichthouders bepaald, waarna de plaats van het strafrecht in de verschillende handhavingsprocedures kan worden verduidelijkt. Na een analyse van overeenkomsten en verschillen tussen het Nederlands en het Amerikaans effectentypische toezicht kan de vraag worden beantwoord of de toezichthouders, de Autoriteit-FM en de SEC, de handhaving van effectentypische regelgeving alleen aan kunnen of dat zij in bepaalde gevallen toch de hulp van het strafrecht nodig blijken te hebben. Aansluitend wordt bekeken of het strafrecht wel een geschikt middel is om effectentypische wetsovertreders aan te pakken. Hierbij wordt de nadruk gelegd op de gevolgen van een bijkomend effect van het strafrechtelijk traject ofwel een strafrechtelijke procedure, te weten de stigmatisering, voor de desbetreffende verdachte actor uit de effectenwereld.

4 De opbouw

Dit onderzoek is deels inventariserend en deels beschrijvend van aard. Het begint met een introductie in de geschiedenis van de Nederlandse effectenwereld. Dan volgt – in hoofdstuk twee – een inventarisatie van de Nederlandse effectentypische regelgeving en in hoofdstuk drie een inventarisatie van de Amerikaanse effectentypische regelgeving. In beide hoofdstukken wordt de vraag gesteld welke positie de toezichthouder heeft in de rechtshandhaving. Deze vraag richt zich op de wijze van handhaving van de effectentypische regelgeving en de bevoegdheden van de effectentypische toezichthouders. De beantwoording van deze vraag bepaalt de reikwijdte van de (bestuurs)rechtelijke bevoegdheden van de effectentypische toezichthouders. Voorts wordt ook ingegaan op de rol van het strafrecht bij de effectentypische handhaving.

In het vierde hoofdstuk staat de vraag centraal of er overeenkomsten dan wel verschillen zijn tussen het Nederlandse en het Amerikaanse effectentypische toezicht. De vraag wordt beantwoord door de resultaten uit het tweede en derde hoofdstuk met elkaar te vergelijken. Bij deze vergelijking wordt rekening gehouden met de verschillende rechtssystemen en het verschil in invulling van rechtsbegrippen¹⁷. Via de vergelijking van de bevoegdheden van de toezichthouders kan de vraag worden beantwoord of de toezichthouders, de Autoriteit-FM en de SEC, de handhaving alléén aankunnen of dat zij in bepaalde gevallen toch het strafrecht moeten inschakelen. Deze vraag zal in het vijfde hoofdstuk aan bod komen en zal verduidelijken of ten aanzien van de Autoriteit-FM dan wel de SEC de inzet van het strafrecht een noodzakelijkheid is of niet. Daarnaast zal duidelijk worden of het strafrecht wel een geschikt middel is om overtredingen van de effectentypische regelgeving aan te pakken. Deze studie wordt afgesloten met de conclusies die uit dit onderzoek kunnen worden getrokken.

5 Terminologie

In deze studie worden verscheidene malen termen gebezigd die bij de lezer tot enige verwarring zouden kunnen leiden. Daarom is het van belang om aan te geven welke betekenis hier aan de desbetreffende term wordt toegekend.

¹⁷ Hiervoor verwijs ik naar paragraaf 5 Terminologie.

Civiel recht, bestuursrecht en strafrecht – Nederland versus Amerika

In dit onderzoek zijn de termen administratief recht en bestuursrecht als synoniem voor elkaar gebruikt. Dat dit in het verleden niet ongebruikelijk was bleek uit vroege werken van verschillende staats- dan wel bestuursrechtsgeleerden¹⁸. Vandaag de dag geven de bestuursrechtsgeleerden de voorkeur aan de hantering van de term "bestuursrechtelijk" boven het gebruik van de term "administratiefrechtelijk". Waar deze studie betrekking heeft op het Nederlands bestuursrecht, zullen dan ook de termen "bestuursrecht" en "bestuursrechtelijk" worden gehanteerd. Waar dit onderzoek zich richt op het Amerikaans recht wordt – indien toepasselijk – aan de term administratief recht vastgehouden, omdat deze term het beste past bij het Amerikaans (rechts)systeem. Verder wordt er – evenals bij de inventarisering van de Nederlandse handhavingsbevoegdheden – in dit onderzoek, bij de bestudering van het Amerikaans rechtssysteem, ook gebruik gemaakt van de begrippen: "civiel recht, administratief of bestuursrecht en strafrecht". De betekenissen die hier aan voornoemde begrippen zijn toegekend, staan niet gelijk aan de betekenissen die in het Anglo-Amerikaanse rechtssysteem aan deze begrippen worden toegekend¹⁹. In tegenstelling tot het continentale rechtssysteem wordt in het Anglo-Amerikaans rechtssysteem een minder scherpe scheiding tussen het administratief, civiel en strafrecht gehanteerd. Voorbeelden hiervan zijn in hoofdstuk 3 terug te vinden. Zo is het op zichzelf niet bijzonder dat de Amerikaanse toezichthouder, de SEC, in de hoedanigheid van zelfstandig bestuursorgaan²⁰, als partij in een civiele procedure kan optreden. Wel bijzonder is haar "positie" als civiele partij. Zoals later uit deze studie zal blijken, is in een civiele procedure waar de SEC partij is geen sprake van gelijkwaardige partijen. Zo heeft de SEC niet alleen meer bevoegdheden dan haar tegenpartij, zij kan ook sneller dan haar tegenstander van de civiele rechter verwachten

¹⁸ Stroink, F.A.M. en Steenbeek, J.G., "Inleiding in het staats- en administratiefrecht", Samsom H.D. Tjeenk Willink, Alphen aan den Rijn, 1989, 3^{de} druk, p. 15.

¹⁹ Zie ook Roos, Th. de, "Economische mededinging en witteboordencriminaliteit; enkele opmerkingen over de criminalisering van anti-trust en kartelwetgeving" in de serie strafrecht en criminologie, deel 3, Ars Aequi Libri, Nijmegen, 1984, p. 129 - 148, met name p. 141 en Jörg, N., "Strafbare rechtspersonen in Amerika", Arnhem, Gouda Quint B.V., 1990.

²⁰ De SEC is een "administrative agency" (een bestuursorgaan) "free from political accountability" (onafhankelijk ofwel zelfstandig); Gellhorn, E. en Levin, R.M., Administrative Law and Process in a nutshell, West Group, St. Paul: Minnesota, 1997, p. 35 e.v.

dat haar verzoeken worden ingewilligd. Dit vanwege het feit dat de SEC in een civiele procedure een "lichtere" bewijslast heeft. In Nederland kennen wij dit niet. Indien de Autoriteit-FM als partij in een civiele procedure optreedt, zal zij zich ten opzichte van de tegenpartij niet in een uitzonderingspositie bevinden. Beide partijen zullen een zelfde bewijslast hebben. Ook op een ander rechtsgebied blijkt de SEC zich in een andere positie te bevinden dan haar Nederlandse evenknie. Een opvallend verschil is de sanctie "ontneming van het wederrechtelijk verkregen voordeel". In Nederland kan deze maatregel alleen in een strafrechtelijke procedure door de Officier van Justitie worden gevorderd, en wel nadat een veroordeling voor een strafbaar feit heeft plaatsgevonden²¹. In de Verenigde Staten van Amerika is de SEC bevoegd om in een door haar gevoerde administratieve procedure gebruik te maken van de mogelijkheid om wederrechtelijk verkregen voordeel te ontnemen²². Meer hierover in hoofdstuk 3.

Financieel (economisch) strafrecht

Een andere term die verduidelijking behoeft is de definitie van het financieel strafrecht of van het financieel economisch strafrecht. In deze studie worden beide termen gebruikt en hebben hierbij beide dezelfde inhoudelijke betekenis toegekend gekregen. Niet alleen in deze studie maar in de talrijke teksten die de strafrechtelijke handhaving van effecten-typische wetgeving beslaan, worden voornoemde termen aangehaald. Daarom is het voor de lezer niet overbodig om te weten welke inhoudelijke betekenis in deze studie aan bovengenoemde termen wordt toegekend. Op het gebied van het financieel (economisch) strafrecht al dan niet in relatie met het ondernemingsrecht hanteren De Roos en Doorenbos, definities die bruikbaar zouden kunnen zijn in deze studie. Wanneer we naar zijn definitie van het economisch strafrecht kijken,

²¹ Vgl. art. 36e WvSr.

²² In een Amerikaanse administratieve procedure dient een ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel of de "Accounting and Disgorgement" gericht te zijn op het herstellen in de rechtmatige toestand. Leedtoevoeging wordt niet beoogd en mag niet bij de toepassing hiervan worden beoogd. Vgl. paragraaf 3.6.1. en 15 U.S.C. § 77h (e) of section 8 (e) Securities Act '33; 15 U.S.C. § 78u-2(e) of section 21 B (e) van de Securities Exchange Act; 15 U.S.C. § 80a-9 (f)(5) of section 9(f)(5) van de Investment Company Act en 15 U.S.C. § 80b-3 (k)(5) ook wel section 203 (k)(5) van de Investment Advisers Act.

zien we dat Doorenbos²³ een onderscheid maakt tussen een formele en een materiële omschrijving. In de formele omschrijving staat de WED centraal en wordt dát tot een economisch delict gerekend wat in artikel 1 WED als delict wordt aangemerkt. De materiële definitie omschrijft Doorenbos als volgt:

"...het complex van rechtsregels betreffende de strafrechtelijke handhaving van (...) (pseudo)wettelijke voorschriften van (sociaal-)economische aard"

De Roos²⁴ houdt een ruimere definitie aan, waarin ook commune valsheids- en bedrogsdelicten tot het economisch strafrecht worden gerekend. In deze studie wordt de voorkeur gegeven aan de definitie zoals De Roos die hanteert. Dit, gezien de praktijk waarin bij overtredingen van de financiële regelgeving naast de in de WED strafbaar gestelde gedragingen, veelvuldig ook strafbare gedragingen zoals omschreven in het commune strafrecht, ten laste worden gelegd. Het financieel economisch strafrecht zou kunnen worden gezien als een samengaan van zowel het financiële strafrecht als het economische strafrecht. Hier wordt niet het ruimere financiële recht bedoeld. Dat laatste kan worden gezien als het genus waarvan het financiële strafrecht als species onderdeel uitmaakt. Zou men het financieel economisch strafrecht gelijkstellen aan het financieel strafrecht²⁵, zonder daarbinnen onderscheid te maken, dan zou men het eerstgenoemde met Doorenbos als volgt kunnen definiëren²⁶:

"Onder een financieel-economisch delict wordt (...) verstaan: de overtreding van een strafrechtelijk gesanctioneerd voorschrift dat én tot het terrein van het financieel strafrecht moet worden gerekend, én binnen de werkingssfeer van de Wet op de Economische Delicten valt".

In deze laatste definitie kan ik mij wel vinden nadat zij iets zou zijn opgerekt. Hier doel ik op maatschappelijk onaanvaardbaar en laakbaar gedrag, dat weliswaar niet speciaal binnen het financieel-economisch

²³ Vgl. Doorenbos, D.R., "Financieel Strafrecht; een studie inzake strafrechtelijk gesanctioneerde voorschriften uit de bank- en effectenwetgeving", dissertatie KUN, Kluwer B.V., Deventer, 1992, p. 9.

²⁴ Vgl. Roos, Th.A. de, "Strafbaarstelling van economische delicten; een crimineel-politieke studie", dissertatie RUU, Gouda Quint B.V., 1987, p. 1 - 3.

²⁵ Omdat het rechtsgebied van het financieel strafrecht volgens Doorenbos vrijwel helemaal wordt overlapt door het rechtsgebied van het economisch strafrecht.

strafrecht als zodanig wordt beschouwd, maar waarvan er wel een maatschappelijke consensus bestaat over de afkeurenswaardigheid ervan. Wanneer dergelijk maatschappelijk afkeurenswaardig gedrag door de creativiteit van het Openbaar Ministerie als een ander strafbaar feit kan worden gekwalificeerd en ook ten laste kan worden gelegd, kan dat ook tot de financieel economische delicten worden gerekend. Een dergelijke overtreding van een strafrechtelijk gesanctioneerd voorschrift kan mischien wel tot het terrein van het financiële strafrecht worden gerekend, maar hoeft bijvoorbeeld niet onder de werkingssfeer van de WED te vallen omdat het bijvoorbeeld is gekwalificeerd als valsheid in geschrifte en tot het commune strafrecht gerekend zou moeten worden. In dat geval zou het buiten de omschrijving van Doorenbos vallen. Ik opteer dan ook voor de toevoeging van het woord "of" in voornoemde omschrijving van Doorenbos zodat het volgende komt te staan: " (...) *voorschrift dat én tot het terrein van het financieel strafrecht moet worden gerekend, én/of binnen de werkingssfeer van de Wet op de Economische Delicten valt.*"

Het strafrechtstheoretisch kader

6 Het strafrecht en het effectentypisch toezicht

In het inleidend gedeelte is aangegeven dat deze studie zich richt op de bevoegdheden van de bestuursrechtelijke toezichthouders. Desalniettemin wordt het strafrecht in algemene zin²⁷ hierbij betrokken. De inzet van het strafrecht geschiedt overwegend – daar waar andere rechtsgebieden onvoldoende werkzaam zijn – als "ultimum remedium", een uiterste redmiddel. Wanneer het strafrecht wordt ingezet, moet worden stilgestaan bij het feit dat het *presumptio innocentiae*-beginsel van zeer groot belang is. Dit beginsel omvat het uitgangspunt dat een ieder die wordt verdacht van het plegen van een strafbaar feit, voor onschuldig

²⁶ Er van uitgaande dat het financieel economisch strafrecht, dat bestaat uit financieel economische normatieve gedragingen aan de hand van deze gecriminaliseerde gedragingen wordt beschreven.

²⁷ Hier wordt bedoeld het strafrecht in het algemeen. Dit houdt zowel het materiële als het formele strafrecht in. Daar waar in deze studie gesproken wordt van het straf(proces)recht of van een straf(proces)rechtelijke procedure staat het formele strafrecht centraal.

moet worden gehouden totdat diens schuld wettelijk is bewezen²⁸. Met andere woorden, men mag een verdachte niet als schuldig behandelen alvorens de rechter dat heeft beslist. Dat dient tot de implicaties van het inzetten van het strafrecht te behoren. De combinatie van handhavingsbevoegdheden van bestuursrechtelijke toezichthouders en het straf-(proces)recht is op het eerste gezicht niet vanzelfsprekend, met name wanneer – zoals nog zal blijken – de effectentypische toezichthouders slechts de bevoegdheid hebben om aangifte van strafbare feiten te doen. Deze aangifte vormt tevens de grens met het strafrecht. In dit onderzoek zal worden aangetoond dat de handhaving van effectentypische regelgeving ook via het strafrecht kan plaatsvinden. Hierbij ligt de nadruk op de gevolgen van het "bijkomend effect" van een strafrechtelijke procedure – te weten de stigmatisering – voor bepaalde verdachten afkomstig uit de effectenwereld.

7 Het bijkomend effect van het strafrecht

Met het "bijkomend effect" van het algemene strafrecht, met name de bijbehorende strafrechtelijke procedure, wordt in deze studie gedoeld op bepaalde gevolgen van voornoemde procedure. Een rechterlijke procedure, in het bijzonder een strafrechtelijke procedure, kan verstrekende gevolgen hebben voor de betrokkenen. Een strafrechtelijke procedure hoort geassocieerd te worden met verdachten en met het Openbaar Ministerie, met dwangmiddelen en rechtsbescherming en tenslotte met bewijs en een rechterlijk vonnis; een vrijspraak of een veroordeling. Men denkt in eerste instantie niet aan een procedure waarbij de (nog te bewijzen) schuld reeds bij aanvang van het onderzoek ter terechtzitting – of zelfs eerder – vaststaat. Een van de grondslagen van het strafrecht²⁹ is vergelding indien en nádat een rechter dat juist acht omdat hij zich over de zaak heeft gebogen. Het dient er toe om de schuldige te straffen voor het door hem toegebrachte leed. Dit kan pas geschieden nadat de waarheid is gevonden; waarheidsvinding staat dus centraal. Een andere grondslag van het strafrecht is de preventie; misdaad bestrijden door er vanuit te gaan dat het strafrechtelijk optreden van de overheid potentiële wetsovertreders ervan weerhoudt om de wet te

²⁸ Zowel in ons strafproces als in verdragen zoals het EVRM (artikel 6 lid 2 EVRM) en het IVBPR (artikel 14 lid 2) komt men dit beginsel tegen. Zie ook paragraaf 8.3. Het strafrecht en de rechtsbescherming.

²⁹ Met andere woorden: het recht van de overheid om de burger te straffen.

schenden. Andere grondslagen van het strafrecht³⁰ vertonen alle minstens één overeenkomst. Ze legitimeren de werking van het strafrecht in geval voor een rechter vast is komen te staan dat de verdachte daadwerkelijk het strafbaar feit heeft gepleegd. Alsdan staat de weg naar een eventuele sanctieoplegging open. Veroordeling zonder proces past niet binnen onze rechtscultuur. Desalniettemin komt dit in zekere zin regelmatig voor. Hieronder zal dit worden verduidelijkt.

Verwijzend naar het strafrecht kan worden gesteld dat binnen dat rechtsgebied, anders dan bij het civiel recht en het bestuursrecht het geval is, de stigmatisering grotere gevolgen kan hebben. Al kan een bestuursrechtelijke of een civielrechtelijke uitspraak, net als een strafrechtelijke uitspraak, eveneens leiden tot stigmatisering – denk aan een faillissement of een echtscheiding –, toch kan worden aangenomen dat op het terrein van het algemene strafrecht, specifiek het strafprocesrecht, de stigmatisering eerder kan optreden. Reeds vóór een rechterlijke uitspraak, kan sprake zijn van het opgelegd krijgen van een stigma. Zeker wanneer de media een actieve rol gaat spelen door niet alleen het onderzoek ter terechtzitting nauwlettend te volgen en te verslaan, maar ook de door het OM eerder verrichte onderzoeken. Juist binnen de financieel-economische wereld zijn de gevolgen van dit laatste niet onbelangrijk. Binnen de voornoemde wereld is er door interventie van het strafrecht³¹, meer dan in het geval van rechtshandhaving door middel van het bestuursrecht of het civiel recht, sprake van een bijkomend effect, de

³⁰ Denk naast de eerder genoemde vergelding en preventie aan het strafrecht als mogelijkheid tot sociale controle. Het strafrecht als middel om de maatschappij te "controleren". Dit door grenzen aan te geven waarbinnen strafbare gedragingen kunnen plaats vinden; het strafrecht als overheidsinstrument. Zie Enschedé, Ch.J., "*Beginselen van het strafrecht*"; bewerkt door Rüter C.F. en Stolwijk S.A.M., Kluwer, Deventer, 1995, 8^{te} druk, p. 12.

³¹ Te weten het strafrecht als rechtsgebied en niet in het bijzonder het materiële strafrecht.

stigmatiserende werking³² van een strafrechtelijke procedure. Voornoemd effect kan verstrekkende gevolgen hebben. Gedacht moet worden aan de gevolgen die een strafproces (in ruime zin) kan hebben voor de veroordeelden, maar belangrijker nog: voor de verdachten, in het bijzonder de verdachte actor werkzaam binnen de effectensfeer wiens zaak regelmatig de publiciteit haalt. Strafvervolgingen van effectentypische wetsovertredingen hoeven niet te leiden tot een door het Openbaar Ministerie gewenst resultaat³³. Niet altijd leiden strafvervolgingen van effectentypische wetsovertreders tot een strafrechtelijke veroordeling. Dit kan het gevolg zijn van problemen omtrent de bewijsbaarheid van de gepleegde feiten. Waar het bij het bijkomend effect van de strafvervolging om gaat is het gegeven dat vooral verdachten uit de financieel-economische wereld via de verdachtmaking in de media, door het publiek kunnen worden "veroordeeld"³⁴ voordat de zaak ter

³² Volgens H. Bianchi kan stigmatisering als volgt worden gedefinieerd: "*Het verschijnsel dat de samenleving afwijkende individuen op een bepaalde manier zichtbaar en herkenbaar maakt.*" In ruime zin kan volgens Bianchi onder stigmatisering in ruime zin ook "*etikettering*" ofwel "*labelling*" worden begrepen. Hiermee wordt bedoeld op het "merken" het "aanbrengen van een kenteken" aan individuele personen met als doel deze te categoriseren. Volgens Bianchi is het stigma voor het leven bedoeld; "Eens een dief, altijd een dief". Vgl. Bianchi, H., "*Stigmatisering*", Kluwer, Deventer, 1971, p. 7 - 9, m.n. p. 34 en p. 46. Meer over de criminologische gevolgen van stigmatisering zijn onder andere te vinden in: Lissenberg, E., Ruller, S. van Swaaningen, R. van, "*Tegen de regels IV; een inleiding in de criminologie*", Ars Aequi Libri, Nijmegen, 2001, p. 216 - 217 en p. 231 - 234. Zie ook Levi, M., "*Regulating Fraud; white-collar crime and the criminal process*", Tavistock publications, London and New York, 1987, p. 327 - 329 waarin Levi het volgende stelt: "*Even if people do not lose their formal positions, stigma of some kind may affect their lives, though they may seek to neutralize shame (to themselves and to others) by claiming that they are victims of some establishment conspiracy*". Ook Erving Goffman stelt het volgende: "*(...)there are important stigmas, such as the ones that prostitutes, thieves (...) have, which require the individual to be carefully secret about his failing to one class of persons, the police, while systematically exposing himself to other classes of persons, namely (...) fellow members (...)*". Zie Goffman, E., "*Stigma, notes on the management of spoiled identity*", Penguin Books Ltd., Harmondsworth, Middlesex, England, 1981, p. 93.

³³ Hetzelfde geldt natuurlijk voor de civielrechtelijke en de bestuursrechtelijke procedure.

³⁴ Met "veroordeeld", wordt hier niet de veroordeling in strafrechtelijke zin bedoeld, maar wordt bedoeld op het gegeven dat het voor het publiek al duidelijk is – dat het al vaststaat – dat de verdachte het strafbare feit heeft gepleegd. Ook al heeft er nog geen onderzoek ter terechtzitting plaatsgevonden.

terechtzitting is behandeld. Dit stigmatiserend (bijkomend) effect van een strafrechtelijke procedure, weegt extra zwaar in financieel-economische strafzaken³⁵ en kan in de financiële wereld direct leiden tot: "(...) schade van een ongekeerde orde: miljoenenverlies door weglopen van opdrachtgevers of afgedwongen overnames, ontslag, definitieve uitstoting uit de branche, gebroken relaties en reputaties"³⁶. Aldus Baauw in zijn oratie. Baauw bespreekt de inhoud van een eerlijke berechting en meent dat een eerlijke berechting – vooral in financiële fraudezaken – niet samengaat met een openbare behandeling van de zaak omdat dit de verdachten veel schade kan berokkenen. Het strafproces stigmatiseert ook in financieel-economische zaken. De mate van stigmatisering wordt onacceptabel wanneer de verdachte, wiens schuld nog vastgesteld en bewezen moet worden, door een overvloed aan media-aandacht een brandmerk, een stempel, krijgt opgedrukt alvorens een rechter zich over de zaak heeft kunnen buigen. Hierdoor wordt de naam van de desbetreffende persoon voor (zeer) lange tijd gekoppeld aan de gedachte dat er "iets niet pluis is". Binnen de financieel-economische wereld, een wereld gebaseerd op naamsbekendheid en vertrouwen, kan deze stempel lang doorwerken. Bianchi meent dat het hebben van een stigma vaak een "veel erger en fnuikender effect (...)" heeft "dan welke vrijheidstraf ook". Voorts kan volgens Bianchi "een aangebracht stigma levenslang duren"³⁷. Dit kan, juist binnen de effectenwereld, schadelijk werken waar "de goede naam" van een (rechts)persoon zijn voornaamste bron van

³⁵ Vanzelfsprekend speelt stigmatisering altijd. Zo heeft het stigmatiserend effect van een strafproces ook zijn uitwerking op een verdachte die zich *niet* binnen de financiële wereld bevindt. Ook de melkboer in de straat of de werkloze buurman, dan wel de thuiswerkende huisvrouw zal als verdachte in een strafproces aan den lijve ondervinden wat de gevolgen van dat proces en de gehele procedure zijn. Zodra het naar buiten komt dat iemand verdacht wordt van een strafbaar feit begint de lekenwijsheid naar voren te treden. Door het (niet door mij aangehangen) uitgangspunt "waar rook is, is vuur", wil men er in het algemeen al snel vanuit gaan dat het strafrechtelijk onderzoek door het OM wel terecht zal zijn. Hetgeen de verdachte reeds brandmerkt. Maar omdat dit onderzoek zich niet richt op de voornoemde personen, maar op de (rechts)personen werkzaam binnen de effectenwereld, bekijk ik de werking van een strafrechtelijke procedure op laatstgenoemden. Hiermee wil ik niet ontkennen dat ook de gewone burger kan lijden onder de stigmatiserende gevolgen van een strafrechtelijke procedure.

³⁶ Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", oratie RUU, Gouda Quint, Deventer, 1999, p. 24.

³⁷ Vgl. Bianchi, H., "Stigmatisering", t.a.p. noot 32, p. 46.

inkomsten is. Immers, (potentiële) beleggers – die zich richten op het kunnen vertrouwen van anderen – willen niet in zee gaan met een persoon of een onderneming die mogelijk onbetrouwbaar is. Het gegeven dat het Openbaar Ministerie onderzoek (heeft) verricht naar de desbetreffende organisatie kan voor sommige beleggers genoeg zijn om niet in een dergelijk fonds te beleggen. Dit kan zelfs leiden tot, en zoals hieronder zal blijken is dit niet onaannemelijk, een situatie waarin de desbetreffende verdachte personen ontslagen dan wel in geval van rechtspersonen, ontbonden kunnen worden. Of het strafrechtelijk onderzoek achteraf terecht was of niet, doet er uiteindelijk niet meer toe. Het leed is dan al geschied. Men is zijn "goede naam" kwijt en kan niet meer – al dan niet onder de eigen naam – werkzaam zijn binnen de effectenwereld³⁸. Dit laatste is voor dit onderzoek van groot belang. Te wijzen valt op de HCS-zaak³⁹. In deze zaak is de naam van de verdachte dusdanig bezoedeld geraakt, dat deze door zijn werkgever is ontslagen. Wanneer men vandaag de dag de naam van de toenmalige verdachte hoort, valt niet te ontkennen dat zijn naam gekoppeld wordt de HCS-zaak, ondanks de vrijspraak. Ook de Clickfondszaak kan ter illustratie dienen om de stigmatiserende werking van het straf(proces)recht – binnen de effectensfeer – aan te tonen⁴⁰. In deze zaak, de eerste grote zaak waarin het Openbaar Ministerie zijn schijnwerpers op de effectenbeurzen en de handelaren op deze beurzen richtte, zien we dit verschijnsel – al dan niet in sterkere vorm – voorkomen. Via de media die al vanaf het eerste ogenblik verslag deden van de handelingen van het Openbaar Ministerie, kreeg het publiek het beeld voorgeschoteld dat het Openbaar Ministerie verschillende malafide actoren op het spoor was. Het Openbaar Ministerie suggereerde een structurele fraude op de beurs. Deze effectenhandelaren, vermogensbeheerders en tussenpersonen werden onder meer vervolgd

³⁸ Zowel de eerder genoemde melkboer dan wel de leraar of de thuiswerkende huisvrouw kunnen verhuizen naar een andere wijk of werken op een andere school en zo weer een bestaan opbouwen, zonder dat men hoeft te weten dat hij of zij verdacht is geweest van een strafbaar feit. Waar de effectenhandelaar of ieder andere persoon werkzaam binnen de effectensfeer ook wil werken, zijn naam draagt hij overal mee en dat maakt het hem dan ook moeilijk om een nieuwe betrekking te vinden of om een nieuw klantenbestand op te bouwen.

³⁹ HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662.

⁴⁰ Niet gepubliceerde uitspraak van de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001 inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V., parket/zaaknummer: 13/129200-97.

wegens vermeende strafbare feiten zoals eerder genoemd aan het begin van deze inleiding. Daarnaast vervolgde het Openbaar Ministerie de desbetreffende (rechts)personen ook voor overtredingen van de belastingwetgeving. Uiteindelijk bleek vier jaren later dat het "slechts" ging om structurele belastingfraude; eveneens laakbaar gedrag, maar niet gebonden aan de effectenbeurs. Het Openbaar Ministerie had moeite om het bewijs sluitend te krijgen. Dit lag niet alleen aan de redactie van de wetsartikelen, maar ook aan de wijze waarop het Openbaar Ministerie aan het bewijs heeft willen komen⁴¹. Ondertussen waren de door het Openbaar Ministerie vervolgde (rechts)personen constant in het nieuws. Dit had tot gevolg dat niet alleen personen uit hun functies werden ontheven, zoals verschillen commissarissen van het verdachte effectenhuis Leemhuis & Van Loon vermogensbeheer B.V., maar dat ook bedrijven er schade van ondervonden. Dit alles voordat de rechter uitspraak in de zaak had gedaan. In een voor het Openbaar Ministerie pijnlijk en vernietigend vonnis verklaarde de arrondissementsrechtbank te Amsterdam het Openbaar Ministerie in de zaak tegen het voormalige effectenhuis Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V. niet-ontvankelijk in zijn

⁴¹ Om inzage te krijgen in bepaalde Zwitserse dossiers heeft het Nederlandse Openbaar Ministerie, zeer waarschijnlijk, de naam van de vermeende drugs-handelaar Johan V. alias 'De Hakkelaar' misbruikt en gekoppeld aan een verdachte in de Clickfondszaak om zodoende de hulp van de Zwitserse Justitie af te dwingen. Zwitserland wil namelijk slechts onder bepaalde voorwaarden aan een verzoek tot het verlenen van rechtshulp meewerken. Zo zal dat land niet meewerken aan onderzoek naar feiten die niet strafbaar gesteld zijn in Zwitserland. Een voorbeeld hiervan is "frontrunning". Verder zal Zwitserland ook niet meewerken aan onderzoek naar ontduiking van de Nederlandse belastingen. Door het hier niet over te hebben, maar door een beeld te creëren dat een verdachte in de Clickfondszaak, te weten Dirk de G., gelden afkomstig uit de drughandel (zie Johan V.) in Zwitserland had ondergebracht, heeft het O.M. inzage kunnen krijgen in financiële stukken van Dirk de G. Over deze handelwijze van het O.M. is zowel in de media als bij de verdediging heel veel ophef ontstaan. Zelfs de rechtbank heeft zich in een zeer vernietigend vonnis negatief uitgelaten over voornoemde handelwijze van het OM. Zie het niet gepubliceerde vonnis van de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001 inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V. parket/zaaknummer: 13/129200-97 en Oranje, J., "*De 'Hakkelaar' als breekijzer*", NRC-Handelsblad, d.d. 11 november 2001.

vervolgning tegen de verdachte betreffende het Clickfondsonderzoek⁴². Dit, omdat het onzorgvuldig optreden van het Openbaar Ministerie volgens de rechtbank niet alleen onnodig de belangen van Leemhuis & Van Loon, maar ook van het personeel en van de aandeelhouders "aanzienlijke schade" heeft aangericht. De Officier van Justitie had niet "uiterst behoedzaam" opgetreden terwijl "met name het voortbestaan van de onderneming van Leemhuis & Van Loon B.V. op het spel" stond⁴³. Het Openbaar Ministerie had volgens de rechtbank, op grond van het in het vonnis beschreven patroon van onzorgvuldigheden, zowel schade toegebracht aan verdachte als aan de strafrechtspleging in het algemeen. Hierdoor:

"moet worden gesproken van ernstige inbreuken op de beginselen van behoorlijk procesrecht, waardoor met grove veronachtzaming van de belangen van de verdachte aan diens recht op een eerlijke behandeling van zijn zaak is tekortgedaan. Dit brengt mee dat de officier van justitie – in ieder geval ten aanzien van een deel van de op de dagvaarding vermelde feiten – niet ontvankelijk is in zijn vervolging van verdachte (...)"⁴⁴.

In een daarna volgend persbericht van het Openbaar Ministerie, gaf de voorzitter van het College van PG's J.L. de Wijkerslooth het volgende aan:

"...het publicitaire optreden van het OM in deze zaak is ongelukkig geweest. Tot die conclusie waren we zelf al gekomen en het vonnis heeft dit nog eens bevestigd. Natuurlijk trekken wij ons die kritiek aan. Het OM moet in dit soort onderzoeken absoluut veel terughoudender met de pers communiceren".

⁴² Ten aanzien van de ten laste gelegde feiten betrekking hebbende op de ontduiking van loonbelasting en op het valselijk opmaken van aktes werd het Openbaar Ministerie wél ontvankelijk verklaard. Vergelijk rechtsoverweging 2.2.6 in het vonnis de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001 inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V., parket/zaaknummer: 13/129200-97.

⁴³ Zie onder overweging B. 7 van het vonnis van de niet gepubliceerde uitspraak van de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001 inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V., parket/zaaknummer: 13/129200-97.

⁴⁴ Niet gepubliceerde uitspraak van de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001 inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V., parket/zaaknummer: 13/129200-97.

Vervolgens gaf De Wijkerslooth aan dat: "het werk van het OM altijd nieuws zal zijn. Het OM houdt zich eenmaal bezig met zaken die de aandacht trekken, die dicht bij de mensen liggen⁴⁵." Waar terughoudendheid in strafzaken ooit de norm was⁴⁶, is dat het nu veel minder. Niet alleen het OM, dat via de instelling van een persofficier in steeds meer strafzaken commentaar verschaft, maar ook de media trekken zich minder aan van dat wat ooit de norm was⁴⁷. Dit alles versterkt de gedachte dat er stilgestaan dient te worden bij het stigmatiserend effect van het straf(proces)recht, met name de strafrechtelijke procedure, in een wereld waar de goede naam noodzakelijk is om effectief als actor op te kunnen treden binnen de sfeer van aandelen, obligaties en of derivaten⁴⁸.

Voornoemd bijkomend effect van een straf(proces)rechtelijke procedure, het stigmatiserend effect, komt men niet snel tegen in een bestuursrechtelijke of een civielrechtelijke procedure. Een ingetrokken vergunning of een opgelegde bestuurlijke boete dan wel de oplegging van een stille curatele of de vereffening van een beleggingsfonds, haalt zelden de voorpagina van de landelijke dagbladen en is geen item van het NOS journaal. Ook al leidt een strafproces niet altijd tot een veroordeling, vaak is het kwaad al geschied door de persconferentie waarop bijvoorbeeld de onderzoeken van woningen of bedrijven bekend worden gemaakt. De verdachte is dan al negatief in de publiciteit gekomen. Deze reputatieschade komt in de wereld van de effectenhandel extra hard aan.

Resumerend: juist op het terrein van het effectentypische toezicht heeft het straf(proces)recht niet altijd een direct, maar bijna steeds een heftig bijkomend neveneffect. Dit laatste, zoals we uit onder andere de HCS-zaak en de Clickfondszak hebben kunnen opmaken, heeft op de betrokken actoren een enorme impact. Wat kan dit zogenoemd "bijkomend effect", dit "neveneffect" binnen de effectenwereld voor de desbetreffende verdachte betekenen en sluit dit aan bij de bedoeling van het strafrecht? Aan de hand van een korte bespreking van verschillende

⁴⁵ Persbericht Openbaar Ministerie, d.d. 6 juli 2001.

⁴⁶ Denk aan het gegeven dat er in beginsel geen achternamen van verdachten, dan wel geen foto's werden afgebeeld.

⁴⁷ Was het jaren geleden nog zo dat de foto van de veroordeelde Ferdi E. met een zwarte balk voor zijn ogen in een weekblad werd gepubliceerd, vandaag de dag wordt een foto van de verdachte Volkert van der G. zonder zwarte balk voor zijn ogen afgedrukt in een weekblad.

⁴⁸ Derivaten zijn afgeleide financiële producten zoals opties.

strafrechtstheorieën zullen deze vragen hieronder marginaal aan bod komen om vervolgens in het vijfde hoofdstuk integraal te kunnen worden behandeld.

8 **Strafrechtstheorieën en het bijkomend effect van het straf(proces)recht**

Wanneer de uitgangspunten van het strafrecht nader worden bestudeerd, kan niet van een éénduidige visie worden gesproken. Door de eeuwen heen hebben vele strafrechtsgeleerden zich over het (bestaans)recht van het strafrecht gebogen. De meningen van de geleerden verschilden; zoveel geleerden, zoveel meningen. Zo bestudeerden geleerden zoals Fichte, L. Polak, A.C. 't Hart en A.A.C. Peters het straffen door de overheid en trokken hieruit hun conclusies.

In dit onderzoek is het zaak om aansluiting te zoeken bij strafrechtstheorieën die binnen de lijnen van deze studie passen. Via drie vragen wordt gezocht naar *de* theoretische denkrichting binnen het strafrecht die het beste aansluit bij een strafrechtelijke handhaving van effectentypische wetgeving. Daarbij zullen voornoemde bijkomende effecten van dit rechtsgebied, te weten het strafrecht als schandpaal, tegen de achtergrond van de desbetreffende strafrechttheorie worden geplaatst. De vragen waar naar wordt verwezen zijn: dient het strafrecht behalve een grondslag ook een doel⁴⁹ te hebben? Zo ja, reikt dit doel verder dan alleen het straffen; is het niet alleen punitief? En tot slot: welke rol vervult de rechtsbescherming?

8.1 *Het oogmerk van een strafrechtsleer*

Tot de grondslagen van het strafrecht behoren onder meer de vergelding en de preventie. Deze grondslagen mogen niet ongelimiteerd tot uiting komen. Dat zou het geval zijn indien het strafrecht aan een doel zou ontbreken. Immers, men kan als wetgever menen dat de overheid strafrechtelijk moet optreden tegen bepaalde gedragingen en daardoor het overheidsoptreden legitimeren, maar dan moet dat wel geschieden binnen de wettelijk gecreëerde grenzen. Zo niet, dan zouden wij vier eeuwen

⁴⁹ Geeft de grondslag van het strafrecht aan waarom de overheid mag straffen; het doel van het strafrecht geeft aan wát de overheid dan met het straffen wil bereiken.

terug in de tijd belanden, namelijk in de periode waarin de axiomatische rechtsleren – de natuurlijke of de wilstheorieën – hoogtij vierden. Een kenmerk van deze theorieën is immers het ontbreken van een specifiek doel. De toepassing van het strafrecht, het opleggen van sancties, werd puur gelegitimeerd door de begane overtreding. Wat de straf tot gevolg had was niet van belang. De overtreder moest boeten omdat de straf als voorwaarde gezien kon worden voor het begaan van het delict⁵⁰. Vandaag de dag zou een dergelijke strafrechtstheorie niet meer worden geaccepteerd. De overheid mag niet lukraak sanctioneren puur omdat een bepaalde regel is overtreden. Dat de overheid mag straffen wordt over het algemeen wel geaccepteerd⁵¹, maar dat straffen moet dan wel een doel hebben; ergens toe leiden.

⁵⁰ De door Fichte aangehangen verdragstheorie relateert de hiervoor genoemde natuurlijke- of wilstheorie. Fichte's aangehangen theorie is ook gebaseerd op het "vrijwillig onderling gesloten maatschappelijke verdrag" dat burgers hebben aanvaard, maar gaat een stap verder. Schending van het verdrag heeft inderdaad bestraffing tot gevolg. De burger heeft 'recht' op bestraffing om niet als outsider buitengesloten te blijven, maar om weer binnen de maatschappij opgenomen te worden. Deze door Fichte aangehangen leer lijkt weliswaar niet aan een doel te ontbreken. Het doel van het strafrecht is in deze dan ook om tot de gemeenschap te kunnen blijven behoren. Vgl. Rummelink, J., *"Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht"*, Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 892. Zie ook Enschedé, Ch.J., *"Beginselen van het strafrecht"*; bewerkt door Rüter C.F. en Stolwijk S.A.M., t.a.p. noot 30, p. 11.

⁵¹ Met uitzondering van natuurlijk de abolitionisten die vinden dat de overheid geen enkele rechtvaardiging heeft om te straffen. Immers, (vrijheids)straffen "werken toch niet". Enkele rechtsgeleerden met een abolitionistische visie zijn: Hulsman, L.H.C. met medewerking van Bernat de Celis, J. en Smits, H., "Afscheid van het strafrecht: een pleidooi voor zelfregulering", Het Wereldvenster, Houten, 1986, p. 79 - 81. Bianchi, H. en Swaaningen R. van, "Abolitionism: towards a non-repressive approach to crime: proceedings of the second international conference on prison abolition Amsterdam 1985 uit de serie: Juridische reeks Vrije Universiteit; nr. 3", Amsterdam, 1986, Free University Press, p. 113 e.v., en Meijer-Wichmann, C., "Tegen de heerschende opvattingen omtrent misdaad en straf, uit: uitgave van het Comité van Actie tegen de bestaande opvattingen omtrent Misdaad en Straf", Rotterdam, 1924, 3^{de} druk, p. 5 - 8. Meer over bovengenoemde auteurs in o.a.: Rummelink, J., *"Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht"*, Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 914 - 916 en in Jörg, N. en Kelk C., "Strafrecht met mate", Samsom H.D. Tjeenk Willink, Alphen aan de Rijn, 2001, 11^{de} druk, p. 370 - 372.

8.2 *De reikwijdte van een strafrechtelijk doel*

Nu duidelijk is dat het strafrecht een doel moet hebben met een maatschappelijk draagvlak, is het van belang te weten wat dit inhoudt. De volgende vraag die aldus moet worden beantwoord luidt als volgt: "*Reikt dit doel verder dan alleen het straffen; is het niet alleen punitief?*" Door deze vraag positief te beantwoorden kunnen bepaalde rechtstheoretische visies worden uitgesloten. Dat zijn de visies die behoren tot de absolute theorieën. Deze theorieën, welke binnen de literatuur tot de klassieke richting worden gerekend, zijn gericht op de vergelding en worden ook wel vergeldingstheorieën genoemd. Kenmerkend voor deze klassieke denkrichting binnen het strafrecht is dat men de oplegging van een straf inherent acht aan de overtreding van de rechtsregel; de daad wordt bestraft⁵². Binnen de vergeldingstheorie is het resultaat, het gevolg, van de op te leggen straf niet van belang. De staat hoort op te treden, te bestraffen omdat er een delict is gepleegd: "voor wat, hoort wat". Een bekende rechtsfilosoof die door enkele critici wel⁵³ en door anderen niet⁵⁴ tot aanhanger van de absolute theorie wordt gerekend, is Leo Polak. Deze Groningse hoogleraar kan niet gezien worden als een aanhanger van de pure absolute leer, maar eerder als een "mediaan" tussen de absolute theorie en de hierna te bespreken relatieve theorie⁵⁵.

⁵² Vgl. o.a.: Remmelink, J., "*Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht*", Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 48, 891.

⁵³ Vgl. Enschedé, Ch.J., "*Beginselen van het strafrecht*"; bewerkt door Rüter C.F. en Stolwijk S.A.M., t.a.p. noot 30, p. 11.

⁵⁴ Vgl. bijvoorbeeld Remmelink, J., "*Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht*", Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 898, noot 1.

⁵⁵ Polak meende dat het wezenlijke van de vergeldingstheorie niet te vinden was in het feit dat "vergelden moet omdat de dader's voordeel van het gepleegde misdrijf weggenomen moet worden". Hij geloofde dat de dader een "objectieve" plaats toegekend dient te worden. Dat houdt niet in een plaats tegengesteld aan die van het slachtoffer (slachtoffer - dader), maar een plaats waarvan de maatschappij, de rechtsorde meent dat deze hem toekomt. Vgl. de oratie van Polak waarin hij de leer van Hegel beschrijft. Dit, mede aan de hand van werken van anderen die de absolutistische visie aanhangen zoals Stahl, en Kant. Zie Polak, L., "*Hegel's leer der straf*": oratie Rijksuniversiteit Leiden, J. Emmering, Amsterdam, 1925, p. 5, 11 en met name p. 22. RUU, Kluwer, Deventer, 1972, p. 7, 17 en 18.

De reeds aangehaalde relatieve theorieën verschillen van de absolute doordat zij beogen dat het doel van de straf verder reikt dan het bestraffen op zichzelf. Zij worden ook wel "doeltheorieën" of "functionele theorieën" genoemd, omdat de oplegging van de straf gerelateerd is aan een doel, zoals de generale of de speciale preventie. Hier past naar mijn mening de visie van Polak beter. Immers, hij was onder meer gevoelig voor het gevolg van het straffen. Berouw, spijt van de dader zijn termen die volgens Polak invloed mochten hebben op de op te leggen straf⁵⁶. De overheid, die volgens de relatieve leer een beschermende taak voor de burger heeft, hoopt – door te dreigen met een "nuttig", "geschikt" of een "effectief" middel – potentiële wetsovertreders af te schrikken en haar rechtsgoederen te beschermen. Dit kan geschieden via speciale of via generale preventie. Bij speciale preventie, een strafdoel dat niet wordt gerekend tot de klassieke maar tot de moderne richting binnen het strafrecht⁵⁷, staat de invloed van de straf op de dader centraal. Getracht wordt om de dader te verbeteren. In de richting die een generale preventie beoogt, wordt ervan uitgegaan dat de in het individuele geval op te leggen straf zijn uitwerking ook heeft op de hele maatschappij; een algemene afschrikkende werking. Over de vraag of deze "afschrikking" helpt, bestaat onder de aanhangers van deze straftheoretische richting geen consensus. Als het gaat om afschrikking door strafbedreiging zal deze – volgens critici – niet de uitwerking hebben die de overheid beoogt. Om "uitholling" van rechtsnormen te voorkomen is immers de handhaving, de oplegging van straf vereist⁵⁸. Het strafrecht dient derhalve behalve een grondslag ook een doel te hebben en dat doel, dat verder moet reiken dan alleen het straffen op zich, moet effectief zijn. De opvattingen van de absolute en de relatieve theorieën hebben zich verenigd in de zogenoemde "verenigingstheorie" of de "gemengde theorieën". Deze theorieën passen beter in de huidige tijd, omdat naast

⁵⁶ Vgl. Polak, "Hegel's leer der straf: oratie Rijksuniversiteit Leiden", t.a.p. noot 55, p. 19 -21.

⁵⁷ Vgl. o.a.: Rimmelink, J., *"Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht"*, Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 48 - 52 en p. 891.

⁵⁸ Rimmelink, J., *"Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht"*, Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 898, p. 903.

de grondslag van het strafrecht het doel van belang is⁵⁹. De nadruk op vergelding dient in deze optiek niet te star te worden opgevat. Indien er mitigerende redenen en omstandigheden zijn dient de rechter in de gelegenheid te worden gesteld deze mee te laten wegen bij de oplegging van een straf. De op te leggen straf dient mede bepaald te worden door een evenredigheid aan leedtoevoeging; namelijk zoveel als nodig is om de rechtsorde te handhaven.

In de hiervoor geplaatste opmerking dat de oplegging van een straf evenredig moet zijn aan het toegebrachte leed, huist de gedachte dat de burger niet als "speelbal" van de overheid gezien mag worden. Hoe kan men dat controleren? Dit brengt ons bij het laatste criterium: de rechtsbescherming.

8.3 *Het strafrecht en de rechtsbescherming*

Omdat rechtsbescherming inherent is aan het strafrecht, met name het strafprocesrecht, gezien de zwakke positie van de verdachte burger tegenover de machtige staat⁶⁰, moeten in dit verband daarover enkele opmerkingen worden geplaatst. Het hiervoor besproken bijkomend effect, te weten het stigmatiserend effect van een strafrechtelijke procedure dat vooral de effectentypische verdachte juist daar treft waar hij het meest kwetsbaar is en bescherming behoeft, versterkt de behoefte aan enige vorm van rechtsbescherming. Via de toepassing van de derde en laatste vraag zal worden bekeken of het eerder in paragraaf 7 besproken bijkomend effect van een strafrechtelijke procedure, de stigmatisering, wel past binnen de strafrechtelijke handhaving van effectentypische wetsovertreders gezien de bestaande strafrechtstheorieën.

Welke rol vervult de rechtsbescherming?

De verdachte moet in de gelegenheid worden gesteld om zich te verweren, want zijn schuld moet nog bewezen worden. De eerder geconstateerde

⁵⁹ Deze gedachte wordt versterkt door de beleidsnota 'sancties in perspectief', een uitgave van het Ministerie van Justitie, waarin wordt uitgegaan van de verenigingstheorie. Zie de Ministerie van Justitie, "*Sancties in perspectief*", Sdu, februari 2000, p. 25.

⁶⁰ Zie ook Reijntjes: "*De essentie van het strafprocesrecht ligt juist in de bescherming van de burger tegen (onjuist gebruik van) de staatsmacht bij de toepassing van het strafrecht*" Reijntjes, J.M., "Mr A. Minkenhof, de Nederlandse Strafvordering", Deventer, Kluwer, 2002, 9^{de} druk, p. 1.

ongewenste effecten van een strafrechtelijke procedure, die inhouden dat de verdachte – bijvoorbeeld door de berichtgeving in de media – reeds veroordeeld lijkt te zijn voordat zijn zaak aan de beslissende rechter is voorgelegd, zijn volgens diverse auteurs in strijd met nationale wetgeving en internationale verdragen⁶¹. Strafrechtstheoretische denkrichtingen waar de rechtsbescherming van de verdachte centraal staat en waar het strafrecht niet puur als stuurmiddel wordt gezien leggen de nadruk niet zozeer op het materieel strafrecht, maar op het formele strafrecht. Immers, tijdens de strafrechtelijke procedure, het strafprocesrechtelijk traject, zal de verdachte de kans moeten krijgen om zijn rechten uit te oefenen. In dit verband moet vooral de benadering van A.A.G. Peters en zijn volgelingen, "de Neo-Utrechtse school"⁶², worden genoemd. In de visie van Peters speelt de rechtsbescherming en de hierbij

⁶¹ Genoemde effecten zijn bovenal in strijd met het vermoeden van onschuld, het *presumptio innocentiae*-beginsel, dat af te leiden is uit enkele artikelen van ons wetboek van strafvordering, maar daarnaast direct vermeld staat in het EVRM. Zo kan uit bijvoorbeeld artikel 271 lid 2 WvSv worden afgeleid dat de rechters ter terechtzitting het *presumptio innocentiae*-beginsel in acht moeten nemen. Dit artikel luidt als volgt: "*Noch de voorzitter, noch een der rechters geeft op de terechtzitting blijk van enige overtuiging omtrent schuld of onschuld van de verdachte*". Verder is het *presumptio innocentiae*-beginsel duidelijk weergegeven in artikel 6 lid 2 EVRM dat als volgt luidt: "*Eenieder tegen wie een vervolging is ingesteld, wordt voor onschuldig gehouden totdat zijn schuld in rechte is komen vast te staan*." Ook in artikel 14 lid 2 van het IVBPR is voornoemd beginsel neergelegd: "*Een ieder die wegens een strafbaar feit wordt vervolgd, wordt voor onschuldig gehouden, totdat zijn schuld volgens de wet is bewezen*". Naast de verschillende wets- en verdragsartikelen blijkt het *presumptio innocentiae*-beginsel ook uit de jurisprudentie zoals uit de zaak Minelli vs. Zwitserland, EHRM 25 maart 1983, NJ 1986, 698 met noot van E.A. Alkema en uit de zaak Barbera, Messegue en Jabardo vs. Spanje, EHRM 6 december 1988, Series A, nr. 146.

⁶² Volgens C. Kelk en N. Jörg, is het Peters geweest die via zijn oratie een nieuwe denkwijze invoerde en daarmee de Utrechtse school nieuw leven "in blies" tot de neo-Utrechtse school. In de Utrechtse school staat de mens achter de dader centraal. Vgl. Jörg, N. en Kelk C., "*Strafrecht met mate*", Samsom H.D. Tjeenk Willink, Alphen aan de Rijn, 2001, 11^{de} druk, p. 8 - 10. Idem Remmelink, J., "*Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht*", Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 912 - 913. De neo-Utrechtse school richt zich meer op de rechtsbescherming van de verdachte in het strafprocesrecht. De aanhangers van deze richting zoals G. Mols, T. Prakken en T. Spronken, concentreren zich meer op de verdediging en de limitering van de overheidsmacht (zie bijvoorbeeld de dissertatie van T. Spronken: "Verdediging": Spronken, T., "*Verdediging, een onderzoek naar de normering van het optreden van advocaten in het strafrecht*", dissertatie UM, Gouda Quint B.V., 2001).

behorende (straf)rechtsbeginselen een belangrijke rol⁶³. Peters was erg kritisch over de macht van de overheid (het machtskritisch denken). Hij duidt in zijn oratie "Het rechtskarakter van het strafrecht", aan dat het specifieke van het (straf)recht niet moet worden gezocht in diens functies van misdaadbestrijding en/of orderings-, controle- dan wel probleemoplossingsfuncties. Deze functies behoren volgens Peters tot de "profane sfeer". Hiermee wil hij zeggen dat voornoemde functies, "*natuurlijk en relatief onproblematisch*" zijn en in beginsel in iedere samenleving voor dienen te komen. Het tegendeel is onvoorstelbaar. Het specifieke van het (straf)recht moet volgens Peters eerder worden gezocht in de secundaire controle. Dat houdt volgens hem het volgende in: "*het normeren van de maatschappelijke controle zoals die min of meer spontaan groeit of wordt gesteld door de staat en andere machthebbers*". Kortom, het strafrecht heeft volgens Peters, meer nog dan het overige recht, de juridische taak om de staat en de andere machthebbers te controleren en niet in eerste instantie om de maatschappij te normeren of te controleren. Hij heeft het hier over "policing the police".

Wanneer we deze visie toepassen op de werking van het strafrecht op het terrein van het effectentypische toezicht, dan lijkt Peters'visie hier vooralsnog niet bij te passen. Immers, Peters richt zich meer op het controleren van de controleurs, van de toezichthouders en de andere uitvoerders en niet in eerste instantie op de wetsovertreder zelf tenzij het om diens rechtspositie gaat. In dat geval stelt Peters het belangrijk te vinden dat de wetsovertreder, in de ontwikkeling die de beleidsmatige doelstelling van de staat tracht te verwezenlijken – zoals het tegengaan van criminaliteit – in een contradictoir strafproces, de gelegenheid wordt geboden om zich te verdedigen. Immers, een kritische evaluatie van de feiten; de bescherming van de vermeende rechtsovertreder tegen de staat en de mogelijkheid tot het scheppen van recht zijn volgens Peters de belangrijkste functies van een contradictoir strafproces. Bij deze opsomming ontbreekt datgene wat juist bij de handhaving van effectentypische regelgeving kan worden geconstateerd. Binnen de effectensfeer kan juist de dreiging van een strafproces of kunnen de gevolgen van een strafrechtelijke procedure al fataal zijn. Effectenhandelaren of andere actoren die zich binnen de sfeer van het effectenverkeer bevinden, kunnen door voornoemde dreiging worden getroffen in dat wat juist het

⁶³ Vgl. Peters, A.A.G., *Het rechtskarakter van het strafrecht*, oratie RUU, Kluwer, Deventer, 1972.

belangrijkste is binnen de effectenwereld: hun "goede naam" en "betrouwbaarheid". Beschadiging van een goede naam of de afkalving van hun betrouwbaarheid vindt voornamelijk plaats in de fase voorafgaand aan het onderzoek ter terechtzitting, nog voordat hun eventuele strafrechtelijke schuld is bewezen.

Bij de handhaving van de effectentypische wetgeving is de directe werking van het strafrecht, – de veroordeling en of de mogelijkheid om reeds in een vroeg stadium dwangmiddelen in te zetten – niet de grootste dreiging voor de verdachte (van effectentypische wetsovertredingen). Uitgaande van de visie van Peters is de rechtsbescherming van de (rechts)persoon, zeker wat betreft de fase voorafgaand aan het onderzoek ter terechtzitting, van groot belang. Immers, ook de opsporingsfase kan ter terechtzitting onderwerp van discussie zijn. Een dergelijke discussie kan gevolgen hebben voor de resultaten van het onderzoek ter terechtzitting⁶⁴. Rechtsbescherming begint niet met het uitroepen van een zaak. Hoe anders de "controleurs" te controleren wanneer de gehanteerde werkwijze niet kan worden bekritiseerd? Juist deze voorfase is niet altijd even doorzichtig. Daarom is het van belang dat de verdachte tijdens het gehele proces waarin hij onderwerp van onderzoek is, een beroep kan doen op de hem toekomende rechten.

Het strafrecht als instrument

Het instrumentalisme, de visie waarin het strafrecht puur als instrument wordt beschouwd om de door de overheid gestelde doelen te bereiken, vormt een tegenhanger van het machtskritisch denken. Wanneer het instrumentalisme vanuit het perspectief van de rechtsbescherming wordt bestudeerd, komt men al vrij snel tot de conclusie dat deze twee niet compatibel zijn. Het instrumentalisme ziet het strafrecht als een (machts)middel waarmee de staat het door hem gestelde doel, de bestrijding van de criminaliteit, effectief wil tegengaan. Hierbij is er

⁶⁴ Denk bijvoorbeeld aan het Zwolsman arrest waarin de processuele gevolgen van de hantering van onrechtmatige onderzoeksmethoden in de opsporingsfase ter discussie stonden. De Hoge Raad heeft onder meer bepaald dat wanneer op grond van de feiten kan worden vastgesteld dat het OM gesanctioneerd dient te worden, dit tot bewijsuitsluiting of zelfs tot niet-ontvankelijkheid van het OM moet kunnen leiden. HR 19 december 1995, NJ 1996, 249. Zie ook Reijntjes: "De essentie van het strafprocesrecht ligt juist in de bescherming van de burger tegen (onjuist gebruik van) de staatsmacht bij de toepassing van het strafrecht" Reijntjes, J.M., "Mr A. Minkenhof, de Nederlandse Strafvordering", t.a.p. noot 60, p. 32.

geen⁶⁵ of weinig plaats voor rechtsbescherming. 't Hart heeft dit als volgt verwoord:

*"(...) Zij is het instrument van een beleid: dat geen werkelijke alternatieven wil toelaten; dat de werkelijke keuzemomenten verstopt in de diagnose van de maatschappij, die als 'objectief' beeld van 'de werkelijkheid' gepresenteerd wordt (de absolute claim); dat de politieke discussie dan ook beperkt tot de mogelijkheden die het beleid zelf aandraagt, zoals financiële prioriteiten, en dat tenslotte het recht inzet als louter instrument om dat beleid uit te voeren."*⁶⁶

Dat de (extreem) instrumentalistische visie een richting is die niet ligt in de lijn van dit onderzoek zal duidelijk zijn. Dit, omdat deze richting afbreuk doet aan de visie dat rechtsbescherming inherent aan het strafrecht moet zijn. Vanzelfsprekend zijn er minder extreme visies binnen de instrumentalistische stroming aanwezig die zich in de richting van het machtskritisch denken begeven. Daar moet enerzijds het standpunt in terug te vinden zijn dat het strafrecht als instrument dient, en anderzijds het standpunt dat het belang van de rechtsbescherming binnen het strafrecht hoog in het vaandel staat. Dit is dan ook de richting waar ik mij bij aansluit. Een dergelijke denkrichting is er een van deze tijd en stelt enerzijds dat het (straf)recht niet alleen maar instrumenteel mag zijn en anderzijds dat de rechtsbescherming niet al té ver doorgetrokken dient te worden⁶⁷. Daarnaast is het "ethisch verantwoordelijk handelen" door enerzijds de burger omdat deze de door de maatschappij vastgestelde normen moet (willen) naleven, en anderzijds door de overheid omdat

⁶⁵ Deze extreme variant van het instrumentalisme, ook wel het totalitair instrumentalisme genoemd, scheidt niet alleen de rechtsbeginselen van het door de overheid gestelde doel, maar plaatst de overheidshandelingen zelfs vóór ethische waarden, voor rechts(beschermende)-beginselen. Een aanhanger van deze extreme richting was E. Goffmann. Vgl. Goffman, E., *Totale Instituties*, 3^e druk, Universitaire Pers, Rotterdam, 1994.

⁶⁶ Hart, A.C. 't, *Totale instituties en het totalitaire; beschouwing bij de aanbidding van een bundel over 'Rechtsbescherming en totale instituties' aan Prof. Mr. C. Kelk bij zijn vijftigste verjaardag*, uitgesproken te Utrecht op 22 oktober 1993 door A.C. 't Hart, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1993, p. 12.

⁶⁷ 't Hart en Foqué stellen het volgende: "Wie pretendeert de rechtsorde te handhaven, zal dan ook steeds een vorm van evenwicht moeten verwezenlijken in het spanningsveld tussen de instrumentele, doelrationele, en de machtskritische, beschermende, aspecten van het begrip rechtsorde." Vgl. Hart, A.C. 't en Foqué, R., "Instrumentaliteit en rechtsbescherming; grondslagen van een strafrechtelijke waardendiscussie", Gouda Quint bv, Arnhem en Kluwer Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1990, p. 15.

deze wetten en regels aan de hand van een maatschappelijk draagvlak moet opstellen⁶⁸, ook van belang. Ten slotte dient er – gezien de bezwaren tegen het stigmatiserend effect van het straf(proces)recht – getracht te worden deze zoveel mogelijk uit te sluiten⁶⁹. Er dient aldus een "gulden" middenweg te worden gezocht en gevonden.

Alleen al de dreiging van een strafrechtelijk onderzoek kan genoeg zijn om schade aan potentiële effectentypische wetsovertreders toe te brengen. Dreigen met een eventuele strafrechtelijke procedure kan binnen de effectenwereld al "straffende" (bijkomende) effecten hebben. Bovendien lijken de rechtsbeschermingsidealen al snel zoek te zijn. Uitgaande van de visie dat het strafrecht niet alleen instrumenteel mag zijn, niet alleen op rechtsbescherming moet zijn gericht en nader ingevuld dient te worden door ethische aspecten, zal in deze studie onderzocht worden hoe de naleving van de effectentypische regelgeving het effectiefst en het meest wenselijk kan worden afgedwongen. Hierbij staan de gevolgen van de toepassing van het handhavingsmiddel, voor de desbetreffende effectentypische actor, centraal.

⁶⁸ Vlg. Rummelink, J., "Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht", Deventer, Gouda Quint, 1996, 15^{de} druk, p. 48, 891 en 914.

⁶⁹ Vgl. Braithwaite's reïntegratieve shaming theorie. G.A.A.J. van den Heuvel heeft in zijn vele publicaties Braithwaite's theorie meermalen aangehaald en uitgelegd. Vgl. bijvoorbeeld Van den Heuvel, G.A.A.J., "Een criminologische agenda voor strafrechtshervorming in de bundel Legitieme strafvordering; rechten van de mens als inspiratie in de 21^{ste} eeuw", Intersentia Rechtswetenschappen, Antwerpen-Groningen, 2001, p. 173 - 188, m.n. p. 175 noot 11.

De ontwikkeling van de effectenhandel in Nederland

De beurshandel in effecten, zoals wij die vandaag de dag kennen, vindt zijn oorsprong aan het eind van de achttiende eeuw. Ruim een eeuw later werd de Vereeniging voor den Effectenhandel¹ (VvdE) opgericht en kon er daadwerkelijk gesproken worden van een georganiseerde effectenhandel. Voor deze periode werd er evenwel in effecten gehandeld, maar door individuele personen die niet georganiseerd waren. Dat wil zeggen dat deze personen weliswaar handelden in en met waardepapieren, maar zich niet als groep hadden samengevoegd of geprofileerd. De reden waarom de effectenhandelaren zich niet organiseerden was het maatschappelijk stigma dat de effectenhandel in de 16^e en 17^{de} eeuw had. Het publiek vertrouwde effectenhandelaren niet omdat zij geen inzicht kon krijgen in de gejaagde wereld van de handelaren. Daarnaast waren de malafide handelaren niet altijd van de betrouwbare handelaren te onderscheiden.

1.1 Het ontstaan van de handel in effecten in Nederland

Rond het begin van de 17^{de} eeuw kwam de effectenhandel in de Republiek der Verenigde Nederlanden² op en in 1606 gaf de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) het eerste gedrukte aandeel uit³. Ten tijde van de uitgifte van deze aandelen, gebruikte men de termen "aandeel" of "effecten" niet. Deze termen raakten pas rond de achttiende

¹ De vereniging werd in 1876 opgericht.

² Het exacte jaartal waarin de effecthandel duidelijk opkomt is niet met alle zekerheid aan te geven. De vroegste datum die in de literatuur te vinden is, is het jaartal 1581. Volgens Davis is toen in Nederland één van de eerste ondernemingen opgericht die aandelen uitgaf. Zie Davis, J.P., *"Corporations: A Study of the Origin and Development of Great Business Combinations and their Relations to the Authority of the State"*, Capricorn books, New York, 1961, p. 119.

³ Braithwaite, J. en Drahos, P., *"Global Business Regulation"*, Cambridge University Press, 2000, p. 147 en Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereeniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, B.V. Kunst drukkerij Mercurius, Wormerveer, 1^e druk, 1976, p. 16.

eeuw in gebruik. In de 16^{de} eeuw hanteerde men de termen "portie" of "partije", rond 1600 werd de term "actiën" ingevoerd en pas aan het eind van de achttiende eeuw, rond 1795, werd de term actiën door effecten vervangen⁴. De handel in effecten, zoals wij die nu kennen, stond in de 17^{de} eeuw bekend onder de naam "actiënhandel" en handelaren in effecten werden actionisten genoemd. De actiënhandel was een hectisch gebeuren. Dit blijkt onder andere uit het in 1688 verschenen boek van Spaanse schrijver De la Vega. Dit boek – genaamd *Confusion de Confusiones* – waarin hij het handelen op de beurs in Amsterdam beschrijft, wordt beschouwd als het eerste belangrijke boek over de Nederlandse effectenbeurs. In dit boek beschrijft De la Vega niet alleen de hectische handel in actiën, maar toont hij duidelijk aan welk maatschappelijk stigma er op deze handelsvorm rust⁵.

De termen portie, partije en actiën vinden hun oorsprong ten tijde van de stichting van de verschillende (Oost-Indische) Compagnieën. Ook de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) had voor zijn overzeese ondernemingen kapitaal nodig. Burgers konden intekenen op het kapitaal van de VOC⁶. Hiervoor kregen zij geen aandeelbewijzen zoals men dat vandaag de dag kent. Deze burgers, participanten, konden aanspraak maken op dividend. Voorts hadden deze participanten na tien jaar recht op terugbetaling van het gestorte kapitaal⁷. Doordat de participanten hun aandelen, de actiën, mochten overdragen begon de beurshandel in actiën van de VOC. Aan de overdracht werden weinig formele eisen gesteld. Door in de boeken van de VOC de naam van de koper te vermelden, was de overdacht een feit. Bij het overschrijven van de actiën dienden wel twee bewindhebbers aanwezig te zijn⁸.

⁴ Vries, J. de, "Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976", t.a.p. noot 3, p. 19.

⁵ De la Vega, D.J., "Verwarring der verwarringen", (1688): vertaling van *Confusion de Confusiones*, door G.J. Geers, Martinus Nijhoff, 's Gravenhage, 1939.

⁶ Heijden, van der E.J.J., "De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland vóór de codificatie", dissertatie Universiteit Utrecht, Uitgeverij Van der Vecht, Amsterdam, 1908, p. 45.

⁷ Heijden, van der E.J.J., "De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland vóór de codificatie", t.a.p. noot 6, p. 48.

⁸ Vries, J. de, "Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976", t.a.p. noot 3, p. 15 en Heijden, van der E.J.J., "De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland vóór de codificatie", t.a.p. noot 6, p. 47.

De handel in actiën van de VOC begon in de 17^{de} eeuw op te bloeien⁹. Actionisten begonnen actiën te verkopen die zij zelf nog niet in het bezit hadden. De actiën die de actionisten nog niet in hun bezit hadden, maar wel verkocht hadden, probeerden zij alsnog tegen een lagere prijs te kopen. De ratio hiervan was dat zij de actiën tegen hogere prijzen probeerden te verkopen dan dat zij zelf ervoor zouden betalen. Dit soort handelen stond bekend onder de naam "blanco-verkopen". Tegen de tijd dat de actionisten moesten leveren, maar de actiën nog niet in het bezit hadden, verspreidde men negatieve berichten. Hierdoor gingen de koersen dalen. In deze periode ontstond de speculatieve "windhandel"¹⁰ in actiën. De windhandel is het tegengestelde van de reële handel. Bij reële handel worden de actiën daadwerkelijk gekocht en verkocht. Bij de windhandel werden actiën gekocht en verkocht die men (nog) niet in het bezit had. Het waren voornamelijk malafide handelaren die zich met deze vorm van handelen inlieten. De windhandel in actiën werd in 1610, op verzoek van de VOC, door de Staten van Holland en West-Friesland verboden maar ondanks het verbod ging deze windhandel door. Desalniettemin bleef de reële handel in actiën van de VOC erg gewild. Niet alleen in actiën van de VOC werd frequent gehandeld maar ook voor de actiën van de eerste in 1621 opgerichte West-Indische Compagnie (WIC) en de tweede in 1672 opgerichte West-Indische Compagnie ontstond belangstelling. Naast de actiën gaven de VOC en de WIC's ook obligaties¹¹ uit. Ook de overheid besloot tot uitgifte van obligaties over te gaan. Ondanks het feit dat er aan het eind van de zeventiende eeuw in actiën en obligaties werd gehandeld, kon er niet van een omvangrijke handel worden gesproken. Waarschijnlijk speelde het feit dat er niet veel keuze in verhandelbare stukken was en er niet (veel) in buitenlandse actiën gehandeld werd een rol.

Voor 1611 was er geen speciaal gebouw voor de beurshandel. De handel in zowel goederen als in actiën kon overal plaatsvinden, op straat, maar ook in ontmoetingsplaatsen zoals herbergen en/of kerkgebouwen¹².

⁹ Meer over de geschiedenis van de VOC in: Heijden, van der E.J.J., "*De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland vóór de codificatie*", t.a.p. noot 6.

¹⁰ De la Vega, D.J., "*Verwarringen der verwarringen*", t.a.p. noot 5, p. 33 - 34 en Windcott, H., "*The Stock Exchange*", Sampson low, London, 1946, p. 2.

¹¹ Obligaties zijn schuldbewijzen van rentedragende leningen. Deze leningen kunnen door de Staat of een vennootschap zijn aangegaan. Obligaties zijn op de beurs verhandelbare schuldbewijzen.

¹² De la Vega, D.J., "*Verwarringen der verwarringen*", t.a.p. noot 5, p. 31.

Ondanks het gemis van een apart gebouw, sprak men toch van een beurs. Immers, men kwam bijeen om te handelen, "om beurs te houden". In 1611, met de ingebruikname van het beursgebouw van Hendrick de Keyser, werd de actiënhandel in een speciaal gebouw ondergebracht en was de oudste effectenbeurs ter wereld een feit. De beurs van Hendrick de Keyser, een koopmansbeurs, was door de gemeente Amsterdam opgericht. Hier vond zowel de goederenhandel als de handel in actiën plaats. Er was geen speciale ruimte voor de verschillende soorten handel waar alleen erkende marktpartijen, de beëdigde makelaars, konden handelen. Streng was men niet. Iedereen met geld kon meedoen. Het gevolg hiervan was dat ook niet kredietwaardige handelaren, de windhandelaren, daar actief konden zijn. Deze werden ook wel "beunhazen" genoemd. Ondanks het feit dat de goederen- en actiënhandel in een apart gebouw was ondergebracht, vond de beurshandel niet alleen plaats in het beursgebouw van Hendrick de Keyser. Daar deze beurs maar op bepaalde tijden geopend was, was er voor en na opening van de beurs ook beurshandel op de Dam en in de "Coffy-Huysen"¹³.

1.2 De georganiseerde handel in effecten

Zoals reeds opgemerkt was er in deze periode geen sprake van speciale regels. Reglementering van de actiënhandel was opgenomen in de regels die op de goederenhandel van toepassing waren. Zowel de actionisten als de goederenhandelaren moesten zich houden aan politievoorschriften en ordemaatregelen. Deze regels waren in het leven geroepen om de orde op de beurs van Hendrik de Keyser te kunnen behouden. Buiten het beursgebouw had de overheid geen greep op de handel¹⁴. Aan het eind van de 18^{de} eeuw nam de handel in actiën af en begon de handel in obligaties aantrekkelijk te worden¹⁵. Ter onderscheiding van de beunhazerij organiseerden de beurshandelaren zich voor het eerst in 1789 in het "Collegie tot Nut des Obligatiehandels". Dit Collegie had tot doel de belangen van de handelaren te behartigen¹⁶. De obligatiehandel

¹³ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 21.

¹⁴ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 45.

¹⁵ De obligatiehandel trok niet alleen de aandacht van de beurshandelaren, maar ook van vele "niet-beurshandelaren", de eerder genoemde beunhazen.

¹⁶ Günst, H.W., *"115 jaar Vereniging voor de Effectenhandel"* uit: Trommelpapier, Beursdata B.V., 1991, p. 15.

die door diverse gebeurtenissen heftige koersschommelingen vertoonde, trok actionisten en windhandelaren. Zij begonnen de obligatiehandel steeds aantrekkelijker te vinden. Dit deed het Collegie rond 1795 besluiten over te gaan tot het uitgeven van een prijscourant van effecten. De publicatie van een prijscourant had tot gevolg dat de noteringen van nieuwe obligatie-handelaren gecontroleerd konden worden. De aanzienlijke koersschommelingen maakten niet alleen de behoefte aan controle-noteringen duidelijk, maar ook aan koersinformatie. De controle van het Collegie strekte zich uit tot het door een objectief college, genaamd "Beurszigt", laten opmaken van de prijscourant. Ondanks de publicatie in de prijscourant kon niet worden voorkomen dat effecten grote koersschommelingen vertoonden. De noteringen waren onnauwkeurig, hetgeen weer tot misbruik leidde¹⁷. Onderlinge meningsverschillen betreffende de publicatie en noteringswijze van de koersen, leidde in 1830 tot het ontstaan van een breuk in het Collegie. Drie jaren later, in 1833, waren er twee organisaties die de belangen van de beurshandelaren behartigden. "De Nieuwe Handel-Sociëteit" was te beschouwen als een afsplitsing van het Collegie. Pas in 1856 werden de twee organisaties het eens en ging men weer over tot het gezamenlijk behartigen van de belangen van de beurshandelaren. Het Collegie tot Nut des Obligatie-handels en De Nieuwe Handel-Sociëteit gingen op in het nieuwe "Algemeen-Beurscomité voor Publieke Fondsen"¹⁸. Dit comité richtte zich niet alleen op het scheppen van orde en regelmaat in de effectenhandel, maar wilde ook de belangen van de effectenhandel in de ruimste zin behartigen. Voor de effectenhandelaren was het van groot belang dat zij een aparte ruimte hadden om te kunnen handelen. Het feit dat de effectenbeurs nog geen eigen gebouw had maakte het voor niet-georganiseerde handelaren nog steeds mogelijk zich tussen de georganiseerde (effecten)handelaren te begeven. Indien mogelijk probeerden de niet-georganiseerde handelaren ook een "gokje te wagen" hetgeen niet bevorderlijk was voor de orde en regelmaat op de beursvloer¹⁹. Het gevolg hiervan was dat de georganiseerde effectenhandelaren op een eigen ruimte bleven aandringen waar ze de mogelijkheid hadden om ongestoord te handelen.

¹⁷ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 46.

¹⁸ Günt, H.W., *"115 jaar Vereniging voor de Effectenhandel"*, t.a.p. noot 16, p. 16.

¹⁹ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 47.

De oprichting van het Algemeen Beurscomité had tot gevolg dat de twee reeds bestaande verenigingen werden ontbonden. Voorts had de oprichting tot gevolg dat er een vereniging was die namens de Amsterdamse effectenhandel kon optreden. Dit was van belang omdat de effectenhandel groeide en men steeds meer met buitenlandse beurzen handelde. In 1857 richtte het Algemeen Beurscomité een tweede vereniging op genaamd: "Effecten-Sociëteit, opgericht door het Algemeen Beurscomité". De Effecten-Sociëteit hield zich bezig met het vaststellen van de dagelijkse koersen en de handel op de Amsterdamse beurs terwijl het Algemeen Beurscomité zich concentreerde op de effectenhandel in het buitenland. De vele organisaties mochten niet verhinderen dat ook bij deze comités onenigheid ontstond. Naast de meningsverschillen tussen de verschillende organisaties, waren er ook meningsverschillen met de gemeente Amsterdam. De georganiseerde effectenhandelaren hadden de gemeente, die het beursgebouw in beheer had, herhaaldelijk om ordemaatregelen verzocht. Zo hoopten de georganiseerde handelaren zonder inmenging van de niet-georganiseerden te kunnen handelen. Om aan de wensen van de georganiseerde handelaren gehoor te geven, stelde de gemeente het "reglement op de Groote Koopmansbeurs" op²⁰. Met dit reglement trachtte zij orde en rust op de beurs te creëren. Het reglement mocht niet veel baten, hetgeen ertoe leidde dat de georganiseerde handelaren een eigen effectenbeurs wilden stichten waar orde en regelmaat hoog in het vaandel stond. Op 17 mei 1876 werd de "Vereeniging voor den Effectenhandel" (de VvdE) opgericht. De VvdE zorgde met de door haar ingevoerde dwingende voorschriften betreffende de handel, voor een afbakening van de ongeregelde handel in aandelen en obligaties²¹. Ook streefde zij orde en regelmaat in de effectenhandel na. In navolging van het Algemeen Beurs-Comité voerde de VvdE nieuwe bepalingen en voorschriften in. Op 1 januari 1877 trad het Reglement voor de Noteering in werking. Drie maanden later, op 1 maart 1877, volgde het Reglement voor de Effectenhandel. De structuur van de VvdE zag er als volgt uit: een Algemeen bestuur, Dagelijks bestuur, Huishoudelijke Commissie, Commissie voor de Notering, Commissie voor de fondsen en een Commissie voor de geschillen. De invoering van het Reglement voor de Noteering had tot gevolg dat er een nieuwe prijs-

²⁰ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 48.

²¹ Günt, H.W., *"115 jaar Vereniging voor de Effectenhandel"*, t.a.p. noot 16, p. 17.

courant ontworpen moest worden. Men wilde een prijscourant waar geen verschillen in officiële en niet-officiële koersen in voorkwamen. De Commissie voor de Notering kreeg de zorg over de prijscourant. Tevens werd er een Commissie voor de Geschillen in het leven geroepen die zich bezig hield met de keuring van stukken.

De oprichting van de VvdE werd niet door iedereen toegejuicht. Dit uitte zich doordat niet een ieder die op de beurs handelde lid werd van de VvdE. Een aantal handelaren wilde om principiële redenen geen lid worden. Zij wilden niet eerst lid zijn om te mogen handelen. Hier kwam langzamerhand verandering in omdat men inzag dat de VvdE inderdaad bepaalde lacunes opvulde. Men kreeg gaandeweg meer ontzag voor de goed functionerende VvdE. Het advies, aangaande het zegelrecht, dat de VvdE in 1883 aan de Minister voor Financiën gaf, versterkte het vertrouwen in de VvdE. De VvdE werd langzaam maar steeds meer gerespecteerd. Hierdoor werd zij in staat gesteld datgene te bereiken wat zij al sinds haar oprichting nastreefde, namelijk beschouwd te worden als synoniem voor de effectenhandel. Wanneer men over de effectenhandel sprak, moest de VvdE vanzelfsprekend ook genoemd worden. De VvdE zei tegen de gemeente Amsterdam:

*"Immers het is onbetwistbaar, dat de Vereeniging voor den Effectenhandel is De effectenhandel: (...)".*²²

Het bleef niet bij woorden. De VvdE nam maatregelen om haar doel te verwezenlijken. In een circulaire van 6 maart 1877 verbood zij haar leden transacties met niet-leden aan te gaan. Doordat de leden van de VvdE alleen met elkaar handelden, sloten zij de niet-georganiseerde handelaren uit van de handel in effecten. De groep niet-georganiseerde handelaren werd kleiner. Voor deze groep werd het moeilijker om te handelen in effecten. Immers, om te kunnen handelen in effecten moest men lid van de VvdE zijn geworden. Zo probeerde de Vereniging niet alleen de hele effectenhandel naar zich toe te trekken, maar tevens orde en regelmaat in de effectenhandel te scheppen. Inherent aan dit alles was de stijging in aanzien van de Vereniging. De opleving van de Nederlandse economie versterkte dit proces. De totstandkoming van de Vereniging voor den Effectenhandel voltrok zich in de bloeitijd van

²² Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 79.

het Nederlandse economische liberalisme²³. Dat had tot gevolg dat de effectenbeurs volledig kon meegaan met de opwaartse conjunctuurbeweging die plaats vond in de Nederlandse economie. Het gevolg van deze expansie was dat de effectenhandel groeide en er op de beurs behoefte aan meer ruimte ontstond. De VvdE streefde een afgesloten ruimte voor de effectenhandel na en gaf de voorkeur aan een eigen handelsgebouw. In 1903 werd de Beurs van Berlage geopend en de Amsterdamse effectenhandel werd daarbij – in de Koopmansbeurs – ondergebracht. Deze situatie zou zich tot 1913 handhaven. Op 22 december van dat jaar opende de VvdE een eigen gebouw aan het Beursplein 5. Euronext Amsterdam N.V. heeft zich er nu deels gevestigd. Met het oog op de ordehandhaving en het zorgen voor regelmaat in de effectenhandel besloot de VvdE dat de effectenbeurs nu niet meer voor een ieder toegankelijk zou zijn.

De Amsterdamse effectenbeurs deed goede zaken. Dit in tegenstelling tot de effectenbeurs in de provincie²⁴. Naast de VvdE, was er namelijk ook een effectenvereniging in Rotterdam. De Vereeniging van Effectenhandelaren te Rotterdam was in 1898 uit haar voorganger, de Vereeniging voor den Handel in Publieke Fondsen, ontstaan. Zij was de enige beurs in de provincie en had slechts een lokale waarde. In 1903 werd de Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de provincie opgericht. Vele provinciale commissionairs en kassiers hadden zich in de Bond verenigd. De effectenhandelaren in de provincie waren zich bewust van hun afhankelijke positie van de Amsterdamse effectenbeurs. Zij konden geen lid van de VvdE worden, omdat zij zich niet binnen de gemeentegrenzen van Amsterdam bevonden. Dit had tot gevolg dat de provinciale effectenhandelaren extra provisie aan hun Amsterdamse collega's moesten afdragen. Op den duur weigerden de provinciale beleggers de hoge provisiebedragen te betalen en wendden zij zich direct tot de Amsterdamse effectenhandelaren/ commissionairs die zelf lid van de VvdE waren. Hiervoor hoefden de beleggers niet per se naar Amsterdam af te reizen. Ze dienden zich slechts naar de filialen van de

²³ Vries, J. de en Damen E., *"Een eeuw vol effecten"*, Amsterdam, 2e druk, 1986, H. 3.

²⁴ Met "provincie" werd alles aangeduid wat zich toen buiten de grenzen van de gemeente Amsterdam bevond.

Amsterdamse banken te begeven²⁵. Hieruit kan worden geconcludeerd dat niet alleen de effectenbeurs, maar ook de banken goede zaken deden. Reeds in 1863 manifesteerde zich een explosieve groei in het aantal banken. Voor 1863 waren er naast De Nederlandsche Bank slechts twee kassiersmaatschappijen en enkele particuliere bankiers/kassiers²⁶. In deze periode werden banken als de Rotterdamsche Bank, de Amsterdamsche Bank en Heldring & Pierson opgericht. Zowel de kassiersmaatschappijen als de banken functioneerden als kredietverleners. Hierdoor konden zij langzaam maar zeker een opvallende plaats in het economisch stelsel innemen. De gelden afkomstig van de verleende kredieten zorgden ervoor dat het (handels)bankwezen van zowel het opbloeiende bedrijfsleven als van de particulieren kon profiteren.

De vele agentschappen van De Nederlandsche Bank en de hevige concurrentie van de vele bankiers hadden tot gevolg dat de effecten-commissionairs hun onvrede uitten. Immers, zij werden meer en meer door de banken in hun werkterrein beperkt. Voor de opkomst van banken konden de beleggers in de provincie niet anders dan met behulp van de Amsterdamse commissionairs op de Amsterdamse effectenbeurs handelen. De opkomst van de banken en hun vele filialen die zelf ook lid van de VvdE waren, leidde ertoe dat de hulp van de Amsterdamse commissionairs overbodig werd. Niet alleen het commissionairsbedrijf, maar ook de hoekmannen vreesden voor de invloed van de (grote) banken²⁷. De positie van de hoekmannen werd moeilijker omdat de bankiers een grote invloed op de vaststelling van de koersen uitoefenden. De onvrede van de effectencommissionairs en de hoekmannen ging zo ver dat zij voorstelden de Vereeniging voor den Effectenhandel te ont-

²⁵ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 97 - 98.

²⁶ De twee kassiersmaatschappijen waren: Associatie Cassa en de Ontvang- en Betaalkas. Uit: Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 87.

²⁷ De hoekman zorgde voor de totstandkoming van een bepaalde prijs. In beginsel kwamen alle orders (in één hoek op de beursvloer) bij de hoekman terecht. Aan de hand van vraag en aanbod moest de hoekman ervoor zorgen dat hij een zodanige koers vaststelde dat er zoveel mogelijk orders uitgevoerd konden worden. Een fonds mocht maar een hoekman hebben. De hoekman kon voor meerdere fondsen optreden. De commissionair treedt tegen betaling als tussenpersoon óf op eigen naam óf op de naam van een ander op bij de aan- of verkoop van effecten.

binden en een nieuwe op te richten waarvan bankiers, zij het onder bepaalde beperkende voorwaarden, lid konden zijn. De VvdE ging hier niet mee akkoord. Zij streefde er naar zoveel mogelijk Amsterdamse effectenhandelaren als lid op te nemen. Zodoende kon de VvdE haar monopoliepositie handhaven terwijl er steeds meer niet-Amsterdamse effectenhandelaren en banken actief werden binnen de effectenwereld. Dit boezemde de VvdE angst in. De kans bestond dat er ook buiten Amsterdam, in de provincie, een effecten- en geldmarkt zou ontstaan. Indien de VvdE onder voorwaarden bankiers zou toelaten, zou de verdenking kunnen ontstaan dat zij een gesloten gilde beoogde²⁸. De kans zou dan groot zijn dat de overheid zich met de organisatie van de VvdE en de effectenbeurs zou bemoeien. Een gesloten gilde paste volgens de overheid niet in een tijd waarin de effecten- en geldmarkt zich zo snel en omvangrijk ontwikkelde. Het gevaar zou dan bestaan dat de overheid de effectenbeurs tot een publieke effectenbeurs zou bestemmen. Dit zou betekenen dat de VvdE geen invloed meer op de effectenhandel zou kunnen uitoefenen, waardoor een ieder weer lid van de beurs zou kunnen worden. De VvdE nam het zekere voor het onzekere en besloot van het ballottagestelsel af te zien. Voortaan zou de VvdE haar leden op grond van formele vereisten toelaten of afwijzen²⁹. Dit leidde er op 1 januari 1913 toe dat het Reglement tot toelating van bedienden op de beurs werd ingevoerd. Er kwam tevens een Commissie die toezicht op de toelating moest houden³⁰. Deze Commissie was er een van vele binnen de VvdE. De VvdE richtte namelijk commissies op om specifieke vraagstukken op te lossen. De eerste ad hoc commissie, de Commissie voor het probleem van de rente bij prolongatie, werd in 1893 opgericht. Vanaf 1902 volgden meerdere ad hoc commissies: de Commissie voor de tijddaffaires (1902), de Commissie tot het uitbrengen van rapport inzake verplichte pensionering van bedienden (1904), de Commissie voor het Noteeringsvraagstuk (1907), de Commissie van Toezicht op den Bouw der Effectenbeurs (1910) en tenslotte de Commissie voor het Bedieningsvraagstuk (1911)³¹.

²⁸ Vries, J. de en Damen E., *"Een eeuw vol effecten"*, t.a.p. noot 23, H. 3.

²⁹ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 96.

³⁰ Dat was de Commissie van Advies tot toelating van bedienden ter beurse.

³¹ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 95.

Aldus kan worden gesteld dat er vanaf de 16^{de} eeuw tot aan 1914 op het gebied van effectenhandel veel is veranderd. Na diverse pogingen is het de effectenhandelaren gelukt zich in de VvdE te organiseren. De VvdE ontwikkelde een monopoliepositie door te bepalen dat haar leden alleen met elkaar mochten handelen. Deze leden mochten niet met ongeorganiseerden uit Amsterdam of met handelaren dan wel commissionairs uit de provincie handelen. De opkomst van de Amsterdamse banken, welke vanaf 1863 is waar te nemen, benauwde de Amsterdamse hoekmannen en commissionairs. Zij zagen dat de banken steeds meer klanten van hen afnamen en probeerden de toelating van de banken tot de VvdE onmogelijk te maken. Uit angst voor de overheid stond de VvdE gildeworming niet toe. In plaats van handelaren en commissionairs, was er nu ook een derde belangrijke groep actief op de effectenbeurs: de banken en de kassiersmaatschappijen.

1.3 Overheidsinmenging

Tot aan 1914 kon er niet echt van overheidsinmenging in de effectenhandel worden gesproken. Met het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog liet de overheid zich voor het eerst in met het beleid van de VvdE. De overheid liet zich, in deze economisch liberale periode, bewust niet uit over de interne autonomie en de privaatrechtelijke status van de VvdE. Daarnaast ontbrak het de overheid aan deskundigheid om zich bezig te houden met de gecompliceerde materie van de effectenhandel. De cultuur op de beurs was erg gesloten; onbehoorlijkheden werden door de VvdE zelf afgedaan. Zij apprecieerde het niet wanneer de buitenwereld, of de overheid, werd ingelicht. Een treffend voorbeeld hiervan is een bericht uit 1913. In dat jaar werd een effectenhandelaar de effectenbeurs uitgewerkt en op straat door een ex-beursbediende afgeranseld. De onfortuinlijke man werd togetakeld omdat hij, tegen zijn belofte in, justitie had ingelicht over een diefstal op de beurs. De veroordeling van de dief hadden de effectenhandelaren de "verklikker" niet in dank afgenomen³². Door de hiervoor geschetste houding op en van de beurs, in samenhang met het gebrek aan kennis bij de overheid, heeft de effectenhandel overheidsinmenging lange tijd op afstand kunnen houden.

³² Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 101.

1.3.1 *Ordenend overheidsoptreden*

Het tijt keerde op woensdag 29 juli 1914. De dag na de oorlogsverklaring van Oostenrijk aan Servië, besloot het bestuur van de Effectenbeurs uit angst voor het instorten van de markt de deuren gesloten te houden. Daar de vooruitzichten niet rooskleurig waren, bepaalde de VvdE in overleg met de leden de beurs voorlopig gesloten te laten. Op grond van een noodwet, de Beurswet 1914, werd op 9 februari 1915 besloten de beurs weer te openen. De beslissing omtrent de opening of sluiting van de beurs werd uit handen van het bestuur van de beurs genomen. De Minister van landbouw, nijverheid en handel had de taak gekregen om over de belangen van de Effectenbeurs te "waken". Later werd dit de taak van de Minister van Financiën³³. Niet alleen de beslissing omtrent de opening of sluiting van de beurs werd aan de Minister overgedragen. De Minister was tevens bevoegd voorschriften te geven over de noteringen, de handelwijze op de beurs en de afwikkeling van leningen van voor 29 juli 1914 waarvoor fondsen tot onderpand dienden³⁴. Ter uitvoering van deze noodwet werd de Minister bijgestaan door twee commissies. De "Commissie van Deskundigen" en de "Commissie van Bijstand voor de Uitvoering van de Beurswet 1914". Als toezichthoudend orgaan werd de Commissie van Bijstand voor de Uitvoering van de Beurswet 1914 aangewezen. Zij moest dagelijks op de beurs aanwezig zijn en toezicht houden. De praktische kant van de Beurswet 1914 werd door de op 15 januari 1915 vastgestelde Beursvoorschriften belicht.

1.3.2 *Dwingend overheidsoptreden*

Tot aan de Tweede Wereldoorlog was er op grond van de Beurswet 1914 alleen sprake van ordenend overheidsoptreden. De Beursvoorschriften 1940 gingen verder. In 1939 gaf de Minister van Financiën de Commissie van Deskundigen de opdracht advies uit te brengen of het wenselijk zou zijn wijzigingen in de Beurswet 1914 aan te brengen. Nog datzelfde jaar werd de Beurswet aangepast. Nu was het tijdelijke karakter van de noodwet, de Beurswet 1914, teniet gedaan. Voor de Beursvoorschriften 1915 gewijzigd konden worden, brak op 10 mei 1940 de Tweede

³³ Artikel 2 Beurswet 1914.

³⁴ Vries, J. de en Damen E., *"Een eeuw vol effecten"*, t.a.p. noot 23, H. 4 en J. De Vries, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 144.

Wereldoorlog uit. Op die datum sloot de effectenbeurs weer. Dit keer bleef de beurs tot 15 juli 1940 gesloten. In tegenstelling tot de Beurswet 1914, vaardigde de overheid in de Beursvoorschriften 1940 ook dwingende voorschriften uit, bijvoorbeeld het verbod van de buitenbeurshandel in effecten; de ongereguleerde handel in effecten³⁵. Voorts bevatte de Beursvoorschriften 1940 bepalingen aangaande de noteringswijze. Voor de toelating van fondsen tot de notering moest eerst toestemming van de overheid verkregen zijn. Tevens werd in de Beursvoorschriften 1940 beslist dat het bestuur en de ledenvergadering bepaalde besluiten mochten nemen na goedkeuring van de overheid gekregen te hebben. Daarnaast gaven de Beursvoorschriften 1940 aan dat er naast de effectenbeurs in Amsterdam, ook te Rotterdam en Den Haag effectenhandel bedreven mocht worden³⁶. Dit alles vergde enige aanpassing van de VvdE. Zij was nu niet meer de enige die over de gang van zaken in de effectenhandel kon beslissen. De overheid bepaalde nu wie er tot de effectenbeursen gerekend mochten worden. De VvdE had haar monopoliepositie verloren.

Het overheidsingrijpen bleef hier niet toe beperkt. In oktober 1940 had de secretaris-generaal van handel en nijverheid de commissie Woltersom ingesteld. Deze commissie moest de *"reorganisatie van het bedrijfsleven"* onder de loep nemen. De VvdE, als erkende vertegenwoordigster van de effectenhandel in Nederland, besloot zelf ook een commissie in te stellen. Deze commissie, de Commissie d'Ailly, zou moeten adviseren over de mogelijkheid van een bedrijfsorganisatie voor de effectenhandel. De VvdE beoogde samen met de twee andere beursbedrijven in Nederland, te weten: de Rotterdamse effectenbeurs en de Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de Provincie, een organisatie te vormen. Pas dan zou er van eenheid binnen de effectenhandel gesproken kunnen worden. De Commissie d'Ailly stelde voor om de hele effectenhandel als hoofdgroep te beschouwen en de met de effectenhandel samenhangende bedrijven in vakgroepen onder te brengen. In beginsel kwam het plan van deze commissie overeen met het plan van de overheid, echter de Duitse overheersing bracht hier verandering in. De bezetter besloot de organisatie van het bankwezen ingrijpend te veranderen en voerde het leidersbeginsel in. Daartoe moest het gehele economisch bestel

³⁵ Het toezichtsstelsel zou pas in 1989 ingrijpend worden gewijzigd.

³⁶ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p.175.

worden herordend, ook het bankwezen in 1941. Tijdens de bezetting was het bankwezen onderverdeeld in groepen. De banken werden als hoofdgroep aangewezen. Tot deze hoofdgroep behoorden vijf bedrijfs-groepen. De effectenhandel maakte deel uit van een van deze bedrijfs-groepen. De bedrijfsgroep effectenhandel bestond uit vakgroepen. De vier vakgroepen waren de administratiekantoren, de effectendepots, de trustkantoren en de effectenmakelaars. De Vereeniging voor den Effectenhandel werd als bedrijfsgroep aangewezen. Het gevolg was dat zij een publiekrechtelijke functie had met verordenende bevoegdheden. Feitelijk was de Vereeniging-bedrijfsgroep een verlengstuk van de ambtenaren en bleek haar verordende bevoegdheid slechts een lege huls te zijn. Immers, de beslissingen aangaande de effectenhandel werden door de Duitsers genomen. Zij bepaalden hoe de beurshandel daadwerkelijk moest verlopen. De Duitse bezetter had een destructieve werking op de beurshandel. De heropening van de beurs op 15 juli 1940 was het begin van een periode waarin belangrijke fondsen werden "afgestoten". De bezetter had verordend dat er niet meer in Duitse, Amerikaanse en Indische fondsen mocht worden gehandeld. Dit had de verstarring van het beursmechanisme tot gevolg³⁷. Handelaren begonnen weer buiten de beurs om te handelen; er ontstond een zwarte beurs. Via zogenaamde commissionairsdwang probeerde de "overheid"³⁸ de zwarte handel te bestrijden. Commissionairsdwang hield in dit geval in dat de handel in effecten alleen met tussenkomst van een lid van de Vereeniging-bedrijfsgroep of van de Vakgroep effectenmakelaars kon geschieden. Overtreding hiervan werd zwaar bestraft.

Pas na de Tweede Wereldoorlog leefde de effectenbeurs weer op. Er was ten gevolge van de oorlogsjaren alleen onder bepaalde voorwaarden handel in effecten mogelijk. Deze situatie zou tot 1953 voortduren. Dat jaar wordt door de Effectenbeurs als "keerpunt" beschouwd. Dankzij de economische groei³⁹ begon de effectenhandel weer op te bloeien. Met de oprichting van een Propaganda-adviescommissie⁴⁰ zorgde de VvdE

³⁷ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 176 - 186.

³⁸ Hier wordt bedoeld: de overheid in bezettingstijd. Bij besluit van 30 september 1942 van de secretarissen-generaal van de departementen financiën en justitie werd de commissionairsdwang in het leven geroepen.

³⁹ De economische groei begon rond 1950 en stabiliseerde zich rond 1970.

⁴⁰ In 1955 veranderde de naam in: "Commissie voor Public Relations".

ervoor dat de kennis van effecten en de bekendheid van de effectenbeurs zich uitbreidde. Mede dankzij de public relations – het werk van de Propaganda-adviescommissie – en dankzij de economische groei, nam het aantal leden van de VvdE weer toe.

1.4 Een nieuwe koers

Halverwege de jaren vijftig van de vorige eeuw hoorde men alleen maar positieve geluiden over de ontwikkeling van de beurshandel. Ook het buitenland begon zich meer op Amsterdamse fondsen te richten. Er werd weer veelvuldig gehandeld. De tijd was aangebroken om Nederlandse fondsen in het buitenland te introduceren. Op 20 juli 1954 werd het fonds Koninklijke Petroleum op de New York Stock Exchange geïntroduceerd⁴¹. Het effectenverkeer internationaliseerde zich. Ondanks deze positieve gebeurtenissen kon niet worden verhinderd dat er ontevredenheid onder de beursleden ontstond. Het waren voornamelijk de jongere leden die klaagden over de bestaande beursstructuur. Zij vonden dat er diverse problemen opgelost dienden te worden. De problemen waar de jongeren op doelden hadden onder andere te maken met de effectenverwerking en de noteringswijze. Volgens de jongere garde moest de beurs haar totale structuur herzien om te overleven. Het zou anders snel afgelopen zijn met de Amsterdamse beurs. De kans was groot dat de beurs haar nationale en internationale positie niet zou kunnen behouden. Het liep anders. De beurs bezat toch het vermogen mee te gaan met de moderne tijd, al ging dit dan langzamer dan gewild.

1.4.1 *Van bedrijfsgroep tot landelijke organisatie*

In deze periode van veranderingen is de VvdE niet lang een bedrijfsgroep gebleven. In 1954 hief de Minister voor publiekrechtelijke bedrijfsorganisaties de bedrijfsgroep effectenhandel op. Inmiddels had de VvdE een plek binnen de financieel-economische overlegstructuur van Nederland veroverd. Het bestuur van de VvdE wilde de samenwerking met de vereeniging van effectenhandelaren te Rotterdam en de Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de Provincie te 's Gravenhage op vrijwillige basis voortzetten. Op 26 september 1955 verwezenlijkte deze samenwerking zich. De Nederlandse Organisatie van het Effectenbedrijf

⁴¹ VvdE, *Jaarverslag 1954*, Amsterdam 1955, p. 8.

(NOE) werd opgericht⁴². Vanaf nu kon men spreken van een vrijwillige eenheid van organisatie in de effectenhandel. De NOE vergaderde regelmatig. Naar aanleiding van deze vergaderingen werden er diverse commissies in het leven geroepen. Belangrijke commissies van de VvdE werden vervangen door soortgelijke commissies van de NOE zoals: De Commissie voor de Geschillen, de Commissie voor de keuring der stukken, de Provisiecommissie en de Commissie voor de belastingen. De invloed van de NOE strekte zich verder uit. De NOE richtte haar aandacht niet alleen op de effectenhandelaren, maar ook op de banken en de overheid. Binnen de NOE had de VvdE de meeste invloed. Dit uitte zich onder andere op het gebied van het stemrecht. De stemverhouding tussen de Vereeniging voor den Effectenhandel te Amsterdam, de Vereeniging van Effectenhandelaren te Rotterdam en de Bond voor den Geld- en Effectenhandel in de Provincie te 's Gravenhage was 2:1:1.

In de jaren zeventig van de twintigste eeuw ging het stroef met de economie en dus ook met de effectenhandel. Het gevolg hiervan was een herbezinning. De door de VvdE in 1970 opgerichte Commissie Herziening Beursstructuur constateerde in 1972 dat de positie van de Vereeniging voor den Effectenhandel te Amsterdam in de NOE verloren dreigde te raken. Deze Commissie adviseerde de VvdE dat zij zich meer moest profileren. De nadruk moest op het landelijke karakter van de effectenmarkt worden gelegd. De effectenbeurs te 's Gravenhage was feitelijk alleen nog maar een beurs in naam. De beurs te Rotterdam was minder actief dan de VvdE. Om een zachte dood te voorkomen en om sterker te staan fuseerden de drie beurzen. De sterkste van de drie, de VvdE, werd de landelijke organisatie van het Effectenbedrijf. Met ingang van 31 december 1973 werd de NOE ontbonden. Sedert de oprichting van de VvdE in 1876, was er in 97 jaar veel veranderd. De VvdE was nu geen plaatselijke, maar een landelijke organisatie. Het gevolg hiervan was dat het voor de banken en commissionairs – gevestigd buiten Amsterdam – mogelijk werd om rechtstreeks het lidmaatschap van de VvdE te verkrijgen. De Commissie Herziening Beursstructuur werd later de Commissie Reglementering. De taak van deze commissie was de organisatie van de beurshandel zodanig te wijzigen dat de continuïteit van de beurshandel kon worden gewaarborgd. Naast positieverbetering

⁴² Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*De Amsterdamse effectenbeurs*" uit de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15, Kluwer B.V., Deventer, 1988, p. 3.

gaf de Commissie Herziening Beursstructuur in haar beleidsplan "De Amsterdamse Effectenbeurs op een nieuwe koers", het advies meer veranderingen door te voeren. Bij deze wijzigingen lag de nadruk op de interne structuur van de organisatie⁴³. Voorts werd in 1972, vanuit het oogpunt van modernisering, de naam van de VvdE aangepast. Voortaan spraken niet meer over de "Vereeniging voor den Effectenhandel", maar over de "Vereniging voor de Effectenhandel". Ook visueel veranderde het een en ander op de beursvloer. In 1973 werden er koerspublicatieborden en lichtkranten in de beurszaal in gebruik genomen. Twee jaren later zou de beurs overgaan tot automatisering van de koerspublicatie.

1.4.2 *Modernisering effectenverwerking*

Niet alleen de economische bloei en de internationalisering van het effectenverkeer, maar ook het gebruik van kleine coupures veroorzaakten een enorme toename van het aantal administratieve handelingen. Om haar concurrentiepositie te kunnen behouden, werd de Amsterdamse effectenbeurs gedwongen haar transacties sneller, efficiënter en goedkoper te verwerken.

Kort na de invoering van een nieuw fondsenreglement⁴⁴ begon de VvdE tot actie over te gaan. Zij moderniseerde de administratieve zijde van de handel in aandelen door in 1961 de Effectenclearing N.V. op te richten. De oprichting van de Effectenclearing N.V. bracht de Amsterdamse effectenbeurs in een voorsprongpositie, andere beurscentra achter zich latend⁴⁵. Met een in 1967 doorgevoerde reglementswijziging, waarin werd bepaald dat de transacties van de leden uitsluitend door tussenkomst van de Effectenclearing mochten geschieden, was de positie van de Effectenclearing verzekerd. Alle beurstransacties werden vanaf dat mo-

⁴³ Korthals-Altes, J.Ph., De Amsterdamse effectenbeurs op een nieuwe koers; voorstellen van de Commissie Herziening Beursstructuur, mede houdende een voorstel tot wijziging van de Statuten van de Vereeniging voor den Effectenhandel, Beleidsnota, 1972, p. 7 en 8.

⁴⁴ In 1958 werd een nieuw fondsenreglement ingevoerd. Dit fondsenreglement bevatte, in tegenstelling tot het vorige reglement, alle gepubliceerde en niet-gepubliceerde voorschriften. Door de codificatie van deze voorschriften werd de zeer gecompliceerde fondsenmaterie overzichtelijker.

⁴⁵ Vries, J. de, Damen E., Kamp, K. en Berger, J., "120 jaar beurshandel in vogelvlucht: Vereniging voor de Effectenhandel 1876 – 1996", Joh. Enschedé, Amsterdam, 1998, p. 22.

ment via de effectenclearing afgewikkeld⁴⁶. Naast de Effectenclearing N.V. werd in 1964 het Centrum voor Fondsenadministratie N.V. opgericht⁴⁷. Door de toename van interesse in de aandelenhandel stegen de kosten voor het verwerken en knippen van de dividendbladen en/of de coupons. De oprichting van dit centrum moest een eind aan dat kostenprobleem maken. Besloten werd de effecten in een nieuwe vorm uit te geven. In plaats van de grote klassieke stukken werden kleinere CF-stukken gebruikt⁴⁸. Het Centrum voor Fondsenadministratie werd de administratieve schakel tussen de bewaarders van aandelen en de uitgevende instellingen. De CF-stukken werden niet aan de aandeelhouder meegegeven. De banken bewaarden deze stukken. De aandeelhouders hoefden nu voor uitbetaling niet meer coupon- of dividendbladen in te leveren. Het Centrum voor Fondsenadministratie incasseerde het dividend voor de bewaarders. Dit ging als volgt: de uitgevende instelling maakte op de dag van uitbetaling het verschuldigde bedrag aan het centrum over. Het Centrum voor Fondsenadministratie verdeelde het geïncasseerd dividend naar rato van de dividendgerechtigheid. Iedere bewaarder had een aantal dividendbladen op zijn naam staan. Aan de hand van het aantal dividendbladen kreeg een bewaarder dividend uitgekeerd. Vervolgens zorgden de bewaarders er zelf voor dat hun cliënten het bedrag waar zij recht op hadden kregen uitgekeerd. De oprichting van dit centrum heeft tot een snellere leverings- en verwerkingswijze van effecten geleid. Met de invoering van de Wet Giraal Effectenverkeer, in 1977, zou de levering en verwerking van effecten nog efficiënter worden⁴⁹.

1.4.3 De buitenbeurshandel⁵⁰

In de jaren zeventig, een periode van economische stagnatie en interne veranderingen, richtte de beurs zich ook op de buitenbeurshandel. Ook hier diende het een en ander te veranderen.

⁴⁶ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 249 en 250.

⁴⁷ Vries, J. de en Damen E., *"Een eeuw vol effecten"*, t.a.p. noot 23, H.6.

⁴⁸ CF-stuk is een afkorting van Centrum voor Fondsenadministratie-stuk.

⁴⁹ Meer hierover in paragraaf 1.5. Internationalisering.

⁵⁰ Onderstaande tekst is geschreven op basis van een door mij verricht deskonderzoek in de archieven van Amsterdam Exchanges. De beurshistoricus van Amsterdam Exchanges, de heer G.M. Kroeze, heeft mij schriftelijke toestemming verleend om de informatie in deze tekst te verwerken.

Er bestaat en bestond geen algemeen aanvaarde definitie van de "buitenbeurshandel". Enerzijds werd hieronder verstaan: *"de handel die buiten de beurs om gaat; handel in niet-genoteerde fondsen"*. Men zou kunnen denken aan malafide tussenpersonen/ handelaren in effecten. Bij deze redenering past het beeld dat de belegger⁵¹ makkelijk misleid kon worden omdat hij niet zou kunnen weten of de fondsen waarin de malafide handelaar handelde wel gangbaar dan wel genoteerd was. Om de belegger in dat geval te beschermen was regelgeving noodzakelijk. Niet alleen de belegger, maar ook de hele effectenhandel was daarmee gemoeid. Het reguleren van de buitenbeurshandel zou gelijk staan aan het in bescherming nemen van de belegger. Dit schiep het beeld van een betrouwbare handel in effecten. Anderzijds verstond men onder het begrip "buitenbeurshandel": *"de handel, door de grote partijen (banken), buiten de hoekmannen van de beurs om"*. In dit geval wilden de grote partijen niet via de beurs handelen omdat het ze geld kostte en ze minder winst konden maken. Deze partijen besloten onderling (grote) hoeveelheden te verhandelen. De beurs wilde de buitenbeurshandel aanpakken. Deze vorm van handelen werd met name door de te hoge provisie-tarieven van de hoekmannen aangewakkerd. De buitenbeurshandelaren probeerden de hoge tarieven te ontduiken. Dit had tot gevolg dat de VvdE minder inkomsten ontving en veel geld misliep. De VvdE zag dat het gevaar bestond dat er veel handel was die én buiten de handel van de VvdE omging én in de ogen van buitenstaanders als officiële handel gezien werd, zonder dat de VvdE er grip op had. De VvdE wilde hier controle over en verklaarde de belangen van de belegger te willen waarborgen. In deze mindere tijden kon de beurs het zich niet veroorloven geld door haar vingers te laten glijpen. Vastbesloten besloot de beurs dat er een eind aan de buitenbeurshandel moest komen. Onder het mom van een eerlijke, doorzichtige handel in effecten met bescherming van de belangen van beleggers begon de beurs een campagne tegen de buitenbeurshandel. Dit terwijl de buitenbeurshandel altijd bestaan heeft en de beurs dat waarschijnlijk ook wist. Weliswaar dient hier te worden opgemerkt dat men zich in perioden van economische vooruitgang niet snel stoorde aan de buitenbeurshandel. Het ging een ieder immers goed. De economische stagnatie aan het begin van de jaren zeventig gaf de beurs aanleiding om de buitenbeurshandel aan te pakken. Zij begon het beeld te schetsen dat de enige betrouwbare handel zich bij haar afspeelde.

⁵¹ In het bijzonder de particuliere belegger.

Immers, op de beurs waren er regels die de belangen van de beleggers voor ogen hield. Dit beeld werd langzamerhand door de maatschappij geaccepteerd. Aan het eind van de jaren zeventig, in 1978, zou de beurs een gewijzigde reglement voor de effectenhandel invoeren. Het was de bedoeling om zo meer vat op de gehele handel in effecten te krijgen. Het gevolg van een nieuw reglement was dat de officiële prijscourant en het reglement voor de Notering dienden te worden aangepast. De buitenbeurshandel kreeg uiteindelijk een negatieve naam. Dit leidde, met de invoering van de Wet Effectenhandel in 1985, tot het aan banden leggen van deze vorm van effectenhandel⁵². De zelfregulering van de VvdE heeft de basis gelegd voor de wettelijke aanpak van de buitenbeurshandel.

1.4.4 De positieverandering van beursactoren

Dat er op de beurs in de jaren zeventig het een en ander was veranderd, is hiervoor al gebleken. In dit kader dient de positieverandering van de beursactoren ook te worden vermeld. Dit heeft uiteindelijk tot een duidelijke functiescheiding op de beursvloer geleid. Wat de aanleiding hiertoe was en hoe het uiteindelijk tot een functie afbakening heeft kunnen komen zal hieronder worden beschreven.

Zo lang als men zich kan herinneren concentreerden diverse beursactoren zich liever dan dat zij zich afsplitsten. Een voorbeeld is het fuseren van commissionairs met banken en/of banken met banken. Fusies tussen banken hadden tot gevolg dat het aantal bankleden afnam. Hetzelfde geldt voor de commissionairs. De gefuseerde banken openden, vaak ten koste van de zelfstandige provinciale bankiers, filialen in de provincie. Doordat de zelfstandige provinciale bankier wegviel, had de commissienair rechtstreeks contact met zijn cliënten. De banken voorzagen dit en opende speciale afdelingen waar effecten aan bankrelaties konden worden verhandeld. De fusies hadden tot gevolg dat het totale aantal beursactoren inkromp. Niet alleen de fusies, maar ook de opkomst van het collectief sparen en de concentratie van de institutionele beleggers, de levensverzekeraars en de spaarbanken, verkleinden het aantal beursactoren. Hierdoor concentreerde de orders zich bij een kleine groep. De concentratie van het bedrijfsleven heeft geleid tot vermindering van het aantal genoteerde fondsen.

⁵² Hierover meer in hoofdstuk 2.

Aan het begin van de jaren zeventig begon duidelijk te worden dat de hoekman het slachtoffer van de machtige gefuseerde partijen was geworden. Omdat de gefuseerde partijen het aantal beursactoren drastisch hadden verminderd, konden de hoekmannen zich moeilijk staande houden; zij kregen minder orders binnen. Om te voorkomen dat de banken en andere grote partijen hun eigen hoekman in een hoek plaatsten, besloot de beurs naar aanleiding van het rapport van de Commissie Herziening Beursstructuur dat er een beperking in het aantal hoekmannen per hoek moest komen⁵³. Voorts besloot de VvdE dat een hoekman geen commissionairsactiviteiten meer mocht verrichten. Daarnaast mochten banken en commissionairs niet de functie van hoekman vervullen⁵⁴. Zo'n duidelijke functiescheiding had niet eerder op de beurs plaatsgevonden. Met deze functiescheiding konden de beursactoren geen dubbele posities meer innemen⁵⁵. Het rapport van de Commissie Herziening Beursstructuur bracht ook op het gebied van de bevoegdheden van de beursactoren veranderingen teweeg. De VvdE besloot deze bevoegdheden vast te leggen. Ze maakte een onderscheid tussen haar leden in bedrijfsleden en in individuele beursleden. Tot de bedrijfsleden behoorden de ondernemingen. In geval van ondernemingen dient men te denken aan ondernemingen in alle mogelijke juridische vormen. De natuurlijke personen die met de bedrijfsleden verbonden waren, werden de beursleden genoemd⁵⁶. Tot de beursleden behoorden ook de beherende vennoten, bestuurders van de bedrijfsleden en hun vervangers. Vervolgens bakende de VvdE de functies van de leden af. De VvdE maakte een onderscheid tussen bedrijfsleden die wel en bedrijfsleden die niet onder de Wet Toezicht Kredietwezen (Wtk) vielen. Een bedrijfslid dat in een van de registers van de Nederlandse Bank N.V. (DNB) stond ingeschreven viel onder de Wtk. De bedrijfsleden die niet

⁵³ Vries, J. de, Damen E., Kamp, K. en Berger, J., *"120 jaar beurshandel in vogelvlucht: Vereniging voor de Effectenhandel 1876 - 1996"*, t.a.p. noot 45, p. 23.

⁵⁴ Hier verwijs ik naar het eerder genoemd deskonderzoek in de archieven van Amsterdam Exchanges. Zie verder Korthals-Altes, J.Ph., *"De Amsterdamse effectenbeurs op een nieuwe koers; voorstellen van de Commissie Herziening Beursstructuur, mede houdende een voorstel tot wijziging van de Statuten van de Vereniging voor den Effectenhandel"*, Beleidsnota, 1972, p. 11, 15 en 16.

⁵⁵ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 260 - 262.

⁵⁶ Cross, D.H. en Diephuis, J.H., *"De Amsterdamse effectenbeurs"*, uit de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15, t.a.p. noot 42, p. 6 - 7 en p. 19.

onder deze wet vielen, omdat ze niet in een van de registers stonden ingeschreven, kwamen onder het in 1973 opgerichte Interprofessioneel Instituut voor de Effectenhandel (IIE) te staan. Dit bedrijfslid kon als commissionair, dat wil zeggen voor derden, de effectenhandel uitoefenen. Tevens kon dit bedrijfslid voor eigen rekening als effectenhandelaar optreden. Een bedrijfslid dat wel in een van de registers van DNB was ingeschreven, kon als bank(ier) of als commissionair de commissiehandel in effecten uitoefenen. Voorts kon dit bedrijfslid als effectenhandelaar voor eigen rekening optreden. Het laatste onderscheid dat door de VvdE gemaakt werd was het hoekmansbedrijf. Een hoekman mocht de commissiehandel in effecten uitsluitend voor rekening van medeleden uitoefenen en mocht wel voor eigen rekening handelen in effecten. In dat geval kocht of verkocht hij van zijn eigen geld zonder te weten of hij al een koper had voor zijn gekochte effecten. Voor de niet-ingeschreven leden was het IIE van belang. Dankzij het IIE konden de niet-ingeschreven leden hun cliënten dezelfde diensten aanbieden als de wel-ingeschreven leden. In dit geval dient men te denken aan de administratie van geld- en effectenrekeningen. Daarnaast verzorgde het IIE ook de bewaring van effecten en de kredietverlening. De IIE gaf de Kas-Associatie N.V., destijds de bank van de effectenbeurs, de opdracht deze diensten aan de niet-ingeschreven leden te verlenen.

De vele hiervoor genoemde wijzigingen leidden tot een verzwaring van de bestuurstaken van de VvdE. De Commissie Herziening Beursstructuur stelde in haar rapport voor om een beroepsvoorzitter aan te stellen. De voorzitter, die geen lid van de VvdE mocht zijn, zou de hoogste functionaris binnen de VvdE zijn. Op 22 februari 1973 werd de heer J.Ph. Korthals Altes tot beroepsvoorzitter benoemd. Naast de aanstelling van een beroepsvoorzitter, stelde de commissie tevens voor de controle op naleving van de regelgeving door een zelfstandig controlebureau uit te laten voeren. Dit controlebureau, met een registeraccountant aan het hoofd, zou rechtstreeks onder de voorzitter moeten komen⁵⁷.

⁵⁷ Vries, J. de, *"Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976"*, t.a.p. noot 3, p. 264.

1.4.5 *Het controlebureau*⁵⁸

In het kader van beleggersbescherming zag de VvdE in dat zij in de gelegenheid moest worden gesteld haar leden aan een onderzoek te onderwerpen. Naar aanleiding van fusiegeruchten en de mogelijke gevolgen hiervan voor de aandelen op de beurs, werd het de voorzitter van de VvdE duidelijk dat er geen onderzoek door de beurs kon plaatsvinden. Noch de statuten, noch de reglementen lieten dat toe. De noodzaak tot een reglementswijziging dat de VvdE de bevoegdheid zou bieden op te treden werd duidelijk. Het besef onbevoegd te zijn om zaken van leden te onderzoeken en het advies van de Commissie Herziening Beursstructuur, hadden in 1973 geleid tot het besluit een controlebureau in te stellen. De VvdE besloot, via zelfregulering, dat er een controlebureau en een controlereglement moest komen. Dit reglement moest een juridische grondslag vormen voor het verrichten van onderzoeken bij de leden.

In het eerste concept-controlereglement de dato 26 september 1973 werd gesteld dat het controlebureau onder de VvdE ressorteerde. In het controlereglement is een taakomschrijving van het controlebureau te vinden. Volgens artikel 4 van dit reglement moest het controlebureau in staat zijn inlichtingen in te winnen zodat de zaken van bedrijfsleden konden worden beoordeeld. Tevens vermeldde het eerste concept-controlereglement dat het controlebureau de naleving door bedrijfsleden van de in de statuten, reglementen en andere voorschriften vervatte bepalingen moest controleren. Niet alleen de bepalingen, maar ook de in de effectenhandel algemeen geldende gedragsregels moesten door het controlebureau kunnen worden gecontroleerd. Het toezicht door het controlebureau was ook gebaseerd op "algemene regels van behoorlijk gedrag". Nadrukkelijk werd er in de taakomschrijving gewezen op de gedragsregels welke tijdens de aan- en verkoop van effecten in het maatschappelijk verkeer door de vele Amsterdamse banken moesten worden gehanteerd. Men diende onder andere te denken aan regels welke gericht waren op het voorkomen van het misbruik van voorwetenschap. Voorts moest het controlebureau kunnen onderzoeken of de leden (nog steeds) voldeden aan de aan hen gestelde eisen. Ook de juistheid van de door de

⁵⁸ Evenals paragraaf 1.4.3. "De buitenbeurshandel", is deze paragraaf op basis van een persoonlijk deskonderzoek in de archieven van Amsterdam Exchanges tot stand gekomen. Zie noot 50.

leden afgelegde verklaringen moest door het controlebureau kunnen worden onderzocht. Tenslotte werd in het concept-controlereglement vermeld dat het controlebureau een enquêtebevoegdheid had. Het concept-controlereglement vermeldde tevens dat het controlebureau zowel schriftelijk als mondeling inlichtingen mocht inwinnen. Het moeten indienen van periodieke gegevens werd gelijk gesteld aan het inwinnen van inlichtingen. Voorts was het controlebureau gerechtigd boeken en bescheiden van de leden in te zien. Een ingesteld onderzoek kon plaatsvinden op initiatief van het hoofd van het controlebureau, maar ook in opdracht van de voorzitter van de VvdE of in opdracht van het bestuur van de VvdE. Alvorens een onderzoek te starten, diende het desbetreffend bedrijf(slid), dat subject van onderzoek was, via een introductiebrief op de hoogte te worden gesteld van het onderzoek. In deze brief werd de aard van het in te stellen onderzoek aangegeven. De opgedane bevindingen van het controlebureau werden uitsluitend aan de voorzitter gerapporteerd. Indien het hoofd van het controlebureau meende dat het bedrijf(slid) ook geïnformeerd diende te worden, mocht hij daartoe overgaan. In de rapportage werden in beginsel geen andere gegevens dan noodzakelijk vermeld. Mocht de voorzitter van mening zijn toch hierover te moeten beschikken, *kon* hij dit verlangen⁵⁹. Mocht de voorzitter daarnaast, naar aanleiding van de rapportage, van mening zijn dat het bestuur hiervan in kennis gesteld diende te worden, dan liet hij dat aan het desbetreffende lid weten. Indien er bezwaar bij het lid mocht bestaan, kon deze in beroep bij de adviescommissie in controle-aangelegenheden. Deze commissie werd door het bestuur benoemd. Pas na machtiging van deze commissie kon de voorzitter het bestuur inlichten.

Op 2 oktober 1973 werd er een tweede concept-controlereglement gemaakt. Hier werden voornamelijk wat schoonheidsfoutjes weggewerkt. Bepaalde artikelen werden in tweeën gesplitst waardoor ze makkelijker te begrijpen waren. In artikel 4 (later 5) werd niet alleen in een alinea gesproken over algemeen geldende gedragsregels en misbruik van voorwetenschap. Dit was gesplitst en duidelijker omschreven. Ook dit controle-reglement kreeg geen algemene goedkeuring hetgeen tot gevolg had dat er op 23 oktober 1973 een derde concept-controlereglement werd gemaakt. Dit concept had de vereniging op 1 november 1973

⁵⁹ Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*De Amsterdamse effectenbeurs*", uit de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15, t.a.p. noot 42, p. 22.

besproken. Tijdens de artikelsgewijze behandeling van het derde concept-controlereglement werd verzocht het reglement door juristen te laten nakijken om juridische oneffenheden te voorkomen. In januari 1974 werd het derde concept-controlereglement door juristen van de Algemene Bank Nederland N.V. nader bekeken. In de vorm van een nota hadden de juristen het bestuur van advies voorzien. Nadrukkelijk wezen de juristen erop dat de nota bedoeld was om op de eventuele gevaren te wijzen en niet om aan te geven hoe de controle geregeld diende te worden. De juristen wezen er destijds op dat het van belang was om alle grote leden (de banken Bank Mees & Hope, AMRO, ABN en Pierson, Heldring & Pierson) erbij te betrekken. De kans bestond dat deze grote partijen bang zouden zijn om de touwtjes uit handen te geven. Als meest invloedrijke partijen stonden voor hen grote belangen op het spel. Het was voor deze partijen dan ook zaak dat zij bij het ontwerpen van het controlereglement aanwezig waren en hieraan konden deelnemen.

In de nota inzake het controlereglement van de VvdE werd uitgegaan van het laatste concept. Opvallend was dat de juristen de taak van het controlebureau, te weten het toezicht (controle en handhaving van de leden), in beginsel niet zagen zitten. Zij vonden het moeilijk te accepteren dat een niet-overheidsorgaan een soort politionele taak toebedeeld zou krijgen. Volgens de juristen paste het niet bij de VvdE om cliënten door de leden te laten controleren. Het is van belang te melden dat de hier genoemde banken indertijd, net als heden het geval is, een belangrijke positie binnen de structuur van de Amsterdamse Effectenbeurs bekleedden. Zij hadden een zeer grote invloed. De reden voor hun terughoudendheid was angst. Angst dat er gegevens van cliënten van leden bij het controlebureau terecht zouden komen die via de voorzitter uiteindelijk bij het bestuur bekend zouden worden. Hierdoor zouden de bedrijfsleden uiteindelijk door de leden aansprakelijk kunnen worden gesteld. Banken waren (en zijn) commerciële instellingen. Indien cliënten zouden vermoeden dat derden over hun gegevens konden beschikken, zouden zij minder snel geneigd zijn bij zo'n bank te bankieren. Banken zagen een potentieel gevaar om vooral de zeer vermogende cliënten te verliezen. Voorts is het niet onbelangrijk te vermelden dat de concurrentie tussen de banken van invloed was op het standpunt van de banken. Zij zouden het zeer onaangenaam vinden wanneer een concurrent wist welke cliënten tot hun cliëntèle konden worden gerekend en wat voor zaken zij met deze cliënten deden. De concurrent zou deze banken immers te slim af kunnen zijn. De kans dat een concurrent aan belangrijke

informatie zou kunnen komen was groot. Immers, binnen het bestuur van de VvdE waren meerdere (zo niet alle) grote banken vertegenwoordigd en het controlebureau zou zijn informatie aan het bestuur moeten doen toekomen. De juristen gaven ook aanvullende kritiek op onder andere de formulering van bepaalde artikelen. Dit gold bijvoorbeeld voor de zinsnede "*in het maatschappelijk verkeer aanvaarde gedragsregels*". Zij vroegen zich af wie bepaalde wat maatschappelijk (on)aanvaardbaar was. De juristen prefereerden een minder vage omschrijving van meerdere bepalingen. Wat betreft het misbruik maken van voorkennis waren zij het er mee eens dat dit bestreden diende te worden. Het probleem was echter de definiëring van misbruik maken van voorkennis. De juristen wezen erop dat in het Rapport inzake misbruik van voorwetenschap van 23 juli 1973 van de commissie Vennootschapsrecht nog geen definitie van misbruik van voorwetenschap bestond. De rechtskundigen bleven terughoudend ten opzichte van de bevoegdheden die het controlebureau zou krijgen. Ze benadrukten in de nota dat het beter zou zijn dit aan de overheid over te laten. Volgens hen kon de overheid op grond van de wet strengere controles uitvoeren⁶⁰. De juristen, afkomstig van de belangrijkste bedrijfsleden, verklaarden dat het gevaar zou bestaan dat de bedrijfsleden door hun cliënten aansprakelijk gesteld zouden worden. Op het gebied van misbruik van voorwetenschap erkenden zij het belang van een goede bestrijding hiervan. De vraag was wie dat zou moeten uitvoeren: de vereniging of de wetgever? De juristen gaven duidelijk aan dat in geval de vereniging niets zou ondernemen, de wetgever zou optreden en zij stelden dat de wetgever een strengere controle zou kunnen uitoefenen dan de vereniging⁶¹.

Op 15 februari 1974 hadden juristen van een aantal bedrijfsleden de hierboven genoemde nota besproken. Er werden wat wijzigingen in het concept-controlereglement doorgevoerd. Te weten: "*de naleving door cliënten van bedrijfsleden van door het bestuur nodig geachte en/of in het maatschappelijk verkeer aanvaarde gedragsregels*", kwam nu niet voor in de tekst van het controlereglement. Tijdens een vergadering, op 7 maart 1974, werd de gewijzigde tekst besproken. Er werd besloten om de verplichting tot naleving door de cliënten te laten vervallen. Na nog wat

⁶⁰ Een interne beleidsnota genaamd: "Nota inzake controlereglement van de Vereniging voor de Effecten", januari 1974.

⁶¹ Nota inzake controlereglement van de Vereniging voor de Effecten, januari 1974.

kleine wijzigingen te hebben doorgevoerd, werd het controlereglement op 16 mei 1974 tijdens een ledenvergadering aangenomen. Op 1 juni 1974 trad dit reglement in werking. Een jaar later, op 3 april 1975, sprak de vereniging over de bemanning en de uitbreiding van de staf van het secretariaat van het controlebureau. Vanuit het bestuur werd voor de functie van hoofd van het controlebureau de voorkeur gegeven aan een registeraccountant. Deze zou in dienst van de VvdE treden. Niet alleen het toezicht op de naleving van de regels, maar ook het toezicht op de financiële aspecten voortkomend uit de relatie tussen de Vereniging, IIE en de Kas-Associatie⁶² zouden tot de taak van het hoofd van het controlebureau behoren. Op donderdag 7 augustus 1975 meldde de VvdE dat de heer drs. R.A. Bothof, een register-accountant⁶³, aangenomen was als hoofd van het controlebureau. Het controlebureau was hiermee een feit. Toezicht op de regelgeving van de beurs, de zelf-regulering, was vanaf nu in handen van het controlebureau.

1.5 Internationalisering

Begin jaren tachtig van de twintigste eeuw waren de beursomzetten hoger dan ooit. Dit waren goede tijden voor de Amsterdamse Effectenbeurs. De beurs breidde haar handel uit hetgeen leidde tot verdere internationalisering. In 1975 besloot de VvdE een commissie in te stellen die de mogelijkheid en wenselijkheid van de vestiging van een optiemarkt in Amsterdam moest bestuderen. Het advies van deze commissie was positief. Naar aanleiding van dit advies stelde het bestuur van de VvdE een technische commissie in. Deze commissie kreeg tot taak zowel de optiebeurzen als de clearingorganisaties in Chicago, New York en Toronto grondig te bestuderen. Na een bezoek aan de Verenigde Staten te hebben gebracht bracht deze commissie haar rapport uit aan het bestuur. Na een verklaring van geen bezwaar van de Minister van Financiën kon op 30 november 1977 de Vereniging European Options Exchange (VEOE) worden opgericht⁶⁴. De VEOE was een pure Amsterdamse aangelegen-

⁶² De Kas-Associatie kan gezien worden als de "bank" van de beurs. Het is in 1806 ontstaan en heette toen "Associatie-Cassa". In 1865 werd naast de Associatie-Cassa de "Kas-Vereeniging" opgericht. Uiteindelijk fuseerden beide in 1952 en gingen op in de Kas-Associatie.

⁶³ Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*De Amsterdamse effectenbeurs*" uit de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15, t.a.p. noot 42, p. 21 en 22.

⁶⁴ Vries, J. de, Damen E., Kamp, K. en Berger, J., "*120 jaar beurshandel in vogelvucht: Vereniging voor de Effectenhandel 1876 – 1996*", t.a.p. noot 45, p. 24.

heid. Met de oprichting van een optiebeurs wilde de VvdE een samenwerkingsverband met de beurs van Londen aangaan. De opties zouden over beide beurzen verdeeld worden. Zowel vanaf de Amsterdamse als van de Londense vloer zou gehandeld kunnen worden. De afwikkeling zou door een gezamenlijke clearingorganisatie geschieden. Chauvinisme wordt als belangrijkste reden voor het afblazen van de Amsterdam-Londense samenwerking gezien⁶⁵. Daarnaast werkten de afwijkende wettelijke voorschriften waaraan deze beurzen waren onderworpen, meer tegen dan mee⁶⁶.

De optiebeurs trok de aandacht van het buitenland hetgeen tot verdere internationalisering leidde. Opvallend was dat er aan het eind van de jaren zeventig niet meer of heel weinig met fysieke aandelen werd gehandeld. De tijd van de oorspronkelijke aandelen met coupons/dividendbladen, de klassieke stukken of K-stukken, was voorbij⁶⁷. Om een goede concurrentiepositie te kunnen behouden moest het effectenverkeer zo professioneel mogelijk verlopen. In 1977 maakte de wet Giraal Effectenverkeer het mogelijk effecten efficiënt te leveren en die levering te verwerken. Voortaan werden effecten giraal geleverd. De girale levering verliep als volgt: deelnemers aan het effectenverkeer stortten een bepaald bedrag bij een centrale instantie genaamd NECIGEF⁶⁸. Wanneer men bepaalde aandelen verkocht en moest leveren, gaf het lid van de VvdE NECIGEF de opdracht de waarde van de aandelen van zijn rekening af te schrijven en op de rekening van de koper bij te schrijven. De koper, een lid van de VvdE, had natuurlijk ook een rekening bij NECIGEF. Het gevolg van dit systeem was dat de stukken in de kluis bleven liggen en er uitsluitend administratief werd geleverd. De belegger had zijn stukken in open bewaring gedeponneerd en was nu niet meer eigenaar van een bepaald te individualiseren stuk, maar mede-eigenaar van alle stukken van hetzelfde fonds die bij de bewaarder berustten. In geval hij zijn aandelen weer wilde doorverkopen, werd de waarde van zijn aandelen van zijn rekening afgeschreven.

⁶⁵ Er kan van chauvinisme worden gesproken wanneer het niet mogelijk, dan wel erg moeilijk is om te handelen in opties van niet-Nederlandse aandelen.

⁶⁶ Vries, J. de en Damen E., *"Een eeuw vol effecten"*, t.a.p. noot 23, H.7.

⁶⁷ Een obligatie bestaat uit een mantel en een couponblad. Een aandeel uit een mantel en een dividendblad.

⁶⁸ NECIGEF, een dochter van de VvdE, is een afkorting van Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V. en stond destijds onder toezicht van de Minister van Financiën.

De internationalisering had tot gevolg dat de handel steeds omvangrijker en onoverzichtelijker werd. Het verdwijnen van de oude generatie en de komst van jongere leden zorgden ervoor dat niet iedereen elkaar kende. Hierdoor vielen overtredingen van beursregels niet snel op. De beursstructuur was duidelijk – wat het toezicht op de beursvloer betrof – aan enige wijziging toe. Tot 1980 oefende de Commissie van Dienst het toezicht uit over de effectenhandel op de beursvloer. Deze commissie bestond uit negen leden van de VvdE. De leden waren afkomstig van banken, hoeklieden en commissionairs. Beurtelings waren deze leden Commissaris van Dienst. In deze functie beschikten zij over bepaalde informatie waarover zij zelf beroepsmatig niet mochten beschikken. In de functie van Commissaris van Dienst mochten de leden in de boeken van hun concurrenten kijken. Dit veroorzaakte enige wrevel op de beursvloer. Het werd tijd voor een "niet aan een ander lid verbonden persoon" die onafhankelijk was en in dat opzicht geen persoonlijk belang had bij de beschikbare fondseninformatie. In 1980 werd de eerste beroepscommissaris voor de Notering door de VvdE ingesteld. De taak van de Commissaris voor de Notering was het houden van toezicht op de beurs(vloer). Dit deed hij door er rond te lopen en de koersen te volgen. Indien er koersontwikkelingen waren die buiten een bepaalde bandbreedte vielen, werden deze gesignaleerd en in de gaten gehouden. Zodra de commissaris iets afwijkends constateerde werd de handel stilgelegd en teruggedraaid. Het teruggedraaien van de handel geschiedde in overleg met de voorzitter van de VvdE. Onverwijld werd het controlebureau ingelicht. Een jaar na het aantreden van de nieuwe voorzitter van de VvdE, B.F. Baron van Ittersum, werd een onafhankelijke klachtencommissie opgericht. Dat gebeurde in 1982⁶⁹. De invoering van een klachtencommissie was revolutionair. Daar waar een juridische procedure jarenlang kon duren, zorgde de klachtencommissie ervoor dat klachten sneller afgedaan konden worden. De instelling van een klachtencommissie had een commerciële reden. Nu straalde de Amsterdamse Effectenbeurs en haar leden nog meer betrouwbaarheid uit. Immers, in geval er iets mis zou gaan, kon de gedupeerde altijd naar de onafhankelijke klachtencommissie stappen.

⁶⁹ Op 1 januari 1983 begon de klachtencommissie met haar werkzaamheden. Jaarverslag 1982 van de Amsterdamse Effectenbeurs p. 10.

De internationalisering had ook meer mechanisering en meer automatisering tot gevolg. De jaren tachtig van de vorige eeuw kenmerkten zich door een economische groei. De groei van de financiële sector, in combinatie met de opkomst van de informatietechnologie, zorgden voor een steeds snellere handel in effecten. In 1985 ging de beurs over tot doorlopende notering van alle fondsen. Voorts werd een "Stockwatch" ingesteld. Dat had tot gevolg dat de koersbewegingen nauwkeurig werden gevolgd en geanalyseerd. Aan het begin van de jaren tachtig begon men meer en meer over de aanpak van misbruik van voorwetenschap te discussiëren. Om een eerlijke markt te kunnen garanderen voerde de VvdE in 1987 de Modelcode voorkoming voorwetenschap in. De overheid reageerde hierop door in 1989 misbruik van voorwetenschap strafbaar te stellen⁷⁰. In 1995 werd de eerdergenoemde Modelcode door de VvdE geactualiseerd⁷¹.

Op 19 oktober 1987, de zogenaamde zwarte maandag, vond er een beurskrach plaats. De krach was afkomstig van de New York Stock Exchange, de effectenbeurs te New York. Binnen enkele uren hadden verschillende beurzen over de hele wereld onder de gevolgen te lijden. Deze crash had tot gevolg dat het beleggend publiek voorzichtiger met effecten omging. Naar aanleiding van de gevolgen van de beurskrach deelde de VvdE haar leden in het jaarverslag van 1987 mede dat er maatregelen genomen moesten worden. Deze maatregelen moesten ertoe leiden dat de Amsterdamse Effectenbeurs haar structuur zou wijzigen. Hierdoor zou zij de steeds sneller veranderende markt kunnen bijhouden⁷². De effectenbeurs zou zo in staat zijn een slagvaardiger beleid te voeren om haar plaats op de internationale financiële markt te behouden⁷³. In 1989 richtten de VvdE en de VEOE de Stichting Toezicht Effectenverkeer⁷⁴ (STE) op. Hiermee werd het toezicht op Amsterdamse beurzen⁷⁵ een taak van de STE en ontwikkelde zich een nieuwe vorm van toezicht. De STE oefende in het begin haar toezichtstaken uit door het controlebureau op te dragen bepaalde onderzoeken in te stellen.

⁷⁰ In 1989 werd misbruik van voorkennis via de invoering van artikel 336a Wetboek van Strafrecht strafbaar gesteld.

⁷¹ Jaarverslag 1995 van de Amsterdamse Effectenbeurs, p. 26.

⁷² Jaarverslag 1987 van de Amsterdamse Effectenbeurs, p. 2-3 (Engelse versie).

⁷³ Jaarverslag 1995 van de Amsterdamse Effectenbeurs, p. 49.

⁷⁴ Meer over de STE en later de Autoriteit-FM, in hoofdstuk 2.

⁷⁵ Te weten de VvdE, de VEOE en de Financiële Termijnmarkt (FTA).

Het toezicht van de STE was niet alleen gericht op de interne regelgeving, maar ook op de regelgeving afkomstig van de overheid, de externe regelgeving. Bij een beschikking⁷⁶ van de Minister van Financiën kreeg de STE de bevoegdheid toezicht op de beurzen uit te oefenen⁷⁷.

Vanaf het begin van de jaren negentig drong het bij de VvdE door dat zij haar structuur ingrijpend moest wijzigen omdat zij anders haar internationale positie niet zou kunnen handhaven⁷⁸. Het gewijzigd beleid van de VvdE kwam onder andere tot uiting in de afschaffing van de beursbelasting en de vrijlating van provisie tarieven. Wat opviel was dat niet alleen het beleid zich had gewijzigd, maar dat er ook in de structuur van de VvdE veranderingen waren doorgevoerd. In 1990 werd er, in tegenstelling tot de voorgaande jaren, een organisatorisch onderscheid gemaakt tussen de interne regelgever en toezichthouder – te weten de VvdE – en het beursbedrijf. Juridisch was de structuur niet gewijzigd; de verenigingsstructuur bleef bestaan. Helaas mocht dit niet baten. Concurrentie dwong de VvdE in 1995 weer tot nadenken over herstructurering van de Amsterdamse effectenbeurs. Besloten werd over te gaan tot een "*organisatie met meer slagkracht*"⁷⁹. De juridische structuur zou ditmaal worden gewijzigd. In plaats van een vereniging met leden, zou de vereniging opgaan in een vennootschapsvorm met aandeelhouders. De Vereniging voor de Effectenhandel zou de eenentwintigste eeuw niet halen.

1.6 Van vereniging naar naamloze vennootschap

Zoals reeds uit paragraaf 1.5 is gebleken bracht de internationalisering van de beurshandel vele vernieuwingen met zich mee. Niet alleen de snel veranderende financiële wereld, maar tevens de technologische veranderingen – zoals de wereldwijde handel via computerschermen, ook wel de genoemd "de schermenhandel" – legden veel druk op de Amsterdamse effectenbeurs. Concurrentie dwong de Amsterdamse effectenbeurs tot veranderingen. Het was niet meer vanzelfsprekend dat handelaren en beleggers zich lieten leiden door traditie. De jaren negentig maakten

⁷⁶ Beschikking van Minister van Financiën d.d. 24 januari 1989, Stcrt. 1 februari 1989.

⁷⁷ Meer over de STE/Autoriteit-FM in het volgend hoofdstuk.

⁷⁸ Jaarverslag 1992 van de Amsterdamse Effectenbeurs, p. 45.

⁷⁹ Jaarverslag 1995 van de Amsterdamse Effectenbeurs, p. 45.

duidelijk dat de keuze van handelaren en beleggers bepaald werd door lage kosten, liquiditeit en een veilige en toegankelijke markt. De eenwording van Europa en de komst van een monetaire unie, de EMU, leidden tot het ontstaan van een Europese kapitaalmarkt. De Amsterdamse effectenbeurs had in tegenstelling tot de beurzen in Londen, Frankfurt en Parijs geen grote economische thuismarkt. Dit kon nadelig zijn voor de Amsterdamse effectenbeurs. De grotere beurzen probeerden en proberen vandaag de dag nog steeds om de buitenlandse fondsen binnen te halen. De Amsterdamse effectenbeurs beseftte dit al vroeg en wilde haar invloed niet verliezen. Via een fusie tussen de nationale beurzen trachtte zij zich tegen de opkomende concurrentie te wapenen. Het bestuur van de VvdE besloot een commissie in het leven te roepen die zou moeten adviseren omtrent een mogelijke fusie tussen de Amsterdamse beurzen. Tevens zou de commissie hierover aanbevelingen opstellen. In oktober 1995 accepteerde het bestuur van de VvdE de aanbevelingen van deze commissie, genaamd de commissie Hoogendijk. De commissie stelde voor de beurzen onder te brengen in een aparte vennootschap. Tevens werd voorgesteld de effectenclearingen van de Amsterdamse effectenbeurs en de VEOE in de vorm van een gezamenlijk afwikkelingsinstituut in een tussenholding onder te brengen. Tenslotte maakte de commissie het voor de leden mogelijk om bij de beurs te worden betrokken door in het kapitaal mee te delen. Dat kapitaal van de beurzen zou als volgt verdeeld moeten worden: de leden zouden 50% van het kapitaal ontvangen en de institutionele beleggers en de uitgevende instellingen zouden ieder 25% van het kapitaal krijgen.

Ten gevolge van de Europese éénwording kwam er op het gebied van het effectenverkeer steeds meer regelgeving. Deze vele Europese richtlijnen hadden evenzoveel wetswijzigingen tot resultaat. In het kader van de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 (Wte'95) zouden alleen leden toegang tot de beurs kunnen krijgen. Nu zou het wettelijk geregeld zijn dat men eerst lid van de beurs moest zijn aler men op de beurs mocht handelen. Hierover zouden destijds wel afspraken met de STE gemaakt moeten worden. In december 1995 werden de aanbevelingen door de leden van de VvdE aangenomen. Naar aanleiding hiervan werd een stuurgroep ingesteld. Nog voor de fusie plaatsvond zijn er wijzigingen in de aanbevelingen van de commissie Hoogendijk aangebracht. Een van de wijzigingen was het afzien van een ledenorganisatie. In plaats van een ledenstructuur besloot men over te gaan tot een vennootschapsvorm. De fusie tussen de VvdE en de VEOE zou ertoe leiden dat de

aandelen A (winstbewijzen) onder de leden zouden worden verdeeld. De aandelen B zouden met behulp van een "bookbuildingssysteem"⁸⁰ herplaatst worden. Dit hield in dat alle aandelen B bij institutionele beleggers geplaatst zouden worden. Op 1 januari 1997 was de fusie een feit. Uit de VvdE, de VEOE en de FTA is Amsterdam Exchanges N.V. (Amsterdam Exchanges/AEX) ontstaan; een structuurvennootschap. Zie figuur 1.2. De drie beurshouders gingen op in een beurshouder. De drie beurzen waren bij AEX N.V. in de vorm van werkmaatschappijen ondergebracht. De werkmaatschappijen waren: AEX-Effectenbeurs voor de effecten; AEX-Optiebeurs voor opties en futures; AEX-Agrarische termijnmarkt; AEX-Clearing and Depository voor afwikkeling en bewaarneming; AEX-Information Technology voor automatisering en systeembeheer. De koersinformatie was ondergebracht bij AEX-Data Services. De werkmaatschappijen hadden geen eigen regelgevende bevoegdheid. Regelgeving was afkomstig van AEX N.V.⁸¹. Ze kregen eigen inkomsten en budgetverantwoordelijkheid. Aan het hoofd van iedere werkmaatschappij stond een directeur. De directeur werd ondersteund door verschillende stafafdelingen. De stafafdelingen waren: financiële zaken, interne accountants-diensten, marketing en productontwikkeling, mediavoortlichting en public affairs, personeelszaken en regelgeving en juridische zaken. De directie van Amsterdam Exchanges moest verantwoording afleggen aan de Raad van Commissarissen.

⁸⁰ De voorinschrijving onder institutionele beleggers met als doel de vraag naar de te plaatsen aandelen in kaart te brengen staat bekend onder de naam bookbuilding.

⁸¹ Werkmaatschappijen zijn bedrijfseenheden die zelfstandig binnen Amsterdam Exchanges opereren. Persinformatie van Amsterdam Exchanges, 1997, p. 6.

FIGUUR 1.1 Organisatiestructuur Amsterdamse effectenbeurs vóór 1 januari 1997

FIGUUR 1.2 Organisatiestructuur Amsterdam Exchanges per 1 januari 1997

Zoals uit de figuren 1.1 en 1.2 kan worden afgeleid, heeft de herstructurering van de beurzen veel veranderd. De interne regelgeving kwam niet meer door het bestuur en de ledenvergadering tot stand. De directie van de gefuseerde beurzen besliste nu over nieuwe "leden". Aangezien er van een verenigingsvorm was afgestapt, paste het gebruik van de term leden niet meer. In plaats van leden sprak men nu over toegelaten instellingen. De toegelaten instellingen waren gebonden aan de door het bestuur genomen beslissingen. Tot de toegelaten instellingen behoorden in eerste instantie de bestaande leden van de VvdE en de VEOE. Op grond van hun lidmaatschap waren zij leden van de VvdE, de VEOE en de FTA. Deze leden waren nu niet aan een nieuwe toelatingsprocedure onderworpen. Zij werden van rechtswege tot AEX toegelaten onder de voorwaarde dat zij binnen een maand na de fusie een toelatingsovereenkomst getekend zouden hebben. De beursleden, zetelvertegenwoordigers en beursgemachtigden moesten zich opnieuw laten registreren. Voorts moesten de leden instemmen met de overdacht van oude dossiers van de VvdE, VEOE en FTA naar AEX. De reikwijdte van de vergunningen werd aangepast. Daar waar de VvdE vermeld stond, werd AEX ingevuld. Op het moment van de fusie waren er nog geen nieuwe reglementen. De gefuseerde beurzen gaven aan dat er voorlopig nog onder de oude regels gewerkt zou worden. Een ieder die na 1 januari 1997 actief op AEX wilde zijn, moest zich onderwerpen aan de reglementen van Amsterdam Exchanges N.V. De binding tussen de toegelaten instellingen en AEX berustte op een contract. Het gevolg hiervan was dat er geen beursleden meer bestonden. Tevens konden er geen bewindvoerders benoemd worden. Daarnaast hadden toegelaten instellingen geen inspraak meer bij een nieuwe toelating. Een bijkomend gevolg van de fusie was de vermindering van zelfregulering. In het kader van de fusie had de beurs afspraken met de toezichthoudende STE gemaakt. Amsterdam Exchanges N.V. bleef verantwoordelijk voor de handel op de beurs. Zij moest wel periodiek rapporteren aan de STE. In geval van misbruik van voorwetenschap was alleen de STE bevoegd om op te treden. Naast deze veranderingen waren er op het gebied van regelgeving meerdere veranderingen doorgevoerd. Internationalisering, globalisering en concurrerende (Europese) beurzen hebben er uiteindelijk toe geleid dat uit een fusie van de beurzen te Amsterdam, Parijs en Brussel, Euronext Amsterdam N.V. is ontstaan⁸².

⁸² Meer hierover in het volgende hoofdstuk.

Toezicht en regulering van de Nederlandse effectenwetgeving

2.1 Inleiding

*"We spelen allemaal graag een beetje kat en muis onder elkaar; als commissionairs en hoeklieden in een hoek. Ook onder elkaar en over en weer dan ook nog. Dat hoort nu eenmaal bij het beurspel en dat zal waarschijnlijk wel altijd zo blijven. Het moet misschien ook maar zo blijven want uiteindelijk moet de slimste in staat zijn de orders beter uit te voeren dan iemand die iets minder slim is. Dat is de sport die erin moet zijn"*¹

Dit citaat van de heer Van Marken, oud-voorzitter van de VvdE, toont duidelijk aan hoe er in de 60-er jaren van de vorige eeuw werd en waarschijnlijk ook vandaag de dag nog tegen de effectenbeurs en de handel in effecten wordt aangekeken. Uit het citaat blijkt dat ingewijden de beurshandel als een spel beschouwen. Ieder spel heeft zo zijn regels. Voor het beurspel gelden regels die in deze studie worden onderverdeeld in twee categorieën: enerzijds de regels opgelegd door of vanwege "de externe regelgeving" en anderzijds door zelfregulering², de interne regels ofwel "de interne regelgeving". Dat laatste kan worden omschreven als "de handelsregels" van de beurs. De verschillende beursactoren zijn verplicht zich op de beurs te houden aan de interne effectenregelgeving. De effectenbeurs creëert deze regelgeving zelf en is eindverantwoordelijke voor de naleving van voornoemde regels. Zowel de beurzen als de beursactoren moeten binnen het effectenverkeer rekening houden met de externe regels uitgevaardigd door de Nederlandse toezichthouder. Vanaf 1 maart 2002 is dat de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM). Voorheen was dat de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE)³. In

¹ De heer J.C. van Marken is voorzitter van de VvdE geweest. Deze uitspraak heeft hij in de ledenvergadering van 1 juni 1965 gedaan.

² Zelfregulering heeft tot gevolg dat het overheidstoezicht op de beurzen terughoudend van aard is. Volgens de Kamerstukken II, 1993/94, 3, p. 8 (MvT) is de "toetsing van zowel de regels als de handhaving" van het hiervoor genoemd toezicht slechts marginaal.

³ Hieronder meer over de Autoriteit-FM en de STE.

het verleden, ten tijde van de STE, kwam het regelmatig voor dat de toezichthouder bij de uitvoering van haar toezicht rekening diende te houden met een andere toezichthouder binnen het effectenverkeer, namelijk de Nederlandsche Bank (DNB). Om deze reden zal waar dat van toepassing is, DNB aan bod komen. Met de overgang van de STE naar de Autoriteit-FM, is de toezichtsstructuur veranderd. Hiermee heeft ook een beperking van de rol van DNB als toezichthouder voor effectentypische actoren plaatsgevonden. Hierover later meer. Vast staat dat de Autoriteit-FM in Nederland, sinds de oprichting van de STE, meer en meer de vorm van een volwaardige toezichthouder begint aan te nemen. Aan het eind van de jaren negentig heeft zij meer bevoegdheden gekregen om het toezicht op het Nederlandse effectenverkeer effectiever uit te oefenen. Zeer belangrijk hierbij is de toekenning van de bevoegdheden om boetes en dwangsommen uit te vaardigen op grond van de Wet bestuurlijke sancties financiële sector (WBS). Meer hierover in paragraaf 2.5.1. Mede door de gewijzigde rol van de Autoriteit-FM, heeft zij vandaag de dag een prominente positie als toezichthouder van onder andere effectentypische actoren. Daarom is het voor deze studie van belang om haar positie nader te bestuderen.

In dit hoofdstuk zal het toezicht uitgeoefend door de Autoriteit-FM en de daartoe strekkende bevoegdheden centraal staan. In paragraaf 2.2 wordt begonnen met de ontstaansgeschiedenis van de Autoriteit-FM. Vervolgens zal in paragraaf 2.3 de relevante Nederlandse effectenregeling worden besproken. Hierdoor kan de reikwijdte van de bevoegdheden van de Autoriteit-FM in beeld worden gebracht. Daarna zal worden weergegeven hoe de toezichtuitoefening daadwerkelijk geschiedt en welke afdeling van de Autoriteit-FM daar een belangrijke rol in vervult. Nadat duidelijk is geworden hoe de toezichthouder mogelijke wetsovertreders traceert, volgt een bespreking van de verschillende handhavingsprocedures waarmee een effectentypische wetsovertreder kan worden geconfronteerd. Dit hoofdstuk zal vooral de positie van de Autoriteit-FM in de handhaving van de effectentypische wetgeving verduidelijken zodat deze in het vierde hoofdstuk met haar Amerikaanse collega, de Securities Exchange Commission, kan worden vergeleken.

2.2 Van Stichting Toezicht Effectenverkeer naar Autoriteit Financiële Markten

Het toezicht op het Nederlands effectenverkeer is in verschillende wetten geregeld. Deze wetten wijzen verschillende toezichthouders aan. De meest bekende toezichthouder op het terrein van het Nederlands effectenverkeer is de Autoriteit Financiële Markten, bekend als de Autoriteit-FM of in de volksmond de A-FM. Dit is niet altijd zo geweest. Tot en met 31 januari 1989 viel het toezicht op het effectenverkeer, waaronder het toezicht op de Amsterdamse Effectenbeurs, onder de Minister van Financiën. Op grond van de Beurswet 1914 werd dit toezicht deels door de Commissie van Bijstand voor de Uitvoering van de Beurswet 1914⁴ uitgeoefend. De in hoofdstuk een genoemde commissies van toezicht⁵ hielden toezicht op de andere beurzen, namelijk de Optiebeurs en de Financiële Termijnmarkt Amsterdam⁶.

Aan het eind van de zeventiger jaren, begin van de tachtiger jaren van de vorige eeuw viel er op het gebied van het effectentoezicht langzamerhand een wijziging te constateren. Niet alleen de Nederlandse overheid, maar ook op Europees niveau werd nagedacht over het functioneren van de effectenhandel. Het gevolg hiervan was een toename aan regels die later – in de vorm van harmonisatierichtlijnen – in onder andere Nederland de basis zouden vormen voor nieuwe regelgeving. Begonnen werd met de invoering van de Wet effectenhandel (Weh) en met een algemene herziening van de bestaande effectenwetgeving. In de lijn van het door het tweede kabinet Lubbers gevoerd beleid⁷, besloot het effectenwezen⁸ in samenspraak met de Minister van Financiën om, evenals in het

⁴ Zie ook paragraaf 1.3.1.

⁵ Te weten de Commissie van Toezicht op de Optiebeurs en de Commissie van Toezicht op de Financiële Termijnmarkt Amsterdam.

⁶ Mok, M.R., *Toezicht effectenverkeer (I)*, TVVS, 1989, nr. 3, p. 77.

⁷ Het beleid dat het tweede kabinet onder leiding van Minister-president R. Lubbers, in de periode 1986 - 1989 heeft gevoerd, was gericht op het verzelfstandigen van bepaalde overheidstaken. Kamerstukken II, 21038, 3, p. 12. (MvT)

⁸ Te weten de Effectenbeurs, Optiebeurs. De Financiële Termijnmarkt Amsterdam (FTA) kreeg pas onder de Wte'92 de status van effectenbeurs, maar rapporteerde desondanks aan de STE. STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 12 en STE, *Jaarverslag 1990*, Amstelveen, mei 1991, p. 5.

Verenigd Koninkrijk het geval was⁹, het toezicht op het effectenverkeer niet meer door de Minister maar door een zelfstandige instelling te laten verrichten. Deze instelling moest formeel los van de overheid staan¹⁰. Aangezien de in 1986 ingevoerde Weh niet de mogelijkheid bood om de krachtens deze wet uit te oefenen controle te delegeren, bleef het toezicht op de buitenbeurshandel een taak van de Minister van Financiën. Deze Minister besloot, naar aanleiding van voornoemd overleg, zijn bevoegdheden betreffende de beurshandel bij Ministeriële Beschikking aan een zelfstandig toezichthoudende instelling – de Stichting Toezicht Effectenverkeer – te delegeren. Met de instelling van de STE werden de Commissie van Bijstand voor de Uitvoering van de Beurswet 1914 en de Commissies van Toezicht opgeheven en kreeg de STE de verantwoordelijkheid over het beurstoezicht. Op 21 juli 1988 was het zover; de oprichting van de STE was een feit. Ruim zes maanden later, op 1 februari 1989, droeg de Minister bij Ministeriële Beschikking¹¹ het dagelijks toezicht op alle beurzen¹² over aan de nieuwbakken stichting¹³. Reeds bij haar oprichting was er in de statuten bepaald dat het bestuur van de STE zou moeten bestaan uit 4 tot 6 leden welke door de Minister zouden worden benoemd, geschorst dan wel ontslagen. Voorts was er in de

⁹ De Amsterdamse beurzen en de Minister van Financiën hielden de beurzen van het Verenigd Koninkrijk nauwlettend in de gaten omdat zij als Amsterdam's grootste concurrent werden beschouwd. Kort ervoor, in 1986, heeft het Verenigd Koninkrijk haar effectenwetgeving veranderd. De invoering van de Financial Services Act 1986 vormde het wettelijk kader voor deze wetgeving. In de Financial Services Act 1986 was het toezicht op het effectenverkeer geregeld. De toezichthouder op de Londense beurzen, het in 1985 opgerichte Securities and Investment Board (SIB), was een privaatrechtelijke rechtspersoon. Deze stond formeel los van de overheid, maar diende wel verantwoording aan de Minister voor Handel en Industrie af te leggen. Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 13 - 15. (MvT)

¹⁰ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 12 en 13. (MvT)

¹¹ Ministeriële Beschikking van 24 januari 1989, nr. 88/784, Stcrt. 23, 1 februari 1989.

¹² Naast de Effectenbeurs en de Optiebeurs, valt ook de door de Minister van Financiën in 1989 erkende Rotterdam Energy Futures Exchange (Roefex), onder het toezicht van de STE. STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 12 - 13. Op verzoek van de Roefex en na de STE gehoord te hebben, heeft de Minister van Financiën de beursvergunning van de Roefex per 27 september 1990 laten vervallen. STE, *Jaarverslag 1990*, Amstelveen, mei 1991, p. 14. De FTA zou pas medio 1992 onder het wettelijk toezicht van de STE komen te staan. STE, *Jaarverslag 1990*, Amstelveen, mei 1991, p. 5 en STE, *Jaarverslag 1991*, Amstelveen, mei 1992, p. 5.

¹³ Uit: Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 12 (MvT)

statuten bepaald dat de door de bedrijfstak¹⁴ voorgedragen bestuursraden¹⁵ door de Minister moesten worden benoemd. Alle oprichters, de VvdE, de VEOE en de Minister, beoogden met een "stichting" een zo onafhankelijk mogelijk lichaam in het leven te roepen. De oprichters deelden de mening dat de rechtsfiguur van een stichting het best in staat zou zijn om de "*rechtshandelingen in onafhankelijkheid*" te verrichten, omdat daarbinnen geen goedkeuring van een leden – of aandeelhoudersvergadering was vereist¹⁶. Het toezicht op de effectenbeurzen werd gebaseerd op gemandateerde bevoegdheden die de Minister, op grond van de Beurswet 1914, had opgedragen aan de STE¹⁷.

De STE, die vanaf haar oprichting als "waakhond" van het Nederlands effectenverkeer in het algemeen en van de beurzen in het bijzonder wordt beschouwd¹⁸, oefende zowel het prudentieel als het gedragstoezicht uit over het merendeel van de effectentypische (financiële) instellingen. In dit toezichtsmodel, ook wel het sectoraal toezichtsmodel genoemd, bestond de kans op tegenstrijdige toezichtsdoelstellingen, hetgeen weer spanningsvelden kon creëren. Daar waar de toezichthoudende STE geconfronteerd werd met sectoroverschrijdende onderwerpen, kon zij de hulp van de Raad van Financiële Toezichthouders (RFT) inroepen¹⁹. Naast het feit dat de STE het toezicht uit kon oefenen door regels vast te stellen, was zij bevoegd om aan de hand van de bepaalde criteria er op toe te zien dat zowel de regels als de naleving van deze regels in overeenstemming met deze maatstaven waren. De criteria die de STE hierbij hanteerden zijn:

- *voldoende bescherming voor de belegger en*
- *een behoorlijke functionering van de effectenhandel.*

¹⁴ De beurzen dragen een bestuursraad voor. Na de inwerkingtreding van de Wet Toezicht Effectenverkeer in 1992, de Wte'92, zou een organisatie in de buitenbeurshandel ook een bestuursraad mogen voordragen. Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 13 en 14 (MvT). De Wte'92 zal in § 2.3. nader worden besproken.

¹⁵ Een bestuursraad behoort niet tot het bestuur en heeft geen stemrecht. Zij worden door de bedrijfstak voorgedragen en hebben een adviserende functie. Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 13 (MvT).

¹⁶ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 13 (MvT) en Mok, M.R., *Toezicht effectenverkeer (II)*, TVVS, 1989, nr. 89/4, p. 103.

¹⁷ Zie Ministeriële Beschikking van 24 januari 1989, nr. 88/784, Stcrt. 23, 1 februari 1989 en STE, *jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 5.

¹⁸ Rank, W.A.K., *Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE)*, Nieuwsbrief bedrijfsjuridische berichten, 7 maart 1989, nr. 5, p. 50.

¹⁹ Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2, p. 6.

Ondanks de inspanningen van de financiële toezichthouder, te weten de STE, DNB en PVK bleek de toezichtsuitoefening efficiënter te kunnen. Tegenstrijdige toezichtsdoelstellingen, zoals een botsing tussen het prudentieel – en het gedragstoezicht, bemoeilijkten nodeloos de taakuitoefening van de verschillende toezichthouders. Daarnaast was het voor de consument van financiële producten niet altijd even duidelijk bij welke toezichthouder zij terecht kon. Naar aanleiding van een door de Minister van Financiën ingediend wetsvoorstel, brak er voor de toezichthouders van de financiële sector, waaronder de effectentypische toezichthouders, op 6 februari 2002 een nieuwe periode aan. De door de Minister ingediende nota "Hervorming toezicht financiële marktsector"²⁰ heeft geleid tot een reorganisatie van de toezichtsstructuur op de financiële marktsector. Voornoemde nota heeft de basis gecreëerd voor het verlaten van het sectorale toezichtsmodel en het toepassen van het functionele toezichtsmodel. Dit heeft, op 1 maart 2002, geleid tot de overgang van STE in de Autoriteit Financiële Markten. Met deze naamswijziging heeft zowel een verruiming van financiële doelstellingen als van de bevoegdheden plaatsgevonden. Voor de bovengenoemde hervorming van het toezicht op de financiële marktsector, waar het effectenverkeer een onderdeel van uitmaakt, heeft de wetgever aan de hand van de drie algemene financiële doelstellingen, het nieuwe toezichtsmodel nader ingevuld. De algemene doelstellingen die binnen de wereld van de financiële toezichthouders gelden zijn:

- a. het systeemtoezicht; gericht op de stabiliteit van het systeem*
- b. het prudentiële toezicht; gericht op de soliditeit van financiële instellingen;*
en
- c. het gedragstoezicht; gericht op goed gedrag, op transparantie op de markt*

Bovengenoemde doelstellingen zijn gericht op het belang van de consument. Desondanks bestaat er tussen de eerste twee doelstellingen, het systeemtoezicht en het prudentieel toezicht, meer samenhang dan met de derde doelstelling: het gedragstoezicht. Het systeemtoezicht en het prudentieel toezicht blijken nauw met elkaar te zijn verbonden omdat zij beide, weliswaar vanuit een andere benaderingswijze, gericht zijn op de financiële stabiliteit van bedrijven. De derde algemene doelstelling, het gedragstoezicht, is in beginsel losgekoppeld van de financiële soliditeit

²⁰ Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2.

van instellingen en richt zich uitsluitend op de verhoudingen van marktpartijen, de relaties tussen de verschillende financiële actoren. Dit onderscheid, deze tweedeling tussen de algemene financiële doelstellingen heeft er onder meer aan bijgedragen dat de wijziging, van het toezichtsmodel van sectoraal naar functioneel, heeft kunnen plaatsvinden. Daarnaast speelde ook de efficiëntie een belangrijke rol. In het sectorale toezichtsmodel kwam het geregeld voor dat zowel de STE als DNB inefficiënt werkten. Dit kwam doordat zij zichzelf onnodig administratief belastte. Daar deze toezichthouders op bepaalde punten aan dezelfde administratieve eisen moesten voldoen, leverde dit niet alleen doublures op, maar kon dat ook leiden tot verwarring en onnodige irritatie bij de (financiële) instelling. Op grond van het voorafgaande was de Minister van Financiën van mening dat de invoering van een functionele toezichtsstructuur op zijn plaats was. In het functionele toezichtsmodel is het systeemtoezicht een taak voor de DNB²¹. DNB heeft ook het prudentieel toezicht over banken, beleggingsinstellingen en over effecteninstellingen. De PVK oefent het prudentieel toezicht uit over de verzekeraars. Daar waar DNB en de PVK geconfronteerd worden met sectoroverschrijdende onderwerpen, kunnen zij gebruik maken van een nauw samenwerkingsverband. De Autoriteit-FM oefent nu het gedrags-toezicht uit over zowel effectentypische als over niet-effectentypische (financiële) instellingen zoals de banken, de beleggingsinstellingen, de effecteninstellingen en de verzekeraars²². Deze verruiming van doelstellingen heeft ertoe geleid dat de naam van haar rechtsvoorganger te beperkt was geworden. Aangezien de wetgever meent dat de toezichthouder moet uitgroeien tot een echte autoriteit van de financiële markten heeft hij hem wat gereedschap aangereikt en meer bevoegdheden toegekend. Zo heeft de Minister de Autoriteit-FM de bevoegdheid

²¹ Dat was het ook ten tijde van het sectoraal model met de RFT als sectoroverschrijdend orgaan. Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2, pagina's 4, 10 - 11, 17 en 22.

²² Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2, p 22.

verleend om niet alleen het toezicht uit oefenen, maar ook om regels te stellen aangaande:

- *de financiële bijsluiter*²³
- *het consumentenkrediet*²⁴
- *beleggingsinstellingen*²⁵
- *consumenteninformatie en consumentenadvisering*

Meer over de bevoegdheden van de Autoriteit-FM en of DNB in de hierna volgende paragrafen.

Na deze historische bespreking van de STE en haar rechtsopvolger de Autoriteit-FM, zal in paragraaf 2.4 uitvoerig worden ingegaan op het toezicht dat deze toezichthouder op het effectenverkeer uitoefent. Maar alvorens daarmee wordt gestart, volgt in de volgende paragraaf eerst een bespreking van de relevante Nederlandse effectenwetten.

2.3 De relevante Nederlandse effectenwetgeving

Zoals aan het begin van dit hoofdstuk is opgemerkt zijn de Nederlandse effectenwetten, de externe regels, afkomstig van de overheid. De overheid probeert met deze regels bepaalde (rechts)gebieden te ordenen en schakelt hierbij de hulp in van daartoe aangestelde toezichthouders, de Autoriteit-FM en De Nederlandsche Bank²⁶. In Nederland hanteert de overheid, onder andere op het gebied van het effectenverkeer, een normatief toezichtstelsel²⁷. Dit houdt in dat de kwaliteit van het toezicht door wetgeving wordt gegarandeerd en dat de toezichthouder onafhankelijk

²³ Alle aanbieders van (complexe) financiële producten worden verplicht om op een zodanige wijze informatie over deze producten te verstrekken, zodat de belangrijkste kenmerken voor de consumenten duidelijk zijn. Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2, p. 29.

²⁴ Op grond van de Wet op het consumentenkrediet (Wck) dient een kredietverstrekker 'zich als goed kredietgever te gedragen (...)'. Daarnaast dient een kredietverstrekker zich te houden aan 'regels ten aanzien van informatieverstrekking'. Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2, p. 32.

²⁵ Het toezicht over de beleggingsinstellingen werd op grond van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) in het sectorale model uitgeoefend door DNB. In het functionele toezichtmodel is dit tot taak van de Autoriteit-FM geworden. Meer hierover in paragraaf 2.3.1 de externe regelgeving; de kaderwetgeving.

²⁶ De PVK geen rol bij het toezicht op de effectentypische instellingen.

²⁷ Handelingen Eerste en Tweede Kamer der Staten-Generaal, tekst van vergadering 51, 1996-1997, 18 februari 1997, p. 1.

van de overheid dient te functioneren. Daarnaast worden degenen die onder toezicht staan, in de gelegenheid gesteld om binnen het geldend wettelijk kader en in de praktijk gebezigde toezichtnormen te handelen.

In de hierna volgende subparagrafen zullen we de belangrijkste externe regelgeving bespreken. Hierbij zal er een onderscheid worden gemaakt tussen de regels die door de regering zijn uitgevaardigd, de kaderwetten, en andere regels die deze wetten nader invullen. Hiertoe behoort onder andere de regelgeving die is uitgevaardigd door of vanwege lagere (semi-)overheden; de uitvoeringsregels. In subparagraaf 2.3.1 wordt aangevangen met de meest relevante kaderwetten. Als eerste zal naar de Beurswet 1914 worden gekeken. Deze wet luidde het begin in van een nieuw tijdperk; een tijdperk van overheidsinterventie op het gebied van de effectenhandel. De Beurswet werd in het begin van de jaren tachtig opgevolgd door de Wet Effectenhandel. Laatstgenoemde wet zal vervolgens worden behandeld. Na de inwerkingtreding van de Wet Effectenhandel is gebleken dat de bestaande effectenwetgeving geheel diende te worden herzien. In versnelde mate is er vervolgens nieuwe effectenwetgeving tot stand gekomen. Aan het eind van deze subparagraaf zal deze herziening van de effectenwetgeving uitvoerig worden besproken. De uitvoeringsregels zullen in subparagraaf 2.3.2 aan bod komen waarna in de daaropvolgende paragraaf de regels zullen worden besproken die weliswaar niet door of vanwege de (lagere) overheid zijn uitgevaardigd, maar die desondanks een grote uitwerking kunnen hebben op het effectenverkeer. Hierbij dient men te denken aan regels die in het leven zijn getoepen door en voor een bepaalde groep actoren, bijvoorbeeld de commissionairs, en die ook alleen voor deze groep gelden. Deze vorm van reguleren, zelfregulering, wordt in deze studie tot de interne regelgeving gerekend.

2.3.1 Externe regelgeving; de kaderwetgeving

Op het gebied van het effectenverkeer is de externe regelgeving vrij laat tot stand gekomen. Zoals uit het eerste hoofdstuk is gebleken, nam de Nederlandse effectenhandel reeds in de 16^e eeuw een vaste vorm aan. Na drie eeuwen, in 1876, werd de Vereniging voor den effectenhandel opgericht. De overheid heeft zich tot 1914 niet met de effectenregulering bemoeid. Pas onder de dreiging van WO I, herzag zij haar standpunt. De Beurswet 1914 bleek, voor de regulering van de effectenhandel, het begin te zijn van overheidsinterventie.

De Beurswet 1914

Het geldend wettelijk kader voor het toezicht op het effectenverkeer, de externe regelgeving, vindt zijn oorsprong in de invoering van de Beurswet in 1914 en de daarbij behorende uitvoeringsbeschikkingen. Zowel de omvang als de invloed van deze wet waren erg beperkt. De wet, welke de beurzen formeel onder toezicht van de Minister plaatste, bestond uit tien bepalingen. In artikel 2 lid 2 Beurswet 1914 werd bepaald dat de Minister in verband met het toezicht voorschriften kon (doen) geven. Tevens werd in de Beurswet 1914 gesteld dat de Minister de bevoegdheid had om te (laten) bepalen welke fondsen tot de notering dienden te worden toegelaten²⁸.

Artikel 2:

- 1 *De beurzen staan onder toezicht van Onzen Minister van Landbouw, Nijverheid en Handel.*
- 2 *In verband met het toezicht, in het eerste lid bedoeld, is Onze genoemde Minister bevoegd, voorschriften te geven of te doen geven omtrent:*
 - 1^o *de opening en de sluiting der beurzen;*
 - 2^o *de noteeringen en de wijze, waarop ter beurze zaken worden gedaan;*
 - 3^o *de afwikkeling van prolongaties, voorschotten in rekening-courant of andere leeningen, welke van voor 29 Juli 1914 loopen en waarvoor fondsen tot onderpand werden gegeven, onverschillig of die leeningen al dan niet ter beurze werden gesloten; een en ander voor zooveel noodig onder afwijking van de voor eenige beurs bestaande reglementen van het plaatselijk bestuur of van eenige vereeniging.*

De Beurswet 1914 was in het leven geroepen om de beurzen ten tijde van oorlog²⁹ open te kunnen houden en had derhalve een tijdelijk karakter. De overheid besloot ordenend op te treden en zich alleen te richten op de handel die zich binnen de officiële effectenbeurs afspeelde; de "beurshandel". Deze ordenende overheid liet de beurzen vrij om eigen aanvullende regels op te stellen en de naleving van deze regels te controleren. Zelfs de buitenbeurshandel³⁰ werd in de Beurswet 1914 ongemoeid gelaten. Met de invoering van de Beursvoorschriften 1940 en 1947 werd duidelijk dat de overheid afstand begon te nemen van haar ordenende

²⁸ De term "fonds" is een verzamelnaam voor alle effecten die tot een bepaalde groep horen. Hierbij dient gedacht te worden aan effecten die door een onderneming zijn uitgegeven en die alle houders van dergelijke effecten, naar de mate van belang dat zij in het fonds hebben, gelijke rechten verleent. Vgl. Artikel 1 lid 5 fondsenreglement versie juni 1997.

²⁹ WO I.

³⁰ Meer over de buitenbeurshandel in paragraaf 1.4.3.

houding³¹. De in 1986 ingevoerde Wet effectenhandel gaf blijk van de nieuwe houding van de overheid.

De Wet effectenhandel

Doordat Nederland ten opzichte van de haar omringende landen een grote achterstand had op het gebied van effectenwetgeving, trok dit vele malafide effectenhandelaren aan. Dit had tot gevolg dat het aantal gevallen van effectenfraude een zorgwekkende vorm aannam³². Deze buitensporigheden in de handel die buiten de beurs om werd gevoerd³³ vormden aan het eind van de twintigste eeuw – de jaren zeventig en tachtig – de directe aanleiding tot het versneld invoeren van effectenwetgeving. Vooruitlopend op een algehele herziening van de effectenwetgeving, werd in 1985 de tijdelijke Wet effectenhandel (Weh) ingevoerd³⁴. Deze wet trad op 1 mei 1986 in werking en reguleerde de (buiten)beurshandel. Vanaf dat moment werd niet alleen de handel ter beurze, maar ook de effectenhandel die zich buiten de beurzen om afspeelde, aan regelgeving onderworpen. De Weh was erop gericht de particuliere beleggers, de niet-professionals, beter tegen misleidende beleggingsaanbiedingen te beschermen. Hierdoor wilde de wetgever het vertrouwen in het Nederlands effectenverkeer vergroten. Immers, de markt zou dan veilig(er) zijn hetgeen het vertrouwen van (particuliere) beleggers in de Nederlandse kapitaalmarkt moest opwekken c.q. versterken³⁵. Met de invoering van de Weh werd bepaald dat het toezicht op de buitenbeurshandel zowel formeel als materieel bij de Minister van Financiën zou berusten³⁶. De Weh bestond uit 18 artikelen en bevatte

³¹ Zie paragraaf 1.3.2.

³² Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, Tjeenk Willink, Deventer, 1997, 2^e druk, p. 4. Kamerstukken II, 1984/85, 18750, 4, p.1-2 en Kamerstukken II, 1984/85, 18750, 3, p. 8 – 9.

³³ Deze handel, de buitenbeurshandel, viel buiten het bereik van de Amsterdamse effectenbeurs. Laatstgenoemde kon geen toezichts- en/of controlebevoegdheden over deze handelwijze uitoefenen.

³⁴ Stb. 1985, 570.

³⁵ Kamerstukken II, 1984/85, 18750, 3, p. 10 (MvT)

³⁶ Rank, W.A.K., "Wet Toezicht effectenverkeer: een nieuwe lente, een nieuw geluid?", Nieuwsbrief bedrijfsjuridische berichten, 13 juni 1989, nr. 12, p. 132.

drie kernbepalingen: de artikelen 4, 6 en 9 Weh³⁷. Deze artikelen luiden als volgt:

Artikel 4

1. *Het is verboden in of vanuit Nederland buiten een besloten kring bij uitgifte effecten aan te bieden aan natuurlijke personen en rechtspersonen die niet beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen in effecten.*
2. *Het in het eerste lid vervatte verbod is niet van toepassing, indien*
 - a) *de aan te bieden effecten zijn toegelaten tot een beurs of aannemelijk is dat zij daartoe spoedig zullen worden toegelaten, of*
 - b) *ter zake van het aanbod een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat voldoet aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels mits daarnaar in elke schriftelijke bekendmaking van het aanbod wordt verwezen.*
3. *Voor de toepassing van dit hoofdstuk en de daarop berustende bepalingen wordt onder het bij uitgifte aanbieden van effecten mede verstaan het aanbieden van effecten van een soort, dat sedert de uitgifte nog niet buiten een besloten kring verkrijgbaar is geweest.*

In lid 1 van bovengenoemd artikel heeft de toenmalige wetgever bepaald dat het verboden was om in of vanuit Nederland (buiten een besloten kring) bij uitgifte effecten aan te bieden aan natuurlijke of rechtspersonen die niet beroepsmatig, dan wel bedrijfsmatig handelden of belegden in effecten. In lid 2 onder a heeft de wetgever een uitzondering op het eerste lid aangenomen. Hij heeft namelijk vastgesteld dat het in lid 1 vervatte verbod niet van toepassing was op effecten die reeds waren of nog zouden worden toegelaten tot de officiële notering aan een beurs. Voorts bevatte dit lid de bepaling dat bij het aanbod van effecten verwezen diende te worden naar een algemeen verkrijgbare prospectus³⁸. Dit prospectus³⁹ diende te voldoen aan bij Algemene Maatregel van Bestuur (AMvB) gestelde regels⁴⁰. Tenslotte heeft de wetgever in het derde lid bepaald dat onder "het bij uitgifte aanbieden van effecten" mede werd verstaan het aanbieden van effecten van een soort dat sedert de uitgifte nog niet buiten een besloten kring verkrijgbaar was geweest. Dit aanbiedingsverbod was alleen van toepassing indien een tussenpersoon

³⁷ Kamerstukken II, 1984/85, 18750, 3, p. 10 (MvT)

³⁸ Een prospectus is een schriftelijke aankondiging en beschrijving van de door aankomende of bestaande effectenuitgevende instellingen te leveren diensten.

³⁹ Mok. M.R., *Regulering effectenhandel*, TVVS, 1985, nr. 85/1, p. 21.

⁴⁰ Deze gegevens zijn redelijkerwijs van belang voor de beoordeling van onder andere de financiële positie en de perspectieven van de uitgevende instelling. Zie de hoofdstukken I en II van het Besluit Toezicht Effectenverkeer 1995 (Bte'95), bijlage bij artikel 2 Wte'95. Meer over de Bte'95 in paragraaf 2.3.2.

zijn bemiddelingsdiensten bij effectentransacties bewust aan het publiek aanbod⁴¹.

Een volgend kernartikel van de Weh was artikel 6:

Artikel 6:

1. *Het is verboden zonder vergunning in of vanuit Nederland buiten een besloten kring bemiddeling bij effectentransacties aan te bieden aan natuurlijke personen en rechtspersonen die niet effecten plegen uit te geven of daarin beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen.*
2. *Onze Minister verleent, op verzoek, een vergunning als bedoeld in het eerste lid, indien de aanvrager aantoont dat wordt voldaan aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen eisen ten aanzien van:*
 - a. *deskundigheid en betrouwbaarheid;*
 - b. *financiële waarborgen;*
 - c. *bedrijfsvoering;*
 - d. *aan het publiek te verstrekken informatie.*
3. *Aan een vergunning kunnen beperkingen worden gesteld en voorschriften worden verbonden met het oog op het tegengaan van ongewenste ontwikkelingen bij de handel in effecten. De beperkingen kunnen uitsluitend worden gesteld ten aanzien van de effectentransacties waarop de vergunning betrekking heeft.*

In lid 1 en 2 van artikel 6, de tweede kernbepaling, bepaalde de wetgever dat bij effectentransacties een vergunningensysteem voor de bemiddeling van toepassing was. De effectenbemiddelaar die in of vanuit Nederland – buiten een besloten kring⁴² – zijn diensten aanbod aan natuurlijke en/of aan rechtspersonen (die zelf geen effecten uitgaven dan wel beroeps- of bedrijfsmatig mee handelden of belegden), diende in het bezit te zijn van een vergunning. De Minister van Financiën verleende voornoemde vergunning indien voldaan was aan de in lid 2 onder a tot en met d genoemde eisen. Deze eisen kwamen neer op het volgende: de effectenbemiddelaar moest naast deskundig, ook betrouwbaar zijn. Daarnaast moest hij voldoende financiële waarborgen hebben en voldoen aan eisen aangaande zijn bedrijfsvoering. Tot slot bepaalde de wetgever in dit artikel dat de effectenhandelaar zich moest houden aan de toen geldende eisen

⁴¹ Kraaiveld, C.J. en Nieuwenhuyzen, W.J.M. van den, *Wet Effectenhandel*, WPNR, 24 mei 1986, nr. 5786, p. 371.

⁴² Over het begrip "besloten kring" zijn de meningen binnen de effectenwereld verdeeld. Gemakshalve kan de besloten kring van personen worden opgevat als een beperkte groep van personen. Deze groep is niet alleen beperkt van omvang, maar ook nauwkeurig te omschrijven. Dit begrip zal verder in deze paragraaf uitvoerig worden besproken.

betreffende de aan het publiek te verstrekken informatie⁴³. Lid 3 van dit artikel bepaalde dat er beperkingen aan een vergunning konden worden gesteld. De ratio van deze bepaling lag in het tegengaan van ongewenste ontwikkelingen bij de handel in effecten. Naast beperkingen mochten er ook voorschriften aan de vergunning worden verbonden. Dit vergunningensysteem was niet van toepassing op beursleden⁴⁴ die handelden in beursgenoteerde fondsen⁴⁵. Immers, zij stonden reeds onder "controle" van de beurs. Tot slot de laatste kernbepaling van de Weh; artikel 9.

Artikel 9:

1. *Het is verboden om zonder vergunning in of vanuit Nederland buiten een besloten kring de deelneming in een fonds voor gemene rekening open te stellen voor natuurlijke personen of rechtspersonen die niet beroeps- of bedrijfsmatig handelen of beleggen in effecten.*
2. *Onze Minister verleent, op verzoek, een vergunning als bedoeld in het eerste lid, indien ter zake van de deelneming een prospectus algemeen verkrijgbaar is dat voldoet aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels, degene die het fonds voor gemene rekening beheert een rechtspersoon is en de aanvrager tevens aantoonst dat wordt voldaan aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen eisen ten aanzien van:*
 - a. *deskundigheid en betrouwbaarheid*
 - b. *financiële waarborgen*
 - c. *bedrijfsvoering*
 - d. *aan het publiek te verstrekken informatie.*
3. *Aan een vergunning kunnen beperkingen worden gesteld en voorschriften worden verbonden met het oog op het tegengaan van ongewenste ontwikkelingen bij de handel in effecten.*

In deze laatste kernbepaling had de wetgever de vergunningsverplichting voor de openstelling van deelneming in een fonds voor gemene rekening opgenomen met dezelfde beperkingen als genoemd in artikel 6. Naast deze bepalingen was ook artikel 16 van de Weh van belang. In dit artikel werd bepaald dat de overtredingen van de in de Weh genoemde verbodsbepalingen economische delicten waren. Het overtreden van de Weh stond door deze koppeling met de Wet Economische Delicten (WED),

⁴³ Kamerstukken II, 1984/85, 18750, nr. 3, p. 12 (MvT)

⁴⁴ Met het begrip "beursleden" wordt verwezen naar de leden van de Vereniging voor de Effectenhandel van de Amsterdamse effectenbeurs. De leden werden onderscheiden in beursleden, bedrijfsleden en buitengewone bedrijfsleden. Deze begrippen worden uitvoering behandeld in paragraaf 2.3.3 en 2.3.3.1.

⁴⁵ Artikel 7 Weh.

gelijk aan het plegen van een strafbaar feit. Dit had tot gevolg dat de Economische Controle Dienst (ECD) verantwoordelijk werd voor de naleving van de Weh.

Uit het bovenstaande kan worden opgemaakt dat behoudens vrijstelling of ontheffing van de vergunningsplicht, het op grond van de Weh verboden was om buiten een besloten kring te bemiddelen bij effectentransacties⁴⁶. De gevolgen van de Weh waren verstrekkender dan de Beurswet 1914. Verschillende ongereguleerde handelingen, zoals aanbieden van effecten en de effectenbemiddeling werden door de Weh aan een vergunningensysteem gebonden. Op 22 januari 1987 werd bij Ministeriële beschikking bepaald dat kredietinstellingen en overige kapitaalmarktinstellingen, die destijds onder toezicht van De Nederlandsche Bank N.V. stonden, vrijstelling van de vergunningsplicht konden krijgen⁴⁷. Naast de beursleden die reeds vrijstelling van het vergunningsvereiste hadden gekregen, kregen ook bepaalde kredietinstellingen vrijstelling omdat de Minister van mening was dat zij reeds onder een goede toezichtsstructuur stonden van de Vereniging voor Effectenhandel en/of De Nederlandsche Bank N.V. Met de invoering van de Weh richtte de wetgever zich voornamelijk op het spoedig beëindigen van malafide praktijken. De invoering van het vergunningsvereiste heeft niet alle overige, weliswaar minder spoedeisende, problemen op het gebied van het effectenverkeer kunnen verhelpen. De effectenwetgeving had behoefte aan nog meer regelgeving om zo de vele hiaten te dichten. Er diende namelijk regels gecreëerd te worden die, in tegenstelling tot de Beurswet 1914 en de Beursvoorschriften 1940, in konden spelen op de toenmalige ontwikkelingen op de effectenmarkt. Laatstgenoemde wetten waren reeds achterhaald, immers de Beurswet 1914 bood slechts een wettelijk grondslag voor het toezicht op de beurzen. Doordat in de Beurswet 1914 de omschrijving van de toezichtbevoegdheden vrij algemeen was, bestond er rechtsonzekerheid over de reikwijdte van deze bevoegdheden⁴⁸. Nieuwe wetgeving zou deze onzekerheid moeten

⁴⁶ Er wordt gesproken van "bemiddelen bij effectentransacties", wanneer men als tussenpersoon bij de totstandkoming van effectentransacties werkzaam is. Zie Schlingmann, F.M., *Tien jaar effectenrecht II*, De Naamloze Vennootschap, april 1996, nr. 73/4, p. 94.

⁴⁷ Ministeriële Beschikking van 22 januari 1987, Stcrt. Nr. 24.

⁴⁸ Hillen, "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 8.

verhelpen. Daarnaast kwamen uit de ontwikkelingen in de effectenwereld nieuwe problemen voort waarvoor specifieke wetgeving was vereist zoals het voorkomen van misbruik van voorwetenschap en van publieks-misleiding. In 1992 werd met de invoering van de Wet toezicht effectenverkeer (Wte'92) een begin gemaakt aan een algehele herziening van de effectenwetgeving.

De algehele herziening van de effectenwetgeving

Aan het begin van de jaren negentig werd er een daadwerkelijke start gemaakt met de algehele herziening van de effectenwetgeving. Deze herziening bestond uit drie wetten:

- A de Wet toezicht effectenverkeer 1992 en de Wet toezicht effectenverkeer 1995;*
- B de Wet Melding Zeggenschap 1992 en 1996, en*
- C de Wet toezicht beleggingsinstellingen.*

De hierboven genoemde wetten zullen hierna worden besproken.

A De Wet toezicht effectenverkeer 1992

Op 15 juni 1992 zijn de Wet toezicht effectenverkeer 1992 (Wte'92)⁴⁹, het Besluit Toezicht Effecteninstellingen (Bte)⁵⁰, het Delegatiebesluit Toezicht Effectenverkeer⁵¹, de Ministeriële Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer⁵² en de Nadere Regeling Toezicht Effectenverkeer⁵³ in werking getreden. Met de invoering van de Wte'92⁵⁴ en diens uitvoeringsregelingen werd het toezicht op het gehele Nederlandse effectenverkeer in een wet geregeld, inclusief de beurshandel en de buitenbeurshandel. Hierdoor kwamen zowel de Beurswet 1914 als de Weh van 1985 te vervallen. Door de invoering van de Wte'92 versterkte de wetgever niet alleen het toezicht op de beurzen, maar werden tegelijkertijd ook bepaalde taken en bevoegdheden aangaande het toezicht

⁴⁹ Stb. 1991, nr. 141.

⁵⁰ Stb. 1991, nr. 750.

⁵¹ Stb. 1991, nr. 751.

⁵² Besluit van 25 maart 1991, Stcrt. 1992, nr. 93.

⁵³ Besluit van de Stichting Toezicht Effectenverkeer van 28 april 1992, Stcrt. 1992, nr. 93.

⁵⁴ De Wte'92 fungeert als kaderwet. Bij AMvB wordt er een nadere invulling gegeven aan de in de Wte gestelde eisen. STE, *jaarverslag 1990*, Amstelveen, mei 1991, p. 15.

op het effectenverkeer aan een onafhankelijke toezichthouder, de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) gedelegeerd. De Wte'92 streefde een adequate functionering van de effectenmarkt na. Daarnaast trachtte deze wet de (potentiële) beleggers en spaarders tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden te beschermen⁵⁵. Niet alleen het bevorderen van het vertrouwen van beleggers en spaarders in het financiële bestel, maar ook de goede naam van de Nederlandse financiële markten stond in deze wet centraal⁵⁶. Met de Wte'92, een product van de algemene herziening van de effectenwetgeving, heeft de wetgever getracht om de diverse hiaten op het gebied van het effectenrecht op te vullen. Er was namelijk gebleken dat er verscheidene gebieden waren die niet door de Beurswet 1914, Beursvoorschriften en/of de Weh werden bestreken. Een voorbeeld hiervan was de informatievoorziening door niet-genoteerde instellingen. Voor de buitenbeurshandel was er alleen de Weh. Deze wet regelde niets over de informatievoorziening door niet-genoteerde instellingen⁵⁷. Dankzij de Wte'92 was het beleggend publiek in staat om zich, door middel van prospectussen bij de uitgifte van effecten, of door middel van de periodieke financiële verslagen van de uitgevende instellingen, een (goed) beeld te vormen van de risico's van de aangeboden aandelen. Mede door de in de Wte'92 gecreëerde regelgeving aangaande de informatievoorziening was het duidelijk geworden dat de overheid voornemens was om de transparantie van de financiële markten te bevorderen⁵⁸.

Door de steeds belangrijker wordende internationalisering ontstond er bij de Nederlandse beurzen de drang om te groeien en zo de bestaande internationale positie te handhaven dan wel te vergroten. Dit leidde ertoe dat er bij de beurzen een weliswaar ambivalente, maar steeds groeiende behoefte aan regulering opkwam. Enerzijds betekende dit dat de beurzen zich aan de regels van de overheid zouden moeten gaan houden, wat een afbrokkeling van de bestaande zelfregulering inhield. Anderzijds betekende overheidsregulering een imago-verbetering wat weer van belang was in de concurrentiestrijd tussen de Europese beurzen.

⁵⁵ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, nr. 3, p. 2 (MvT)

⁵⁶ Doorenbos, D.R., "Misbruik van voorwetenschap als economisch delict", TVVS, 1989, nr. 89/12, p. 303.

⁵⁷ Rank, W.A.K., "Wet Toezicht effectenverkeer: een nieuwe lente, een nieuw geluid?", t.a.p. noot 36, 132.

⁵⁸ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 4 (MvT)

Immers, wanneer de overheid ook belangen zou hebben in een goede en gezonde effectenmarkt, zou zij deze met zorg bewaken en excessen zo mogelijk (doen) tegengaan. Zowel de Nederlandse als de buitenlandse beleggers zouden hierdoor naar de Amsterdamse Effectenbeurs worden getrokken en de voorkeur aan deze effectenbeurs geven, omdat deze regelmaat en betrouwbaarheid zou uitstralen. Kortom, een door de overheid gereguleerde beurs betekende een onafhankelijke toezichthouder die de belangen van de belegger in het oog hield. Een ander segment van de internationalisering was de internationale samenwerking. De Beurswet 1914 en de Weh boden niet de vereiste basis voor internationale samenwerking, terwijl dit wel voor een toenemende internationalisering van belang was. Op grond van de Wte'92 kregen de toezichthoudende instellingen, onder andere, inlichtingen en onderzoeksbevoegdheden. Ook werd het de toezichthouders mogelijk gemaakt om informatie met hun collega's in het buitenland uit te wisselen⁵⁹. Voordat de Wte'92 kon worden toegepast diende de wetgever ervoor te zorgen dat deze duidelijk en helder was. De betekenis van centrale begrippen, zoals het begrip "effecten", moest voor een ieder duidelijk zijn. Daarom heeft de toenmalige wetgever in artikel 1 een aantal begrippen gedefinieerd.

Artikel 1 onder a

effecten:

- ^{o1} *aandeelbewijzen, schuldbrieven, winst- en oprichtersbewijzen, optiebewijzen, warrants, en soortgelijke waardepapieren;*
- ^{o2} *rechten van deelgenootschap, opties, rechten op overdracht op termijn van zaken, inschrijvingen in aandelen- en schuldregisters, en soortgelijke, al dan niet voorwaardelijke, rechten;*
- ^{o3} *certificaten van waarden als hiervoor bedoeld;*
- ^{o4} *recepissen van waarden als hiervoor bedoeld;*

Deze opsomming omvatte tevens het begrip effecten zoals dat in de Weh werd gebruikt met als verschil dat het begrip effecten in de Wte'92 ruimer is⁶⁰. Niet alleen het begrip "effecten", maar ook de regels voor degene die met effecten werken, dienden duidelijk te zijn. Daarom waren er in de Wte'92 ook regels te vinden over de uitoefening van het beroep

⁵⁹ Wind, E. de, "De Wet effectenhandel in de praktijk", De Naamloze Vennootschap, april 1991, nr. 69/4, p. 92.

⁶⁰ Het omvat namelijk tevens waardepapieren aan toonder waarvan de rente gedurende de looptijd niet opeisbaar wordt. Uit: Grundmann, C.M., *Wet toezicht effectenverkeer 15 juni 1992 in werking*, Nieuwsbrief bedrijfsjuridische berichten, 29 mei 1992, nr. 11, p. 113.

of bedrijf van effectenbemiddelaar en over de uitoefening van het beroep of bedrijf van vermogensbeheerder. In deze wet werd een nieuwe definitie van het begrip "effectenbemiddelaar" naar voren geschoven:

Artikel 1 onder b:

effectenbemiddelaar:

- ^{o1} *Degene die als tussenpersoon, anders dan op grond van een overeenkomst als bedoeld onder c⁶¹, beroeps- of bedrijfsmatig werkzaam is bij de totstandkoming van transacties in effecten;*
- ^{o2} *Degene die beroeps- of bedrijfsmatig de mogelijkheid aanbiedt, door het openen van een rekening vorderingen te verkrijgen luidende in effecten, waarbij door middel van deze rekening transacties in effecten kunnen worden bewerkstelligd;*
- ^{o3} *Degene die als effectenhandelaar voor rekening effectentransacties verricht teneinde een markt in effecten te onderhouden of een voordeel te behalen uit een verschil tussen vraag- en aanbodprijzen van effecten.*

Daarnaast wijzigde de wetgever in de Wte'92 het uit de Weh afkomstige aanbodingsverbod⁶² en bemiddelingsverbod en liet hij het "professionelen"-criterium⁶³ vervallen⁶⁴. Verder maakte de Wte'92, in tegenstelling tot de Weh, voor "tussenpersonen" een onderscheid tussen effectenbemiddelaars en vermogensbeheerders. In lid 1 onder c van de Wte'92 was een aparte definitie van het begrip "vermogensbeheerder" te vinden.

Artikel 1 onder c

vermogensbeheerder:

Degene die beroeps- of bedrijfsmatig op grond van een overeenkomst het beheer voert over effecten die toebehoren aan een natuurlijke persoon of rechtspersoon dan wel over aan deze persoon toebehorende middelen ter belegging in effecten, daaronder begrepen het verrichten of doen verrichten van effectentransacties voor rekening van de persoon met wie de overeenkomst is gesloten.

⁶¹ Onder c staat dat het gaat om een overeenkomst van vermogensbeheer. Artikel 1 onder c geeft een definitie van het begrip vermogensbeheerder.

⁶² Hiermee wordt het zonder vergunning aanbieden van effecten bedoeld. Dit werd in de Weh verboden.

⁶³ De professionele partijen zijn hierdoor vrijgesteld van de werking van de Wte'92. Het is voor hen, in tegenstelling tot particulieren, immers makkelijker om malafide en/of ondeskundige effectenbemiddelaars en/of vermogensbeheerders op te sporen. De professionelen kunnen nu, in tegenstelling tot de Weh, flexibeler optreden. Vgl. Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 7 (MvT)

⁶⁴ Schlingmann, F.M., *Tien jaar effectenrecht*, De Naamloze Vennootschap, april 1996, nr. 73/4, p. 95.

Zowel de effectenbemiddelaars als de vermogensbeheerders werden op grond van de Wte'92 vergunningsplichtig. De wetgever had dit in de artikelen 6 tot en met 13 van hoofdstuk III van de Wte'92 ondergebracht.

Artikel 6

- 1 *Het is verboden om zonder vergunning als effectenbemiddelaar in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten voor natuurlijke personen of rechtspersonen niet behorende tot een besloten kring.*

Artikel 10

- 1 *Het is verboden zonder vergunning als vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten voor natuurlijke personen of rechtspersonen niet behorende tot een besloten kring.*

In de voornoemde artikelen kwam steeds het begrip "besloten kring" terug. De definitie van dit begrip bleek in de praktijk niet altijd even duidelijk. Volgens de Memorie van Toelichting mocht er van een besloten kring worden gesproken indien:

- *De groep van personen tot wie men zich wendt, beperkt van omvang is alsmede nauwkeurig omschreven dan wel bepaald;*
- *Deze personen in een zekere relatie staan tot degene die het aanbod doet, respectievelijk de deelneming openstelt, dit impliceert dat er naast de financiële relatie tussen de betrokken partijen nog andere relaties aanwezig moeten zijn;*
- *Bij de presentatie duidelijk kenbaar is gemaakt dat het ingaan op het aanbod op het deelnemen uitsluitend aan de groep personen is voorbehouden waarop de eerste en tweede overweging van toepassing is⁶⁵.*

Ondanks een dergelijk uitleg, bracht het begrip "besloten kring" veel jurisprudentie tot stand.

In artikel 8 en 12 van de Wte'92 had de wetgever een voorschrift opgenomen dat leden van effectenbeurzen vrijstelling van de vergunningsplicht konden krijgen. In artikel 8 Wte'92 stond de effectenbemiddelaar centraal; artikel 12 richtte zich op de vermogensbeheerder. Hieronder zal alleen de tekst van artikel 8 worden weergegeven, daar deze bijna gelijk is aan de tekst van artikel 12.

⁶⁵ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 7 (MvT)

Artikel 8

- 1 *Van het in artikel 6, eerste lid vervatte verbod zijn vrijgesteld effectenbemiddelaars die zijn aangesloten bij een organisatie, waarvan de houder een erkenning heeft als bedoeld in artikel 16⁶⁶, voor zover hun bemiddeling effecten betreft die zijn toegelaten tot de notering aan die effectenbeurs of waarvan aannemelijk is dat zij daartoe spoedig zullen worden toegelaten.*

In lid 2 van dit artikel was een voorschrift aan voornoemde vrijstelling toegevoegd.

- 2 *Aan de vrijstelling als bedoeld in het eerste lid is het voorschrift verbonden dat de effectenbemiddelaars voor wie de vrijstelling geldt zich houden aan de regels die zijn gesteld door de organisatie waarbij die effectenbemiddelaars zijn aangesloten en aan de regels die zijn gesteld door de houder van de desbetreffende effectenbeurs.*

In verband met de vrijstelling bevatte artikel 8 lid 3 een aanwijzingsbevoegdheid van de Minister.

- 3 *Indien Onze Minister ervan kennis neemt dat een effectenbemiddelaar als bedoeld in het eerste lid zich niet houdt of heeft gehouden aan het voorschrift als bedoeld in het tweede lid, kan hij aan de organisatie waarbij die effectenbemiddelaar is aangesloten dan wel aan de houder van de desbetreffende effectenbeurs een aanwijzing geven met betrekking tot een door deze jegens de effectenbemiddelaar te volgen gedragslijn.*

Opvallend was de in de Wte'92 opgenomen bepaling waaruit bleek dat voor het houden van een effectenbeurs, erkenning van de Minister van Financiën werd vereist. Op grond van de Wte'92 werd een algemene vrijstelling gecreëerd voor leden van effectenbeurzen in andere lidstaten van de Europese Gemeenschappen⁶⁷. De houders van de effectenbeurzen die reeds op grond van de Beurswet 1914 functioneerden, werden bij de inwerkingtreding de Wte'92 automatisch erkend.

⁶⁶ In artikel 16 staat dat de effectenbeurzen eerst een vergunning van de Minister moeten hebben, alvorens zij beurs kunnen houden.

⁶⁷ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, nr. 3, p. 9. (MvT)

Artikel 16:

- 1 *Het houden van een effectenbeurs is niet toegestaan dan na verkregen erkenning van onze Minister.*
- 2 *De erkenning wordt verleend indien het houden van de effectenbeurs, de voor de effectenbeurs te hanteren regels en hun toepassing, en de controle op de naleving van die regels zullen voldoen aan hetgeen nodig is met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers op die markten.*
- 3 *Aan de erkenning kunnen beperkingen worden gesteld en voorschriften worden verbonden met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers op die markten.*

Artikel 37:

Op het tijdstip waarop artikel 16 van deze wet in werking treedt, hebben de houders van de effectenbeurzen die zijn geopend op grond van artikel 2, tweede lid, onder 1°, van de Beurswet 1914 (Stb. 1914, 445) een erkenning als bedoeld in artikel 16 van deze wet.

Uit het voorafgaand blijkt een duidelijk verschil tussen de Weh en de Wte'92. Laatstgenoemde heeft verstrekkende gevolgen gehad voor de effectenregulering. Zo kan gesteld worden dat de Weh zich hoofdzakelijk heeft gericht op het reguleren van de buitenbeurshandel om zo de particuliere belegger te beschermen. Dit, in tegenstelling tot haar opvolgster die zich op het grote geheel zou richten. De Wte'92 streefde een adequate functionering van de effectenmarkt na en trachtte daarbij de positie van de beleggers op deze markt te verbeteren. Deze structuur is door haar opvolgster, de Wte'95, behouden. De toenemende internationalisering en het streven van de Europese Unie naar harmonisatie van effectenwetgeving hebben samen met de Europese regelgeving uiteindelijk de grondslag gevormd voor de Wte'95. Zo heeft Nederland in het kader van haar lidmaatschap van de Europese Unie gehoor gegeven aan de invoering van twee Europese richtlijnen: de richtlijn beleggingsdiensten – de Investment Services Directive (ISD) – en de richtlijn kapitaaltoereikendheid van beleggings- en kredietinstellingen – de Capital Adequacy Directive (CAD)⁶⁸ – Hierdoor zou de Wte'92 geen lang leven beschoren blijven. Bij wet van 16 november 1995⁶⁹ is de Wte'92 gewij-

⁶⁸ Richtlijn nr. 93/22/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 10 mei 1993 en richtlijn nr. 93/6/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 15 maart 1993.

⁶⁹ Stb. 1995, 475.

zigt en met ingang van 31 december 1995 is ⁷⁰ de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte'95) in werking getreden. De Wte'95 en de daarbij horende uitvoeringsbesluiten ⁷¹ zijn naar aanleiding van de uitvoering van de harmonisatierichtlijnen van de Europese Gemeenschappen tot stand gekomen. In de Wte'95 zijn deze EG-richtlijnen geïmplementeerd en is het toezicht op het effectenverkeer verder versterkt ⁷². De richtlijn beleggingsdiensten heeft volgens de Memorie van Toelichting onder andere tot doel:

"..de minimaal noodzakelijke harmonisatie van vergunning- en toezichtstelsels tot stand te brengen voor instellingen die beroeps- of bedrijfsmatig een of meer van de in deel A van de bijlage bij de richtlijn genoemde effectendiensten verrichten" ⁷³.

De invoering van deze richtlijn heeft ertoe geleid dat een effecteninstelling zoals Amsterdam Exchanges N.V., op grond van haar vergunning die is verleend door de bevoegde autoriteit (de Minister van Justitie/STE) van de lidstaat van herkomst (Nederland), bepaalde activiteiten binnen de Europese Unie mag verrichten. Dit kan zowel door het vrij verrichten van diensten als door het openen van een bijkantoor in een lidstaat. Het toezicht op deze effecteninstelling, in dit geval Amsterdam Exchanges N.V., wordt door de daartoe bevoegde autoriteit in de lidstaat van herkomst (de Minister van Financiën/STE) uitgeoefend. Soms is de bevoegde autoriteit in de lidstaat van ontvangst ⁷⁴ degene die het toezicht moet uitoefenen. In de richtlijn zijn hiertoe bepalingen opgenomen welke de onderlinge samenwerking tussen de beide toezichthouders moet bevor-

⁷⁰ Voorstel van Wet, Kamerstukken II, 1993/94, 23 874, nr. 2, p. 1 en Organisatie toezicht effectenverkeer, brief en rapport, Ministerie van Financiën, 30 augustus 1996, p. 3.

⁷¹ Tegelijkertijd met de Wte'95 zijn de uitvoeringsbesluiten te weten het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte'95) en het Delegatiebesluit Wet toezicht effectenverkeer 1995 (het Overdrachtsbesluit Wte'95) in werking getreden. Vgl. het besluit d.d. 14 december 1995, Stb. 1995, 646. Meer hierover in paragraaf 2.3.2. Externe regelgeving; de uitvoeringsregels.

⁷² De regelgeving afkomstig uit het Europese (harmonisatie) richtlijnenstelsel is met name voor het effectentypische toezicht van groot belang gebleken. Voorstel van Wet, Kamerstukken II, 1993/94, 23 874, nr. 2., p. 1 en Organisatie toezicht effectenverkeer, brief en rapport, Ministerie van Financiën, 30 augustus 1996, p. 3.

⁷³ Kamerstukken II, 1993/94, 23874, 3, p. 4 (MvT)

⁷⁴ De lidstaat op wiens grondgebied de betrokkene effectendiensten verricht. Kamerstukken II, 1993/94, 23874, 3, p. 4, (MvT)

deren. Om het doel te verwezenlijken is aan de richtlijn een scala van vergunningsvereisten en toezichtregels voor vergunninghouder toegevoegd. Verder heeft de richtlijn "beleggingsdiensten" tot doel de toegang tot het lidmaatschap van effectenbeurzen en andere erkende gereguleerde markten te liberaliseren⁷⁵. Dit heeft tot gevolg dat alle erkende effectenbeurzen en kredietinstellingen waaraan een lidstaat reeds een vergunning had afgegeven, in alle andere lidstaten van de Europese Unie en in de landen binnen de Europese Economische Ruimte⁷⁶, gelijk moeten worden behandeld. Dat wil zeggen dat zij onder gelijke voorwaarden als de instellingen die in de andere lidstaten zijn gevestigd toegang moeten krijgen tot zowel de gereguleerde markt als de clearing- en afwikkelingsstelsels van dat land⁷⁷. De richtlijn ISD, die tot doel heeft een goede controle van het effectenverkeer mogelijk te maken, beoogt daarbij de doorzichtigheid van prijsvorming bij effectentransacties te waarborgen⁷⁸. Uit het voorgaande kan de conclusie worden getrokken dat de richtlijn beleggingsdiensten de effecteninstellingen een Europees paspoort verschaft. Dit paspoort is alleen van toepassing op effecteninstellingen uit de lidstaten dan wel uit de staten van de Europese Economische Ruimte die deze richtlijn hebben geïmplementeerd⁷⁹. De andere richtlijn "kapitaaltoereikendheid van beleggings- en kredietinstellingen" heeft tot doel de voorschriften welke zijn gericht op de financiële soliditeit van effecteninstellingen, in het kader van wederzijdse erkenning van vergunning en toezichtstelsels, te harmoniseren. De voorschriften van deze richtlijn, die onder andere betrekking hebben op het eigen vermogen en het aanvangskapitaal van effecten- en kredietinstellingen, zijn in de artikelen 16 en 17 Wte'95 verwerkt⁸⁰. Hiermee

⁷⁵ Kamerstukken II, 1993/94, 23874, 3, p. 4, (MvT)

⁷⁶ De landen die Van Dijk noemt zijn onder meer: IJsland, Noorwegen en Liechtenstein. Vgl. Dijk, J.M. van, "Wet toezicht effectenverkeer 1995"; artikelsgewijs commentaar in de serie Tekst & Commentaar, deel Ondernemingsrecht, Kluwer, Deventer, 2000, p. 789.

⁷⁷ Hiermee worden de systemen bedoeld waarmee de afwikkeling van alle op de beurs uitgevoerde transacties worden verwerkt. De afdeling clearing van de beurzen draagt zorg voor de uit deze afwikkeling voortvloeiende verplichtingen jegens de marktpartijen. Van de internetpagina van AEX N.V. d.d. 04-11-1998: <http://www.aex.nl/aexorg.html#eff>

⁷⁸ Kamerstukken II, 1993/94, 23874, 3, p. 4, (MvT)

⁷⁹ Luyn, M van, "Wet toezicht effectenverkeer 1995", Vennootschap en Organisatie, februari 1996, afl. 2, p. 21.

⁸⁰ Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 19.

vormen deze voorschriften een gemeenschappelijk kader dat de risico's die effecten- en kredietinstellingen lopen, bewaakt⁸¹. Deze vrij technische richtlijn beoogt de in de richtlijn beleggingsdiensten genoemde doelen te realiseren.

Evenals bij de Wte'92, is het voor de toepassing van de Wte'95 van belang te weten wat er onder het begrip "effecten" moet worden verstaan. In de Wte'95 is de definitie van dit begrip opnieuw gewijzigd. In artikel 1 onder a sub 2 is de volgende definitie te vinden:

°2 rechten van deelgenootschap, opties, rechten op overdracht op termijn van goederen, inschrijvingen in aandelen- en schuldregisters, en soortgelijke, al dan niet voorwaardelijke, rechten;

Uit bovenvermelde definitie kan de conclusie worden getrokken dat de definitie zoals die in de Wte'92 was gegeven, in de Wte'95 is verruimd. Onder effecten worden nu ook "rechten op overdracht op termijn van goederen" verstaan. In plaats van de term "zaken", is nu de term "goederen" gebruikt. Voorts is in artikel 1 onder b en onder c van de Wte'95 ook de definitie van de begrippen "effectenbemiddelaar" en "vermogensbeheerder" uitgebreid.

Artikel 1 onder b
effectenbemiddelaar:

°3 Degene die beroeps- of bedrijfsmatig, anders dan bij uitgifte van effecten, voor eigen rekening effectentransacties verricht teneinde een markt in effecten te onderhouden of een voordeel te behalen uit een verschil tussen vraag- en aanbodprijzen van effecten;

In vergelijking met de Wte'92, is het begrip "effectenhandelaar" nu vervangen door datgene wat hierboven onderstreept is. Daarnaast is in de Wte'95 het begrip "effectenhandelaar" verruimd met:

°4 Degene die beroeps- of bedrijfsmatig effecten, bij uitgifte ervan, overneemt of plaatst;

°5 Degene die, al dan niet als tussenpersoon en anders dan op grond van een overeenkomst als bedoeld onder c, beroeps- of bedrijfsmatig werkzaam is bij de totstandkoming van rente-, valuta- of aandelenswaps of soortgelijke overeenkomsten;

⁸¹ Kamerstukken II, 1993/94, 23874, 3, p. 4 en 29 (MvT)

Het begrip "vermogensbeheerder" is in artikel 1 onder c uitgebreid met:

- °2 Degene die beroeps- of bedrijfsmatig op grond van een overeenkomst het beheer voert over rente-, valuta- of aandelenswaps of soortgelijke overeenkomsten;*

Anders dan in de Wte'92, worden in de Wte'95 in de verbodsbepalingen de begrippen "effectenbemiddelaars" en "vermogensbeheerders" niet op verschillende wijzen gedefinieerd. De effectenbemiddelaar en de vermogensbeheerder worden in hetzelfde artikel, artikel 7, aan een vergunningsplicht onderworpen. Daarnaast zijn de leden van erkende effectenbeurzen niet meer, zoals dat in de Wte'92 het geval was, vrijgesteld van de vergunningsplicht⁸² omdat in artikel 9 Wte'95 is bepaald dat deze leden vergunningsplichtig zijn geworden. Immers op grond van de richtlijn beleggingsdiensten kunnen de leden van een gereguleerde effectenbeurs hun effectendiensten slechts vrij in andere Europese lidstaten verrichten, indien zij over vergunning beschikken die zij in hun land van vestiging hebben verkregen. Ter verduidelijking worden de desbetreffende passages uit de hierboven genoemde wetartikelen weergegeven.

Artikel 7:

1. *Het is verboden zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten.*
2. *Het eerste lid is niet van toepassing op:*
 - a. *- h(...)*
 - i. *effecteninstellingen die zijn gevestigd in een andere lid-staat, niet zijnde instellingen als bedoeld onder h⁸³, die door middel van een bijkantoor in Nederland als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder diensten aanbieden of verrichten, indien:*
 - 1° *zij van de toezichthoudende autoriteit van die andere lid-staat een voor de uitoefening van het beroep of bedrijf van effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder benodigde vergunning hebben verkregen;*
 - 2° *Onze Minister van de toezichthoudende autoriteit van die andere lid-staat een kennisgeving heeft ontvangen, die bevat:*
 - een programma van werkzaamheden waarin de voorgenomen werkzaamheden en de organisatiestructuur van het bijkantoor zijn vermeld;*

⁸² Vgl. de artikelen 8 en 12 Wte'92.

⁸³ De hierbij bedoelde instellingen zijn: de kredietinstellingen of financiële instellingen die effectendiensten of vermogensbeheer in Nederland willen aanbieden en daartoe een vergunning hebben gebaseerd op de Wet Toezicht Kredietwezen 1992 (Wtk'92). Deze instellingen zijn uitgezonderd van de vergunningsplicht van de richtlijn beleggingsdiensten. Kamerstukken II, 23874, nr. 3, p. 42. (MvT)

- het adres van die bijkantoor;
 - de identiteit van de personen die het dagelijks beleid van het bijkantoor bepalen; en
 - gegevens omtrent de toepasselijkheid van een garantieregeling op de verplichtingen van het bijkantoor; en
- 3° Onze Minister de ontvangst van de kennisgeving, bedoeld onder 2°, en de inhoud daarvan aan de effecteninstelling heeft bekendgemaakt dan wel er twee maanden zijn verstreken vanaf het tijdstip waarop Onze Minister die kennisgeving heeft ontvangen;
- j. effecteninstellingen die zijn gevestigd in een andere lid-staat, niet zijnde instellingen als bedoeld onder h, die, anders dan door middel van een bijkantoor in Nederland, als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder diensten aanbieden of verrichten, indien:
- 1° zij (...) verkregen; en
 - 2° zij aan de toezichthoudende autoriteit van die andere lid-staat een kennisgeving hebben gezonden, die een opgave van de voorgenomen werkzaamheden bevat.

Artikel 8

1. Indien een andere lid-staat de richtlijn beleggingsdiensten of de richtlijn kapitaaltoereikendheid niet of onvolledig heeft uitgevoerd, kan Onze Minister bepalen dat artikel 7, tweede lid, aanhef en onder i en j, niet van toepassing is op effecteninstellingen die in die andere lid-staat zijn gevestigd.
2. Met ingang van het tijdstip waarop de maatregel, bedoeld in het eerste lid, ten aanzien van een lid-staat wordt ingetrokken, wordt ten aanzien van een in die lid-staat gevestigde effecteninstelling die op dat moment het beroep of bedrijf van effecteninstelling door middel van een bijkantoor of door middel van het verrichten van diensten in Nederland uitoefent en die daarvoor een vergunning als bedoeld in artikel 7, eerste lid, heeft verkregen, geacht te zijn voldaan aan artikel 7, tweede lid, onderdeel i, onder 2° en 3°, onderscheidenlijk onderdeel j, onder 2°. De aan de effecteninstelling verleende vergunning vervalt op dat tijdstip van rechtswege.

Artikel 9

Onze Minister verleent, op verzoek, een vergunning als bedoeld in artikel 7, eerste lid, aan een effecteninstelling die is aangesloten bij een organisatie waarvan de leden toegang hebben tot een effectenbeurs waarvan de houder een erkenning heeft als bedoeld in artikel 22, voor zover het betreft het als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder aanbieden of verrichten van diensten die onderworpen zijn aan door die organisatie en door de houder van die effectenbeurs gestelde regels, indien Onze Minister van die organisatie een kennisgeving heeft ontvangen, die bevat:

- a. een programma van werkzaamheden waarin de voorgenomen werkzaamheden en de organisatiestructuur van de effecteninstelling zijn vermeld;
- b. het adres van de effecteninstelling; en
- c. de identiteit van de personen die het dagelijks beleid van de effecteninstelling bepalen, tenzij Onze Minister vaststelt dat sprake is van een omstandigheid die ingevolge artikel 19, eerste lid, een intrekkinggrond zou opleveren.

Uit de redactie van artikel 7 Wte'95, de opvolger van artikel 6 Wte'92, blijkt dat het in de Weh en Wte'92 gebruikte begrip "besloten kring" is komen te vervallen. De achterliggende reden is het gegeven dat in de richtlijn beleggingsdiensten geen onderscheid wordt gemaakt tussen de werkzaamheden binnen en buiten besloten kring. Een volgende vernieuwing in de Wte'95 is het vereiste om een verklaring van geen bezwaar te bezitten alvorens het een effecteninstelling is toegestaan om een gekwalificeerde deelneming van meer dan 5% in een effecteninstelling te houden. Deze vereisten zijn opgesomd in artikel 16 Wte'95⁸⁴.

Artikel 16

1. *Het is verboden, anders dan na verkregen verklaring van geen bezwaar, een gekwalificeerde deelneming te houden, te verwerven of te vergroten in een effecteninstelling waaraan een vergunning is verleend op grond van artikel 7, vierde of zesde lid, of artikel 9, dan wel enige zeggenschap verbonden aan een gekwalificeerde deelneming uit te oefenen in een instelling als hiervoor bedoeld.*
(...)

In de Wte'95 zijn niet alleen de hiervoor genoemde richtlijnen verwerkt, maar zijn er ook strafbepalingen opgenomen. Deze bepalingen hebben betrekking op het gebruik van voorwetenschap en op publieksmisleiding bij de plaatsing van effecten⁸⁵. Deze wet heeft geen verandering in het toezichtstructuur van de Wte'92 aangebracht. Nog steeds is de Minister van Financiën verantwoordelijk voor de erkenning van de beurzen en was de onafhankelijke Stichting Toezicht Effectenverkeer, nu de Autoriteit-FM, de controlerende instantie voor het gedragstoezicht op de naleving van de Wte'95⁸⁶. Niet alleen voor de Wte'95, maar ook voor andere wetten heeft de wetgever de Autoriteit-FM de status van gedragstoezichthouder verleend. Naast de Wte'95, is de Autoriteit-FM ook verantwoordelijk voor het gedragstoezicht op de naleving van de Wet Melding Zeggenschap door ter beurse genoteerde vennootschappen⁸⁷.

⁸⁴ Hillen, "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 18.

⁸⁵ Hillen J.L.S.M, "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. V.

⁸⁶ Dit is gebaseerd op het Koninklijk Besluit (KB) van 18 december 1991, Staatsblad (Stb.) 751 en KB 8 december 1995, Stb. 624. Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten Wet toezicht effectenverkeer 1995 d.d. 21 december 1995, Staatscourant (Stcrt.) 1996, 251.

⁸⁷ Het delegatiebesluit, ook wel genoemd het Overdrachtsbesluit Wet melding zeggenschap 1996, d.d. 14 mei 1997, Stb. 209.

Deze wet, die dient te worden geplaatst in het kader van de algehele herziening van de effectenwetgeving, komt hieronder aan de orde.

B De Wet Melding Zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen

De algehele herziening van de effectenwetgeving heeft naast de invoering van de Wte tevens geleid tot de Wet Melding Zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (Wmz). Dit gebeurde op 1 februari 1992 en was gebaseerd op de Europese richtlijn⁸⁸ betreffende de melding van zeggenschap. Met de invoering van de Wmz'92⁸⁹ ontstond een meldingsplicht in geval van verkrijging of vervreemding van aandelen dan wel van zeggenschap in Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen. Hierdoor heeft de wetgever getracht om de doorzichtigheid van de effectenmarkt te vergroten door de marktbewegingen openbaar te maken. Om dit te realiseren voerde hij in de Wmz'92 een meldings- en openbaarmakingsplicht in. De meldingsplicht richtte zich tot de belegger. Op grond van de Wmz'92 was de belegger-aandeelhouder van een Nederlandse beursgenoteerde vennootschap verplicht om de stemrechten of het belang in het kapitaal van deze vennootschap te melden in geval zijn rechten en/of belangen voor het eerst werden toegelaten tot de officiële beursnotering en die rechten en/of belangen een van de wettelijke percentages van 5,10, 25, 50 of $66\frac{2}{3}$ of meer bereikten dan wel passeerden⁹⁰. Deze belegger diende dit zowel aan de desbetreffende vennootschap, als aan de Minister van Financiën te melden, maar op grond van het delegatiebesluit van de Wet Melding Zeggenschap geschiedde de daadwerkelijke melding aan de rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM, de STE. De openbaarmakingsplicht van de Wmz'92 richtte zich tot de vennootschap. Deze diende ervoor te zorgen dat de melding van de belegger aan de desbetreffende toezichthouder, openbaar werd gemaakt. Het overtreden van zowel de meldingsplicht als de openbaarmakingsplicht werd door de wetgever in

⁸⁸ Richtlijn 88/627/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen d.d. 12 december 1988.

⁸⁹ Ook wel genoemd de Wmz'91 zie Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 351.

⁹⁰ Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 351.

de Wmz bestempeld als een economisch delict⁹¹. Doordat de Wmz'92 niet bepaalde dat de bestaande stemrechten en/of belangen gemeld moesten worden, kreeg men geen duidelijk beeld van de bestaande verhoudingen. Deze ervaringen met de Wmz'92 hebben er toe geleid dat op 1 juni 1997 een verbeterde Wmz in werking trad; de Wmz'96⁹². In de Wmz'96 heeft de wetgever de meldingsplicht, na een inhoudelijke wijziging, gehandhaafd. Een vernieuwing ten opzichte van de Wmz'92, is de ingevoerde initiële meldingsplicht. Dit houdt in dat een ieder die, tijdens de officiële beursnotering, stemrechten dan wel een belang van vijf procent of meer in de beursgenoteerde vennootschap heeft, dit dient te melden⁹³. Ook de belegger die stemrechten dan wel belangen heeft in een vennootschap welke in de periode tussen de inwerkingtreding van de Wmz'92 en de inwerkingtreding van de Wmz'96 tot de officiële notering was toegelaten, dient dit op grond van de initiële meldingsplicht te melden⁹⁴. Naast voornoemde initiële meldingsplicht, is in de Wmz'96 de meldingsplicht van emissie-⁹⁵ en herplaatsingrestanten⁹⁶ verduidelijkt.

⁹¹ In deze studie wordt de definitie van economische delicten aangehouden zoals De Roos deze in het kader van zijn proefschrift beschrijft. Hij omschrijft een economisch delict als volgt: "*delicten begaan door ondernemingen en personen in de economische sfeer; dat wil zeggen: door ondernemingen, in het kader van hun deelneming aan het economische verkeer alsmede door personen in het kader van de economische activiteit van ondernemingen.*". Vgl. Roos, Th.A. de, "*Strafbaarstelling van economische delicten; een crimineel-politieke studie*", dissertatie RUU, Gouda Quint B.V., 1987, p. 1.

⁹² Wet van 29 november 1996, Stb. 629.

⁹³ Hillen, J.L.S.M., "*Effectenwetgeving*", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 352.

⁹⁴ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 2 (MvT)

⁹⁵ Een aandelenemissie is het uitgeven van nieuwe aandelen. Er kan van een aandelenemissie worden gesproken wanneer een vennootschap nieuwe aandelen uitgeeft om zo in haar financieringsbehoefte te voorzien. Voordat de vennootschap haar aandelen kan uitgeven, dient zij eerst te worden genoteerd. De beursnotering is aan regels gebonden. De vennootschap kan zich niet rechtstreeks tot het publiek richten. Hiervoor dient zij contact op te nemen met een hierin gespecialiseerde bank en/of effectenkantoor. Deze bank en/of effectenkantoor, ook wel introductanten genoemd, nemen de noteringsregels in acht en informeren het publiek via een introductiebericht. Hierna kan het publiek besluiten om aandelen tegen een bepaalde prijs aan te schaffen. Na de uitgifte van de aandelen heeft het bedrijf meer kapitaal en kunnen de aandeelhouders bepaalde rechten aan hun aandeel ontfangen. Amsterdamse Effectenbeurs, "*Beurs en effecten: de beurshandel en de vormen van beleggen*", uitgeverij Contact, Amsterdam/Antwerpen, 1993, p. 112-118.

Dit vond de wetgever ten tijde van de totstandkoming van deze wet van belang voor de professionele handelaren die in het bezit waren van een handelsportefeuille⁹⁷ en een beleggingsportefeuille⁹⁸. Op grond van de Wmz'92 moesten deze handelaren alleen de aandelen en/of stemmen die zich in de beleggingsportefeuille bevonden, bij de toezichthoudende STE aanmelden. De inhoud van de handelsportefeuille was destijds vrijgesteld van de meldingsplicht⁹⁹. Ondanks deze regeling bleek het in de praktijk anders uit te pakken. Het onderscheid tussen een handels- en een beleggingsportefeuille was niet altijd even duidelijk. Hierdoor werden bepaalde stemmen of aandelen ten onrechte niet aan de STE gemeld¹⁰⁰. Om onduidelijkheden te voorkomen heeft de wetgever in artikel 5 van de Wmz'96 bepaald dat de professionele beleggers gedurende drie maanden na verkrijging van de stemmen of aandelen van beursgenoteerde vennootschappen, deze niet tot hun handelsportefeuille mogen rekenen¹⁰¹. Na het verstrijken van voornoemde periode worden de stemmen of aandelen automatisch tot de beleggingsportefeuille gerekend. Zodra de aandelen uit de handelsportefeuille over gaan naar de beleggingsportefeuille, komt de vrijstelling te vervallen en dient er

⁹⁶ Herplaatsingsrestanten zijn restanten van de herplaatsing van bijvoorbeeld aandelen. Wanneer een aandeelhouder een groot gedeelte van het aandelenkapitaal van een vennootschap in handen heeft en daar in één keer afstand van zou willen doen, heeft dat tot gevolg dat de koersprijs zal dalen. Om dit te voorkomen kan de aandeelhouder over gaan tot het herplaatsen van aandelen. Evenals bij emissie het geval is, kunnen (potentiële) kopers zich inschrijven op de aandelen. Op deze manier kan de aandeelhouder zijn aandelen van de hand doen en voorkomen dat de koersprijs drastisch daalt.

⁹⁷ De naam "handelsportefeuille" impliceert dat de aandelen in deze portefeuille zijn bestemd voor de verkoop; voor de handel. De professionele handelaar kan deze aandelen niet aanwenden om er zeggenschap mee uit te oefenen. Artikel 5 Wmz'96.

⁹⁸ De beleggingsportefeuille is niet voor de handel bestemd, maar voor "eigen" gebruik. De handelaar kan zeggenschap met deze aandelen uitoefenen.

⁹⁹ Artikel 7 Wmz'96.

¹⁰⁰ Hillen, J.L.S.M., *"Effectenwetgeving"*, dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 355.

¹⁰¹ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 3. (MvT) Hierdoor wordt voorkomen dat de professionele beleggers de uit emissie- of herplaatsing overgebleven aandelen in een beleggingsportefeuille kunnen plaatsen zonder dat dit aan de STE te melden. Dit zou betekenen dat de uit emissie- of herplaatsing overgebleven aandelen van de meldingsplicht uitgesloten zijn, wat in strijd is met de doelstelling van de Wmz.

onmiddellijk aan de toezichthouder te worden gemeld¹⁰². Ook op het terrein van de openbaarmakingsplicht heeft de wetgever de Wmz'96 gewijzigd. Nu is niet meer de vennootschap, maar de toezichthouder verplicht om een ontvangen melding openbaar te maken¹⁰³. Een andere wijziging is het systeem van de "bandbreedtes"¹⁰⁴. In de Wmz'92 werd het systeem van verschillende bandbreedtes gebruikt. Deze bandbreedtes waren zodanig gekozen dat ieder zeggenschapspercentage onder een bepaald "blok" kon worden gebracht¹⁰⁵. In geval een wijziging in percentage tot gevolg had dat men onder een andere bandbreedte viel, moest dit worden gemeld¹⁰⁶. Het in de Wmz'92 gebedigde systeem bleek niet praktisch te zijn. Het was voor de meldingsplichtigen niet altijd duidelijk wanneer zij een wijziging moesten melden. In geval zij naar een hogere bandbreedte gingen, meldde men dat wel. Andersom verzuimde men dit vaak te melden¹⁰⁷. Dat laatste gaf de wetgever aanleiding om in de Wmz'96 een ander systeem te bezigen en de inhoud van de bandbreedtes duidelijker aan te geven¹⁰⁸. Zekerheidshalve heeft de wetgever in de parlementaire stukken van de Wmz'96 aangegeven dat men niet alleen een meldingsplicht heeft ingeval men onder een

¹⁰² Hillen, J.L.S.M., "*Effectenwetgeving*", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 354.

¹⁰³ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 3. (MvT) Meer over de openbaarmakingsplicht in paragraaf 2.1.2.

¹⁰⁴ Dit zijn zes blokken aan de hand waarvan wordt vastgesteld of er sprake is van het percentage zeggenschap in een effecteninstelling dat kan leiden tot het verplicht melden van deze percentage aan de STE. Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 3. (MvT)

¹⁰⁵ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 3. (MvT)

¹⁰⁶ Had een wijziging dit niet tot gevolg, maar bleef men binnen dezelfde bandbreedte, dan kon een melding achterwege blijven. Hillen, J.L.S.M., "*Effectenwetgeving*", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 355.

¹⁰⁷ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 4. (MvT)

¹⁰⁸ Artikel 1 lid 1 sub cWmz'96 geeft de volgende bandbreedtes aan: 0 tot 5, 5 tot 10, 10 tot 25, 25 tot 50, 50 tot $66\frac{2}{3}$ en $66\frac{2}{3}$ procent of meer. De Ministers van Financiën en Justitie hebben in 2002 een wetsvoorstel ingediend dat de herziening van de Wmz'96 tot gevolg zal hebben. Deze herziening is een onderdeel van "*voorstellen die de doorzichtigheid van de Nederlandse effectenmarkt voor zowel beleggers als beursvennootschappen moeten bevorderen*". Met deze herziening van de Wmz'96 zullen ondermeer de hiervoor aangegeven bandbreedtes worden vernaauwd. Dat houdt in dat er bandbreedtes van 15% en van 20% zullen worden ingevoerd. Voorts zal deze herziening tot gevolg hebben dat de beursvennootschappen een meldingsplicht bij kapitaalwijzigingen zullen krijgen. Actualiteiten, "Doorzichtigheid effectenmarkt", NJB, 22 november 2002, jrg. 77, p. 2123.

hogere bandbreedte valt, maar ook indien men onder een lagere bandbreedte valt¹⁰⁹. Dit werd onder de vorige wetgeving niet altijd begrepen. Tot slot is in de Wmz'96 de verplichting tot melding van het zeggenschap in beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal gewijzigd. Op dit gebied is de meldingsplicht beperkt. Vóór de Wmz'96 waren beleggers verplicht om telkens weer de percentages in deze beleggingsmaatschappijen aan te geven. Het melden van het steeds veranderend kapitaal dat inherent is aan dit soort maatschappijen, bewerkstelligt de ondoorzichtigheid van de effectenmarkt. Daarom heeft de wetgever in de Wmz'96 de meldingsplicht van deze beleggingsmaatschappijen beperkt. Voor deze maatschappijen gelden maar vier bandbreedtes¹¹⁰. Ze hebben nu een grotere speelruimte waardoor ze minder vaak hoeven te melden. Hierdoor kan het aantal meldingen afnemen wat weer zal zorgen voor een overzichtelijker en doorzichtiger geheel.

C. De Wet toezicht beleggingsinstellingen

De in 1990 ingevoerde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) vormt het sluitstuk van de algehele herziening van de effectenwetgeving. Deze wet bevat regels aangaande een bepaalde groep beleggers; de beleggingsinstellingen. Met de invoering van de Wtb wordt uitvoering gegeven aan de Europese richtlijn¹¹¹ betreffende de coördinatie van bepalingen over een bepaald soort beleggingsinstellingen. In artikel 1 sub c Wtb wordt een beleggingsinstelling omschreven als:

"...een beleggingsmaatschappij of beleggingsfonds".

In artikel 1 sub a Wtb is de volgende definitie van het begrip "beleggingsmaatschappij" te vinden:

"de rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of heeft verkregen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen".

¹⁰⁹ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, 3, p. 4. (MvT)

¹¹⁰ Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 355.

¹¹¹ Richtlijn 85/611 PB L 375 van de Raad van de Europese Gemeenschappen d.d. 20 december 1985.

In sub b van dit artikel uit de Wtb heeft de wetgever de volgende omschrijving aan het begrip "beleggingsfonds" gegeven:

"een niet in een rechtspersoon ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen;"

Beide instellingen hebben als doel de deelnemers in de opbrengst te laten delen; het zijn instellingen die onder meer collectief beleggen in effecten. De Wtb heeft zich bij de uitvoering van de ICBE-richtlijn¹¹² op de hier voor genoemde instellingen gericht. Met de invoering van deze wet heeft de wetgever beoogd om deze instellingen, ook wel ICBE-instellingen genoemd, een gelijke behandeling in de lidstaten te garanderen. ICBE-instellingen, instellingen voor collectief beleggen in effecten, zijn instellingen waarbij deelnemers op eigen verzoek kunnen inkopen en op eigen verzoek worden terugbetaald¹¹³. Evenals de Wte'95 heeft de Wtb tot algemeen doel: "het bevorderen van een adequate werking van de financiële markten en de bescherming van de beleggers op die markten"¹¹⁴. De wetgever heeft met de Wtb beoogd om in het bijzonder het vertrouwen van beleggers in de kapitaalmarkt als in de actoren op deze markt, te verbeteren. Dit zou tot gevolg moeten hebben dat de belegger meer vertrouwen in de financiële sector moet krijgen, wat de beleggingsinstellingen weer ten goede zou komen. Door in eerste instantie onder meer eisen te stellen aan de betrouwbaarheid, de deskundigheid en secundair aan de solvabiliteit van de beleggingsinstellingen, heeft de wet getracht om een toezichtskader te scheppen. De regels van de Wtb richten zich niet alleen op de financiële waarborgen, zoals de solvabiliteits, maar ook op de transparantie van de beleggingsmarkt. De reden hiervoor is dat de wetgever het niet tot de taak van de overheid beschouwt om via het toezicht de mate te bepalen waarin de belegger risico's mag nemen. De belegger is vrij om risico's te nemen.

¹¹² Een ICBE, d.w.z. "Instelling ter Collectieve Belegging in Effecten"; vgl ICBE-richtlijn 85/611/EEG.

¹¹³ Dit worden ook wel 'open-end'-instellingen genoemd. Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 201. Open-end instellingen zijn beleggingsmaatschappijen die haar deelnemingsrechten op verzoek van haar deelnemers terugkopen.

¹¹⁴ Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 202.

Met de invoering van de Wtb heeft de wetgever beoogd om te waarborgen dat het publiek een duidelijk en helder beeld moet kunnen vormen van de beleggingsmarkt. Kortom de markt moet zo transparant zijn dat de belegger zelf de risico's kan bepalen¹¹⁵.

De Wtb heeft haar eigen vergunningsregeling voor beleggingsinstellingen. Het in de Wte gesteld verbod om in of vanuit Nederland buiten een besloten kring effecten bij uitgifte aan te bieden is niet van toepassing op het aanbieden van deelnemingsrechten in bepaalde beleggingsinstellingen¹¹⁶. Artikel 4 Wtb, dat de kern vormt van deze wet, richt zich speciaal op deze specifieke instellingen.

Artikel 4 lid 1

Het is verboden in of vanuit Nederland buiten een besloten kring gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling waaraan geen vergunning is verleend, te vragen of te verkrijgen dan wel rechten van deelneming in een dergelijke beleggingsinstelling aan te bieden.

Na een vergunning op grond van de Wtb te hebben ontvangen, worden voornoemde instellingen ingeschreven in het register van de Wtb¹¹⁷ en mogen zij buiten een besloten kring gelden voor collectieve beleggingen werven. Alvorens een vergunning wordt verleend, wordt bij de aanvraag nagegaan of de beleggingsinstelling voldoet aan de wettelijke eisen. In de Wtb worden twee vergunningenstelsels toegepast. Deze stelsels kunnen worden onderscheiden in een algemeen en een bijzonder stelsel. Het algemeen stelsel is gebaseerd op artikel 5 Wtb en geldt voor alle

¹¹⁵ Samenhang en verschillen tussen de financiële toezichtwetten, notitie, Ministerie van Financiën, Den Haag, 30 augustus 1996, p. 6.

¹¹⁶ Dit verbod wordt genoemd in artikel 3 lid 1 Wte'95. Grundmann-Van de Krol, C.M., *Recente wetgeving effectentransacties*, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1995, p. 52.

¹¹⁷ Artikel 3 lid 2 onder d Wte'95 jº artikel 18 lid 1 Wtb.

beleggingsinstellingen. Het bijzondere stelsel is gebaseerd op artikel 6 van deze wet. Lid 1 van artikel 5 Wtb heeft de volgende redactie:

Artikel 5

1. *Onze Minister verleent een beleggingsinstelling, op verzoek en met inachtneming van artikel 6, een vergunning indien de aanvrager aantoont dat de beleggingsinstelling en de bewaarder, indien aan de beleggingsinstelling verbonden, voldoen aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen eisen met betrekking tot:*
 - a. *deskundigheid en betrouwbaarheid;*
 - b. *financiële waarborgen;*
 - c. *bedrijfsvoering; en*
 - d. *het verstrekken van informatie aan de deelnemers in de beleggingsinstelling en aan het publiek.*

In het eerste lid van bovenstaand artikel heeft de wetgever bepaald dat alle beleggingsinstellingen een vergunning kunnen krijgen indien zij voldoen aan de algemene eisen van deskundigheid, betrouwbaarheid, financiële waarborgen, bedrijfsvoering en indien zij zowel informatie verstrekken aan de deelnemers in de beleggingsinstelling, als aan het publiek. In de overige leden van artikel 5 Wtb, lid 2 en 3, worden meer eisen gesteld. In lid 2 wordt de eis gesteld dat de beheerder van het beleggingsfonds rechtspersoonlijkheid dient te hebben. Voorts wordt er in dit lid van artikel 5 Wtb bepaald dat de vermogens van de dagelijkse leiding van het fonds en van het fonds gescheiden moeten zijn. Tot slot heeft de wetgever in het derde lid opgenomen dat de Minister, indien hij daartoe aanleiding ziet, alsnog een vergunning aan een beleggingsinstelling kan verlenen die niet aan alle vereisten voldoet.

Het bijzonder stelsel is gebaseerd op artikel 6 Wtb.

Artikel 6:

- 1 *De aanvrager van een vergunning voor een beleggingsinstelling:*
 - a. *waarvan het statutaire of reglementaire doel uitsluitend is het beleggen in effecten met toepassing van het beginsel van risicospreiding;*
 - b. *waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de deelnemer ten laste van de activa rechtstreeks of middellijk worden ingekocht of terugbetaald; en*
 - c. *waarvan de zetel of, wanner het een beleggingsfonds betreft, die van de beheerder, in Nederland is gelegen;*
moet bovendien aantonen dat de beleggingsinstelling en de bewaarder, indien aan de beleggingsinstelling verbonden, voldoen aan het tweede tot en met het zesde lid.
2. *Het hoofdkantoor van de beleggingsmaatschappij dan wel van de beheerder van het beleggingsfonds is in Nederland gelegen.*

3. *De werkzaamheden van de beheerder van het beleggingsfonds zijn beperkt tot het beheer van de beleggingsinstellingen.*
4. *De beleggingsinstelling vervult geen andere werkzaamheden dan die bedoeld in het eerste lid.*
5. *De activa van de beleggingsmaatschappij worden in bewaring gegeven bij een van haar onafhankelijke bewaarder. Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur kan voor beleggingsmaatschappijen van dit vereiste worden afgeweken overeenkomstig de bij of krachtens die maatregel te stellen regels.*
6. *De bewaarder van de beleggingsinstelling heeft zijn zetel in een Lid-Staat en heeft een vestiging in Nederland.*
7. *Artikel 5, derde lid, is van overeenkomstige toepassing.*

In dit artikel is bepaald dat bepaalde beleggingsinstellingen pas na het voldoen aan aanvullende vergunningseisen, een vergunning kunnen krijgen. De aanvullende eisen worden in de leden 2 tot en met 6 van artikel 6 Wtb vermeld. Onder het bijzonder stelsel vallen in beginsel de Nederlandse ICBE's¹¹⁸. Ook hier is weer een uitzondering op mogelijk. In artikel 7 Wtb wordt bepaald dat niet alle Nederlandse ICBE's onder het regime van artikel 6 Wtb vallen¹¹⁹. De ICBE die volgens artikel 7 Wtb onder het algemene vergunningstelsel van artikel 5 Wtb valt, is een beleggingsinstelling die:

- *geen gelden en/of andere goederen van het publiek in de Lid-Staten ter belegging vraagt of verkrijgt;*
- *krachtens haar statuten of reglementen, haar rechten van deelneming slechts bij het publiek in landen buiten de Lid-Staten mag plaatsen*¹²⁰;

In artikel 12 Wtb is bepaald dat de beleggingsinstellingen die in het bezit zijn van een vergunning, zich aan de wettelijke regels en doelstellingen van de Wtb moeten houden. Evenals in de Wte is in de Wtb bepaald dat het toezicht berust bij de Minister van Financiën, maar in artikel 29 van de Wtb is de mogelijkheid gecreëerd om bij algemene maatregel van bestuur taken en bevoegdheden aan een rechtspersoon over te dragen. In tegenstelling tot de Wte had de wetgever in eerste instantie niet de STE, maar De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) als toe-

¹¹⁸ Artikel 6 lid 1 Wtb.

¹¹⁹ Artikel 7 Wtb. Men kan als voorbeeld de beleggingsinstellingen nemen die hoofdzakelijk in niet-genoteerde effecten beleggen of men kan aan "leveraging" denken. Leveraging is het vergroten van het belegde vermogen door het opnemen van geldleningen. Zie Hillen, J.L.S.M., "Effectenwetgeving", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 235.

¹²⁰ Artikel 7 sub a en b Wtb.

zichthouder¹²¹ aangewezen. Dit had de wetgever in lid 4 van voornoemd artikel aangegeven. Na de wijziging in toezichtsmodel, heeft de wetgever artikel 29 Wtb dusdanig gewijzigd zodat het gedragstoezicht vandaag de dag onder de supervisie van de Autoriteit-FM valt en het prudentieel toezicht onder de supervisie van DNB.

Artikel 29 (oud)

4. *Indien bij algemene maatregel van bestuur taken en bevoegdheden als bedoeld in het eerste lid zijn overgedragen aan De Nederlandsche Bank N.V., is de Bank bevoegd deze taken uit te voeren en deze bevoegdheden uit te oefenen.*

Tot slot heeft de wetgever in artikel 39 van de Wtb vermeld dat het overtreden van bepaalde artikelen uit deze wet als een economisch delict wordt beschouwd. Meer hierover in paragraaf 2.5.3.

De in deze paragraaf genoemde wetten kunnen als kaderwetten worden beschouwd die een praktische uitwerking vereisen. Dit is geschied via nadere regelingen en besluiten. In de volgende paragraaf zullen we deze vorm van regelgeving, de externe regelgeving, bespreken. In paragraaf 2.3.3 komt de interne regelgeving aan bod.

2.3.2 Externe regelgeving: de uitvoeringsregels

Zoals reeds uit voorafgaande paragrafen naar voren is gekomen, zijn de hiervoor genoemde kaderwetten niet altijd even duidelijk omschreven. Hiertoe hebben de wetgever en de toezichthoudende STE, later ook de Autoriteit-FM, nadere regelgeving gecreëerd waarmee de werkbaarheid van de eerder aangehaalde kaderwetgeving wordt beoogd. De wetgever heeft naast de Wte'95, ook het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte'95) en het Delegatiebesluit Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Delegatiebesluit¹²²) tot stand gebracht¹²³. Laatstgenoemde besluiten hebben weer geleid tot de totstandkoming van de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 (Nrte '99) door de rechtsvoorganger van

¹²¹ Koninklijk Besluit van 14 augustus 1990, Stb. 458.

¹²² Ook wel het overdrachtsbesluit Wet toezicht effectenverkeer 1995 genoemd. Meer hierover in paragraaf 2.5.1.

¹²³ In het Besluit d.d. 14 december 1995, Stb. 1995, 646, is neergelegd dat voornoemde wetten en besluiten op 31 december 1995 in werking zouden moeten treden.

de Autoriteit-FM. Alvorens wij de Nrte'99 behandelen, bekijken wij het Bte'95. Het Delegatiebesluit komt bij de bespreking van het Bte'95 aan bod.

Het Besluit toezicht effectenverkeer 1995

In paragraaf 2.3.1, bij de behandeling van de kaderwetgeving, is het Bte'95 reeds genoemd. Dit daar het tegelijkertijd met de Wte'95 en alle andere uitvoeringsregels is ingevoerd. De naam "uitvoeringsregels", maakt al snel duidelijk wat het doel van de Bte'95 is, namelijk de kaderwet – de Wte'95 – uitvoerbaar maken. Wanneer de artikelen van de Wte'95 nader worden bestudeerd, wordt duidelijk dat de aanbidding van effecten buiten een besloten kring vergezeld hoort te gaan van het aanbod van een prospectus. Verder vermeldt lid 2 onder b van voormeld artikel dat een dergelijk prospectus aan bepaalde eisen hoort te voldoen. Deze eisen zijn bij of krachtens AMvB vastgesteld. In casu is de AMvB het Besluit toezicht effectenverkeer 1995. Zo bevat de Wte'95 meerdere verwijzingen naar dit besluit. Met het Bte'95 heeft de wetgever beoogd om de uitvoering te vergemakkelijken door de volgende artikelen te verduidelijken: de artikelen 3 lid 2 onder b en c, 5 lid , tweede volzin, 7 lid 4, 11 lid 1, 17 lid 1 en 48d lid 5 Wte'95. In artikel 3 lid 2 onder b en c Wte'95 wordt, zoals reeds even is aangestipt, aangegeven dat een prospectus gegevens moet bevatten die

"redelijkerwijs van belang zijn voor de beoordeling van het vermogen, de financiële positie, het resultaat en de vooruitzichten van de uitgevende instelling en van de rechten en verplichtingen die aan de effecten verbonden zijn"¹²⁴.

Verder worden er zowel in de overige leden van artikel 2 Bte'95 als in de artikelen 3 tot en met 6 Bte'95 meerdere punten genoemd waaraan een prospectus moet voldoen. Niet alleen de Bte'95 bevat aanwijzingen omtrent de uitvoering van artikel 3 lid 2 onder b en c Wte'95, maar ook de door de STE uitgevaardigde Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999. Hierover later meer. Voorts zijn er in de artikelen 7 tot en met 9 Bte'95 bepalingen te vinden die de uitvoering van artikel 5 lid 1 tweede volzin Wte'95 moeten verduidelijken en vergemakkelijken. Laatstgenoemd artikel heeft betrekking op de doorlopende informatieverplichting. In dit geval dient men te denken aan periodieke verslaggeving op het gebied van de financiële positie van de uitgevende instelling.

¹²⁴ Vgl. artikel 2 Bte'95.

Daarnaast dient de uitgevende instelling volgens lid 1 van artikel 5 Wte'95 ook informatie te verschaffen die betrekking heeft op de koers van de effecten van de uitgevende instelling. Volgens de van toepassing zijnde artikelen uit de Bte'95 dient de uitgevende instelling uitvoering te geven aan voornoemde informatieverplichting door ieder boekjaar een jaarrekening en een jaarverslag vast te stellen die aan de in het besluit genoemde eisen voldoen¹²⁵. Verder zijn er in de artikelen 10 tot en met 20 Bte'95 criteria te vinden die van belang zijn voor de uitvoering van artikel 7 lid 4 Wte'95. In dit artikel is het verbod neergelegd om zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten. Eerder is vermeld dat de toezichthouder op grond van het delegatiebesluit vervat in artikel 40 Wte'95¹²⁶, de vergunningsplichtige een vergunning kan verlenen. In het sectorale toezichtsmodel diende de toenmalige toezichthouder, de STE, de vergunning te verlenen in geval de vergunningsaanvrager voldeed aan de in de Bte'95 gestelde eisen, waaronder de eis van deskundigheid en betrouwbaarheid¹²⁷; voldoende eigen vermogen en andere eisen zoals werden genoemd in de hiervoor vermeldde artikelen. De overgang naar een functioneel toezichtsmodel geeft de huidige Autoriteit-FM de bevoegdheid om de onder haar toezicht staande instellingen op hun gedrag te controleren. Daar waar de controle de solvabiliteit en andere

¹²⁵ Volgens artikel 7 dient de jaarrekening onder meer informatie te bevatten omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de uitgevende instelling. Het jaarverslag dient onder meer een getrouw beeld te geven omtrent de toestand op de balansdatum en de gang van zaken gedurende het boekjaar.

¹²⁶ Artikel 40 Wte'95 luidt als volgt:

"Taken en bevoegdheden die onze Minister op grond van deze wet heeft, kunnen, met uitzondering van de taken en bevoegdheden, bedoeld in de artikelen 8, 10, 18, 22, 25, 26, 27, 41, 42, 45, 46b, derde lid, onder c, en vijfde lid, 46d, 48a, 48b, derde lid, en 48m, tweede lid, en met uitzondering van het verlenen van vrijstelling als bedoeld in de artikelen 4 en 5, bij algemene maatregel van bestuur worden overgedragen aan een of meer rechtspersonen. Alsdan gelden de verplichtingen op grond van deze wet jegens Onze Minister als verplichtingen jegens de desbetreffende rechtspersoon of rechtspersonen.(...)". In artikel 2 van het Delegatiebesluit, ook wel het Overdrachtsbesluit Wte'95, zijn voornoemde taken en bevoegdheden als volgt overgedragen aan de STE: *"Met inachtneming van artikel 40, eerste lid, van de wet worden de taken en bevoegdheden die Onze Minister op grond van de wet heeft, overgedragen aan de Stichting (de STE), met uitzondering van: (...)".* Vgl. artikel 2 van het besluit van 8 december 1995, houdende uitvoering van artikel 40, eerste lid, van de Wet toezicht effectenverkeer 1995; KB van 14 december 1995, Stb. 1995, 646. in werking treding 31 december 1995.

¹²⁷ Vgl. artikel 10 lid 1 en 2 Bte'95.

financiële bestaanskwesaties van een instelling raakt, is het toezicht onder de prudentiële toezichthouder, DNB komen te staan.

De rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM, de STE heeft zelf ook regels gesteld die haar eigen beleid inzake artikel 7 lid 4 Wte'95 moesten verduidelijken. Deze regels zijn terug te vinden in de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 (Nrte'95). Later zal er worden teruggekomen op de Nrte'95. Wanneer het Bte'95 nader wordt bestudeerd, wordt duidelijk dat de artikelen 21 tot en met 44 de uitvoering van artikel 11 lid 1 Wte'95¹²⁸ moesten verduidelijken. In laatstgenoemd artikel worden de regels aangegeven waaraan vergunninghouders, zoals bedoeld in artikel 7 lid 1 Wte'95,¹²⁹ zich moeten houden. In de Bte'95 zijn voornoemde vergunninghouders onderverdeeld in drie categorieën die in verschillende paragrafen worden onderverdeeld. Zo is in paragraaf 1, de artikelen 21 tot en met 32 Bte'95, een nadere uitleg te vinden over de regels aangaande effecteninstellingen met een vergunning zoals genoemd in artikel 7 lid 1 Wte'95. De artikelen 33 tot en met 42, paragraaf 2, bevatten nadere regels betreffende de in Nederland gevestigde kredietinstellingen en financiële instellingen die op grond van de artikelen 6 of 38 Wet toezicht kredietwezen '92 (Wtk'92) een vergunning hebben dan wel die een verklaring van ondertoezichtstelling hebben zoals vermeld in artikel 45 Wtk'92. Verder bevat paragraaf 3, de artikelen 43 en 44 Bte'95, regels voor kredietinstellingen, financiële instellingen en andere effecteninstellingen die in een andere lid-staat zijn gevestigd maar die hun werkzaamheden in Nederland uitoefenen. Voorts wordt er in artikel 45 Bte'95 "uitvoering" gegeven aan artikel 17 lid 1 Wte'95. In laatstgenoemd wetsartikel wordt aangegeven dat houders van een verklaring

¹²⁸ Artikel 11 lid 1 Wte'95 luidt als volgt: "Een effecteninstelling waaraan een vergunning als bedoeld in artikel 7, eerste lid, is verleend, houdt zich aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels ten aanzien van: a. deskundigheid en betrouwbaarheid; b. financiële waarborgen, al dan niet tevens op geconsolideerde basis; c. bedrijfsvoeringen vestiging van het hoofdkantoor; d. aan Onze Minister en aan het publiek te verstrekken informatie; en e. waarborgen voor een adequaat toezicht op de naleving van de bij of krachtens deze wet gestelde regels.

¹²⁹ Artikel 7 lid 1 Wte'95 luidt als volgt: "Het is verboden om zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten."

van geen bezwaar zich aan bepaalde regels dienen te houden¹³⁰. Bij nadere bestudering van artikel 45 Bte'95 blijkt dat er in deze AMvB slechts wordt aangegeven dat de toezichthoudende autoriteit regels kan stellen om te voorkomen dat een handeling als bedoeld in artikel 16 lid 1 Wte'95¹³¹ ertoe zou kunnen leiden dat men een dusdanige invloed op een effecteninstelling zou krijgen die in strijd is met een gezonde en prudente bedrijfsvoering van de desbetreffende effecteninstelling. Tot slot bevat de Bte'95 nog twee artikelen, te weten 46 en 47, die aangeven wanneer het besluit in werking dient te treden en hoe het aangehaald dient te worden. Kortom, de AMvB waarnaar in de Wte'95 meermalen wordt verwezen en het Bte'95 dat de bedoeling heeft om deze kaderwet uitvoerbaar te maken, hebben in bepaalde gevallen nog ondersteuning nodig van andere regelgeving. Deze ondersteuning wordt aangetroffen in de eerder aangehaalde Nrte'95 die hieronder zal worden besproken.

De Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999

Aangetoond is dat er in het Bte'95 meermalen wordt verwezen naar de bevoegdheden van de toezichthouder, de huidige Autoriteit-FM. In het kader van de uitvoering van haar taak, is de Autoriteit-FM als rechtsopvolger van de STE zelf bevoegd om ter aanvulling op de Wte'95 en de bijbehorende Bte'95 regels te stellen. Zoals eerder is genoemd, zijn deze regels te vinden in de nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 (Nrte'99). Volledigheidshalve mag een bespreking van de Nrte'99 hier niet ontbreken. In de Nrte'99, die op 1 februari 1999 in werking is getreden¹³², worden de eisen genoemd die enkele bepalingen van het bte'95 moeten verduidelijken. Via de Nrte'99 heeft de STE destijds

¹³⁰ Artikel 17 lid 1 Wte'95: "De houder van een verklaring van geen bezwaar die is verleend op grond van artikel 16, vierde lid, waarvan tenminste een dochtermaatschappij een effecteninstelling is waaraan een vergunning is verleend als bedoeld in artikel 7, eerste lid, houdt zich aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels om te voorkomen dat de handelingen waarvoor de verklaring van geen bezwaar is verleend, zou leiden of zou kunnen leiden tot een invloed op de betrokken effecteninstelling die in strijd is met een gezonde of prudente bedrijfsvoering van die instelling."

¹³¹ Artikel 16 lid 1 Wte'95: "Het is verboden, anders dan na verkregen verklaring van geen bezwaar, een gekwalificeerde deelneming te houden, te verwerven of te vergroten in een effecteninstelling waaraan een vergunning is verleend op grond van artikel 7, vierde of zesde lid, dan wel enige zeggenschap verbonden aan een gekwalificeerde deelneming uit te oefenen in een instelling als hiervoor bedoeld."

¹³² Vlg. de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999, d.d. 7 januari 1999, Stcrt. 1999, 12.

uitvoering gegeven aan het bte'95. De zeer omvangrijke Nrte'99 bestaat uit 47 artikelen die allen vergunning- en toezichtregels bevatten. Opvallend is dat er hier gesproken wordt over de Nrte'99 en niet zoals in geval van de Wte'95 en het Bte'95 over de Nrte'95. De laatste heeft tot 1 februari 2000 gegolden, maar is vervangen door de huidige Nrte'99, hiertoe genoodzaakt door de fusie van de erkende effecten- en optiebeurzen in Nederland. Deze fusie luidde op 1 januari 1997 een nieuw toezichtsbeleid in en stond gelijk aan het aflopen van een periode waarin de zelfregulering door voornoemde beurzen een doorslaggevende rol speelde in de toezichtsuitoefening. In het nieuwe toezichtsbeleid heeft de STE een zwaarwegende rol gekregen welke weer is geformaliseerd in de Nrte'99. Verder bevat de Nrte'99 ook toezichtsregels voor effecteninstellingen die zijn toegelaten tot de AEX NV. Hiervan zijn de beurstypische regels uitgezonderd. Wanneer de opbouw van de Nrte'99 nader wordt bestudeerd, kunnen gelijkenissen met de Bte'95 worden aangetroffen. Artikel 1 Nrte'99, de inleidende bepaling, bevat de definities van begrippen gebruikt in de Nrte'99. Artikel 2 bevat regels die de uitvoering van artikel 2 Bte'95 moet vergemakkelijken. Zoals hierboven al is aangegeven, zijn in artikel 2 Bte'95 criteria te vinden waaraan een prospectus moet voldoen. Hier vult de Nrte'99 de Bte'95 duidelijk aan doordat er nadere regels worden gegeven met betrekking tot de indeling van het prospectus zoals, naast dat wat in het Bte'95 wordt vereist, ook nog een samenvatting van de kerngegevens waarin tenminste de naam van de uitgevende instelling moet zijn vermeld en waarin onder meer ook de datum moet zijn vermeld waarop het prospectus is vastgesteld. Ook heeft de rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM nadere regels met betrekking tot de uitvoering van artikel 7 Bte'95 vastgesteld. Deze zijn te vinden in artikel 3 Nrte'99. De extra eisen aangaande het eigen vermogen en het toetsingsvermogen van een uitgevende instelling waarnaar de artikelen 12 en 13 Bte'95 verwijzen, worden onder meer aangevuld in artikel 4 Nrte'99. Zo vermeldt laatstgenoemd artikel het volgende:

Artikel 4

Een effecteninstelling beschikt doorlopend over een eigen vermogen als omschreven in bijlage 1, van tenminste:

- a. 35 000 euro, als de effecteninstelling de effectendienst bedoeld in artikel 1, onder b, sub 1, verricht, mits de effecteninstelling deze dienst niet, overeenkomstig artikel 13 of 14 van de wet (te weten de Wte'95), verricht of voornemens is te verrichten in een andere staat die partij is bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte;

- b. 50.000 euro, als de effecteninstelling een of meer van de volgende effectendiensten verricht:
 - de effectendienst bedoeld in artikel 1, onder h, sub 1, indien de effecteninstelling deze dienst, overeenkomstig artikel 13 of 14 van de wet verricht of voornemens is te verrichten in een andere staat die partij is bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte;
 - de effectendienst bedoeld in artikel 1, onder h, sub 2, sub 4, sub 7 of sub 8;
- c. 730000 euro, als de effecteninstelling, al dan niet naast de onder a en b genoemde effectendiensten, een of meer van de effectendiensten bedoeld in artikel 1, onder h, sub 3, sub 5 of sub 6 verricht.

Aan de hand van bovenvermeld artikel wordt duidelijk hoe de STE door middel van de Nrte'99 heeft getracht om de uitvoering van de Bte'95 en dus van de Wte'95 te verduidelijken.

In de Nrte'99 heeft de STE naast de eerder genoemde artikelen 2 en 7 Bte'95, ook de artikelen 12, 13, 15, 16, 17, 23, 24, 25, 28, 29, 30, 34, 35, 36, 38, 39, 40, 41, 43, en 44 van het besluit toegelicht. Niet altijd is de STE in haar poging geslaagd om het Bte'95 en de Wte'95 te verhelderen, uit de praktijk is gebleken dat de wet en de bijbehorende uitvoeringsregels niet altijd even bevattelijk zijn. Dit was en is mede te wijten aan de ruime en vaak vage wetsteksten. Om te voorkomen dat de verschillende beursactoren tegen hun wil in strijd met het beleid van de toezichthouder handelen, kunnen zij haar visie in deze vragen. Op deze manier heeft de toezichthouder ten aanzien van veel voorkomende vragen, een beleid ontwikkeld welke bijna hetzelfde gewicht heeft als de wetsuitleg door de rechter¹³³. Of dit een ontwikkeling is die men moet toejuichen valt te betwijfelen. Ook al behoedt Autoriteit-FM door haar uitleg potentiële wetsovertreders voor een misstap, het is niet de taak van de toezichthouder om op de stoel van de rechter te gaan zitten. De wetgever moet in dat geval maar voor duidelijke wetgeving zorgen. Op deze manier wordt er ten onrechte teveel "feitelijke" macht aan de toezichthoudende Autoriteit-FM, een zelfstandig bestuursorgaan¹³⁴, toegerekend.

Het Besluit toezicht beleggingsinstellingen

Niet alleen voor de Wte'95, maar ook voor Wtb zijn er uitvoeringsregels gecreëerd. Deze zijn vastgelegd in het Besluit toezicht beleggings-

¹³³ Vgl. Dijk, J.M. van, Wet toezicht effectenverkeer 1995: in *Tekst en Commentaar, deel Ondernemingsrecht*, Kluwer, Deventer, 2000, p. 789 - 790.

¹³⁴ Meer hierover in paragraaf 2.5.1.

instellingen (Btb)¹³⁵. Evenals het Bte'95, bevat het Btb regels die de uitvoering van – in dit geval – de Wet toezicht beleggingsinstellingen moeten vergemakkelijken. De artikelen 2 tot en met 7 Btb hebben betrekking op de uitvoering van artikel 5 lid 1 Wtb. Zoals reeds is aangegeven in paragraaf 2.3.1 onder punt C van de algehele herziening van de effectenwetgeving, is in dit artikel de algemene regel met betrekking tot het vergunningsstelsel voor beleggingsinstellingen neergelegd. Zo wordt er in artikel 5 Wtb aangegeven dat alle beleggingsinstellingen een vergunning behoeven en dat er bij AMvB eisen zullen worden gesteld waaraan de vergunningsaanvrager zich zal moeten houden wil hij een vergunning verleend krijgen.

Artikel 5:

8. *Onze Minister verleent een beleggingsinstelling, op verzoek en met inachtneming van artikel 6, een vergunning indien de aanvrager aantoont dat de beleggingsinstelling en de bewaarder, indien aan de beleggingsinstelling verbonden, voldoen aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen eisen met betrekking tot:*
- a. deskundigheid en betrouwbaarheid;*
 - b. financiële waarborgen;*
 - c. bedrijfsvoering; en*
 - d. het verstrekken van informatie aan de deelnemers in de beleggingsinstelling en aan het publiek.*

De AMvB waarnaar in de Wtb wordt verwezen, is de Btb. In artikel 2 Btb zijn de regels aan te treffen die vermelden aan welke eisen de vergunningsaanvrager moet voldoen. Deze eisen beslaan het terrein van de deskundigheid en betrouwbaarheid, de financiële waarborgen, de bedrijfsvoering en de informatieverschaffing. Een voorbeeld van voornoemde regels is ook te vinden in artikel 3 Btb:

Artikel 3

- 1. De beleggingsinstelling dient te beschikken over een eigen vermogen van ten minste f 500.000,-¹³⁶.*
- 2. De bewaarder dient te beschikken over een eigen vermogen van ten minste f 250.000,-¹³⁷.*
- 3. De bewaarder dient voldoende zekerheid te stellen met het oog op de aansprakelijkheid voor schade die voor de bewaarder kan voortvloeien uit brand, vervoer van geld en waardepapieren, fraude en beroving.*

¹³⁵ Besluit d.d. 25 september 1990, Stb. 504.

¹³⁶ Dat is ongeveer € 226.890,11.

¹³⁷ Omgerekend zou dat een bedrag van € 113.445,05 inhouden.

Bovenstaande criteria die de solvabiliteit en de liquiditeit van een instelling betreffen, dienen volgens het huidige functionele toezichtsmodel onder het prudentieel toezicht van DNB te vallen. Naast bepalingen die de criteria voor het verlenen van een vergunning bevatten, geven de artikelen 8 tot en met 10 Btb regels die de uitvoerbaarheid van artikel 6 lid 5 Wtb beogen. Lid 5 van artikel 6 Wtb heeft betrekking op het bijzondere vergunningstelsel dat van toepassing is op bepaalde beleggingsinstellingen die eerst aan aanvullende vergunningseisen moeten voldoen voordat zij over de vereiste vergunning kunnen beschikken. Verder dienen de artikelen 11 tot en met 23, artikel 12 lid 2 Wtb te verduidelijken. Ook hier betreffen de eisen de beleggingsinstellingen die onder het bijzondere vergunningssysteem vallen en die aan extra eisen moeten voldoen alvorens zij een vergunning verleend kunnen krijgen. De vermelding in artikel 12 Wtb dat deze instellingen zich moeten houden aan de wettelijke regels en doelstellingen van de Wtb, wordt nog eens nader ingevuld door de bepalingen van de artikelen 11 tot en met 23 Btb. Hierin vinden wij niet alleen nadere regels over de deskundigheid en betrouwbaarheid van onder meer personen die als bestuurder of bewaarder verbonden zijn aan beleggingsinstellingen, maar ook regels hoe de bedrijfsvoering van een dergelijke instelling eruit moet zien. Ook de artikelen 24 tot en met 45 Btb hebben betrekking op artikel 12 Wtb. Zo zijn er in artikel 28 lid 1 Btb regels te vinden die aangeven op welke wijze de hiervoor genoemde beleggingsinstellingen moeten beleggen.

Artikel 28

1. *De gelden van de beleggingsinstelling dienen slechts in de volgende soorten effecten te worden belegd:*
 - a. *aandeelbewijzen, schuldbrieven, winst- en oprichtersbewijzen, warrants, en soortgelijke waardepapieren;*
 - b. *rechten van deelgenootschap, inschrijvingen in aandelen- en schuldregeister, en soortgelijke, al dan niet voorwaardelijke, rechten; of*
 - c. *certificaten en recepten van waarden als hiervoor bedoeld.*

Ook bepalingen met betrekking tot de oplegging van een bestuurlijke boete vinden wij terug in de Btb. Artikel 45a van het besluit geeft dat als volgt aan:

Artikel 45a

1. *Het bedrag van de boete, bedoeld in artikel 33d, eerste lid van de wet wordt bepaald op de wijze, voorzien in bijlage C.*
2. *De toezichthoudende autoriteit¹³⁸ kan het bedrag van de boete lager stellen dan in de bijlage is bepaald, indien het bedrag van de boete in een bepaald geval op grond van bijzondere omstandigheden onevenredig hoog is.*

Het Btb eindigt met de slotbepalingen 46 en 47 die aangeven wanneer het besluit in werking treedt en hoe het aangehaald dient te worden.

Zoals is aangegeven moeten de actoren die zich in Nederland bewegen op het enorme terrein van het effectenverkeer zich niet alleen houden aan de regels van de Wte'95; de Wmz¹³⁹ en de Wtb, maar ook aan de uitvoeringsregels van voornoemde kaderwetten. Daarnaast moeten bepaalde spelers, afhankelijk van het feit of ze al dan niet beursgenoteerd zijn, zich ook houden aan de regels van de erkende effectenbeurzen. Welke regels dat zijn, zal hieronder worden besproken teneinde een zo volledig mogelijk beeld te kunnen vormen van de spelregels die het speelveld van deze actoren bepalen.

¹³⁸ In casu is dat DNB. Meer hierover in paragraaf 2.3.1 onder punt C.

¹³⁹ In het kader van de uitvoering van de Wmz, is er het overdrachtsbesluit Wmz'96, besluit d.d. 14 mei 1997, Stb. 209, dat uitvoering geeft aan artikel 11 van de Wmz'96. In dat artikel wordt gesteld dat taken en bevoegdheden van de Minister van Financiën, kunnen worden overgedragen bij AMvB aan een rechtspersoon. Op grond van de artikelen 1 j° 2 van voornoemd besluit is bepaald dat deze rechtspersoon de STE is. Vandaag de dag zal de Autoriteit-FM het gedragstoezicht uitoefenen. Daar waar het prudentiële zaken betreft, is DNB de bevoegde toezichthoudende instantie. In het besluit is voorts in artikel 3 bepaald dat de toezichthouder regels mag stellen maar dat zij "de regels ten aanzien van de wijze waarop de samenstelling van het percentage, bedoeld in artikel 6, eerste lid, onder c, van de wet (Wmz: MJB), moet worden kenbaar gemaakt, vooraf aan Onze Minister" voorlegt. Voornoemd artikel 6 Wmz geeft criteria aan hoe een melding dient te geschieden. In artikel 3 van het besluit wordt aangegeven dat de toezichthouder een bepaald in artikel 6 Wmz genoemd criterium, te weten *de percentage aandelen in het kapitaal en percentage stemmen dat op het geplaatste kapitaal kan worden uitgebracht*, waarover de meldingsplicht beschikt (vgl. artikel 6 lid 1 onder c Wmz), nader kan invullen. Verder geeft het besluit aan dat de toezichthouder schriftelijke afspraken met buitenlandse autoriteiten kan en mag maken om zo uitvoering te geven aan dat wat er in artikel 10 Wmz is bepaald, te weten het samenwerken met andere staten om zo goed toezicht op de internationale financiële markten te bevorderen. In het kader hiervan bevat lid 1 van laatstgenoemd artikel een geheimhoudingsverbod, waardoor de desbetreffende toezichthouder de verkregen informatie niet voor andere doeleinden kan gebruiken dan voor de toepassing van de Wmz. Let wel, in

2.3.3 Interne regelgeving; zelfregulering

Naast de hiervoor behandelde externe regelgeving, is er binnen de effectenregelgeving nog een andere vorm van regelgeving die rechtstreeks van belang is voor bepaalde actoren binnen het effectenverkeer namelijk de interne regelgeving, ook wel de zelfregulering genoemd. Bij een bespreking van zelfregulering, kan niet aan de vraag worden ontkomen "waarom de zelfregulering nog nodig is?". Het antwoord op deze vraag luidt volgens Van Driel:

*"De belangrijkste drijfveer van het bedrijfsleven voor de vaststelling van zelfregulering is eigenbelang. Andere motieven die een rol kunnen spelen zoals het willen voorkomen van overheidsregulering, het tegemoet komen aan de wensen van maatschappelijke groepen en het tonen van een sociaal gezicht zullen daarmee hoe dan ook in verband staan"*¹⁴⁰

Uit het voorgaande is af te leiden dat er binnen de sfeer van het Nederlands effectenverkeer, steeds minder plaats voor zelfregulering is overgebleven en dat overheidsregulering steeds meer op de voorgrond is getreden. Dit roept de vraag op of het de beursactoren aan eigenbelang schort doordat zij geen zelfregulering, maar overheidsregulering voorstonden of zijn de beursactoren, in het bijzonder de effectenbeurshouders, ingehaald door de tijd en vereist de huidige technologie en vervaging van grenzen een nauwkeurige vorm van toezicht en een ruimere mate van verantwoordelijkheid dan wel van aansprakelijkheid? Opgemaakt zal kunnen worden dat het de beursactoren niet aan eigenbelang heeft

geval het gedragstoezicht betreft en de rechtsopvolger van de STE, de Autoriteit-FM, met een buitenlandse autoriteit schriftelijke afspraken wil maken, dient deze gedragstoezichthouder dit voornemen wel eerst voor te leggen aan de Minister van Financiën. Pas na goedkeuring kan de Autoriteit-FM deze nakomen. Volgens artikel 3 onder b zal de goedkeuring "slechts worden onthouden indien naar het oordeel van Onze Minister de belangen die worden gediend door verdragen tot informatie-uitwisseling die het Koninkrijk met andere staten heeft gesloten, dan wel het algemeen belang zich tegen die afspraken verzetten;". In geval de toezichthouder de voornoemde afspraken voorlegt aan de Minister en deze niet binnen 30 dagen na ontvangst reageert, kan er volgens artikel 3 onder d van bovengenoemd besluit van uit worden gegaan de goedkeuring is verleend. Naast het overdrachtsbesluit Wmz'96 is er onder meer een regeling van de STE, d.d. 22 mei 1997, Stcrt. 98, dat uitvoering moet geven aan artikel 6 lid 1 onder d Wmz en artikel 3 onder a van het overdrachtsbesluit Wmz'96; de eerder genoemde percentages. Op grond van deze regeling heeft de STE een meldingsformulier ontwikkeld, die men in geval van een melding verplicht is te gebruiken.

¹⁴⁰ Driel, M. van, "Zelfregulering, hoog opspelen of thuisblijven", dissertatie RUU, Kluwer, Deventer, 1989, p. 9.

geschort. Overheidsregulering was eerder een noodzaak, uit puur eigenbelang. Niet alleen de huidige technologie, zoals de computer, het internet en de razendsnelle schermenhandel, maar ook de deels hieraan inherente vervaging van de nationale landsgrenzen dwongen de beurzen er eigenlijk toe om de regulering grotendeels aan de overheid over te laten. Immers, zoals al vaak is opgemerkt, een goed geregleerde beurs is en blijft aantrekkelijk voor (potentiële) beleggers. Alle "ballast" over boord gegooid hebbende, reguleerden de beurzen slechts de beursgerelateerde regels en hielden zij daar ook toezicht op, met het wakend oog van de STE op de achtergrond. Zoals hierboven is vermeld, stonden de beurzen ook onder het toezicht van de toenmalige toezichthoudende STE. Op grond van de Wte'92 en later de Wte'95 mochten de beurzen niet zonder erkenning het beursbedrijf uitoefenen. Voor het verkrijgen van een dergelijke erkenning dienden de beurzen zich te houden aan de wettelijke regels. Zo heeft de wetgever in de Wte'95 de bepaling opgenomen dat de effectenbeurzen regels moesten hebben opgesteld, waaraan zowel de beurs als de actoren op de beurs zich moesten houden. Hierdoor beoogde de wetgever te bewerkstelligen dat er

*"een adequate functionering van effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten" kan plaatsvinden*¹⁴¹.

¹⁴¹ Vgl. art. 22 lid 2 Wte'95. Dit sluit aan bij de checklist voor zelfregulering die door Van Driel is opgesteld. Volgens haar dienen opstellers van zelfregulering zich aan 6 punten te houden in geval van autonome zelfregulering of zoals hier het geval is: zelfregulering ter aanvulling van overheidsregulering. De zes punten op de checklist van Van Driel zijn: 1. *De noodzakelijkheid van zelfregulering en proportionaliteit*. Dat wil zeggen dat alvorens er tot zelfregulering wordt overgegaan, dit grondig is overdacht en alle relevante punten zijn bekeken. 2. *De ratio van de regeling*. Dat houdt in dat er voor elke vorm van zelfregulering een duidelijke doelstelling aanwezig moet zijn. 3. *De coördinatie*. Voorkomen moet worden dat in het geval er meerdere zelfreguleringsregels zijn, er verwarring en tegenstrijdigheid kan ontstaan. 4. *De inhoud*. Hiermee geeft Van Driel aan dat de normen inhoudelijk duidelijk en goed te begrijpen moeten zijn. 5. *De handhaving en bestuurlijke belasting*. Het slagen van zelfregulering kan niet zonder een adequate sanctionering. Hiertoe is het volgens Van Driel van belang dat de te reguleren normen vanzelfsprekend zijn en "leven" voor de geadresseerden. Verder dient het orgaan dat toezicht op de naleving van de regels zal houden, zijn taak zo goed mogelijk uit kunnen voeren, met een zo min mogelijke belasting. Tot slot 6. *De effecten en neveneffecten*. Vanzelfsprekend zullen de regels getoetst moeten worden op hun doelmatigheid en op proportionaliteit, (Van Driel stelt letterlijk: "*een reële verhouding tussen beoogde effecten en ongewenste neveneffecten*"). Verder dienen naast de individuele effecten ook de sociaal-economische effecten van de regels meegenomen te worden. Driel, M. van, "*Zelfregulering, hoog opspelen of thuisblijven*", dissertatie RUU, t.a.p. noot 140, p.120 - 127.

Het gevolg van een dergelijke regel is dat de grens voor zelfregulering door de wetgever was vastgesteld. De beurs kon worden afgerekend op ontoereikende interne regelgeving. Om dit te voorkomen zag en ziet zij vandaag de dag zelf streng toe op de naleving van haar beurseigen regels. Hierbij had en heeft zij de hulp van een speciaal daartoe ingesteld controleorgaan: het controlebureau.

De interne regelgeving, of de zelfregulering, zijn aldus de (spel)regels die een privaatrechtelijke instelling, – in dit geval de beurzen te Amsterdam – zichzelf hebben opgelegd en die alleen gelden voor de tot de beurzen toegelaten instellingen¹⁴². Dat de beurzen te Amsterdam door zelfregulering het interne toezicht uitoefenen is hiervoor besproken, maar hoever reikt deze vorm van toezicht? De reikwijdte van het toezicht op de naleving van de interne regelgeving is in de loop der jaren steeds beperkter geworden. Tijdens het bestaan van de Amsterdamse effectenbeurs (AEB) was er nog veel plaats voor zelfregulering. Ten tijde van Amsterdam Exchanges N.V. en Euronext Amsterdam, is er steeds minder plaats voor zelfregulering en steeds meer plaats voor overheidsregulering gereserveerd. De systematiek van dit onderzoek noopt tot het aanvangen met de bespreking van de interne regelgeving zoals dat na de herziening van de beursstructuur, sinds het begin van de jaren zeventig, is gehanteerd tot aan het ontstaan van Euronext Amsterdam. Tot slot zal de regelgeving van Amsterdam Exchanges N.V. en Euronext Amsterdam N.V. worden behandeld. Ter verduidelijking van de structuur van AEB, AEX N.V. en Euronext Amsterdam N.V., zal bij de behandeling daarvan een schematisch overzicht van de desbetreffende beurs worden gegeven.

2.3.3.1 *De interne regelgeving van de Amsterdamse effectenbeurs*

Gedurende het bestaan van de Amsterdamse effectenbeurs (AEB), was de benaming voor de toegelaten instellingen: "bedrijfsleden of beursleden"¹⁴³. Deze effectenbeurs werd door de privaatrechtelijke Vereniging

¹⁴² Cross, D.H., in: *De opkomst van een rechtsgebied*, Lustrumbundel 1997 Vereniging voor Effectenrecht, Vennootschaps- en Rechtspersonenrecht, deel 58 uit de Serie monografieën vanwege het Van der Heijden-instituut te Nijmegen, Deventer, Kluwer, 1997, 33.

¹⁴³ De ondernemingen die handelden op de beurs werden "bedrijfsleden" genoemd. Natuurlijke personen die verbonden waren aan de bedrijfsleden werden "individuele beursleden" genoemd. In paragraaf 1.4.4 wordt verder ingegaan op het verschil tussen de beursleden en bedrijfsleden.

voor de Effectenhandel (VvdE) georganiseerd¹⁴⁴. In figuur 2.1 is ter verduidelijking van de structuur van AEB een organogram van deze beurs weergegeven. Zoals uit figuur 2.1 kan worden opgemaakt bestond het bestuur van de VvdE uit de commissie van Gedelegeerden en de voorzitter. Het bestuur vertegenwoordigde alle categorieën van leden te weten: de hoeklieden, banken en commissionairs¹⁴⁵ en werd bijgestaan door een soort "dagelijks bestuur" namelijk: de commissie van Gedelegeerden. In deze commissie zat niet alleen de voorzitter, maar zaten minimaal drie door het bestuur gekozen bestuursleden. In tegenstelling tot het bestuur, vergaderde de commissie van gedelegeerden vaker. Zij bereidde dan onder meer de zaken voor die door het volledige bestuur moesten worden behandeld¹⁴⁶. Bij het ten uitvoer leggen van zijn taak kon de voorzitter worden bijgestaan door de algemeen secretaris en het hoofd operationele zaken en commissies van advies. In deze adviescommissies, welke door de bestuursleden waren gekozen, konden zowel beursleden als niet-beursleden zitting nemen. De algemeen secretaris werd op voordracht van de voorzitter door het bestuur ingesteld¹⁴⁷ en had de leiding over het beleidsvoorbereidend en regelgevend bureau van de VvdE. Ook de directie van de AEB¹⁴⁸ werd, op voordracht van het bestuur, door de voorzitter benoemd.

De directie die de dagelijkse leiding had over de AEB, bestond uit de directoraten beurszaken, operationele zaken en commerciële zaken. Besluiten werden met meerderheid van stemmen genomen. Indien de stemmen stakten, besliste de algemeen directeur. De algemeen directeur diende namens de directie verantwoording af te leggen aan het bestuur. Om de VvdE juridisch te binden¹⁴⁹, waren in beginsel zowel de handtekeningen nodig van de voorzitter, de algemeen secretaris als van een directielid van de AEB of een handtekening van een van deze functionarissen tezamen met een bijzonder gevolmachtigde¹⁵⁰. Tot slot had het bestuur tot taak te bepalen welke fondsen er in de officiële

¹⁴⁴ Meer over de Vereniging voor de Effectenhandel in paragraaf 1.2 en verder.

¹⁴⁵ Cross D.H. en Diephuis, J.H., *"Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15"*, Kluwer B.V., Deventer, 1988, p. 20.

¹⁴⁶ Artikel 21 lid 3 statuten VvdE en Cross, D.H. en Diephuis, J.H., *"Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15"*, t.a.p. noot 145, p. 20.

¹⁴⁷ Artikel 22 leden 1 en 2 statuten VvdE.

¹⁴⁸ Artikel 22 lid 3 statuten VvdE.

¹⁴⁹ Artikel 23 statuten VvdE.

¹⁵⁰ Artikel 23 lid 3 statuten VvdE.

prijscourant¹⁵¹ mochten worden opgenomen. Zij bepaalde ook hoe de in het prijscourant te publiceren koersen moesten worden vastgesteld¹⁵².

FIGUUR 2.1 Organisatiestructuur Amsterdamse effectenbeurs (AEB)

De VvdE had volgens haar statuten tot doel:

*"...het bevorderen van de belangen van de effectenhandel in de ruimste zin, daaronder begrepen de geldhandel, voor zover met de effectenhandel in verband staande."*¹⁵³

¹⁵¹ De officiële prijscourant is een officiële publicatie van de VvdE (en vanaf 1 januari 1997 van AEX N.V.). In deze prijscourant zijn de officiële lijsten van de optiebeurs, de effectenbeurs en de financiële termijnmarkt Amsterdam verwerkt. Daarnaast zijn in de prijscourant ook de dagomzetten van aandelen en obligaties vermeld. Voorts bevat de officiële prijscourant ook berichten over de opneming, opschorting of de vervallenverklaring van fondsen. Verder worden in de prijscourant ook omrekeningskoersen, wisselkoersen, de rentestand van DNB en andere relevante gegevens vermeld. Pas nadat de commissaris voor de notering de prijscourant heeft ondertekend, mag dit de naam: "officiële prijscourant" dragen. De officiële prijscourant wordt op elke beursdag gepubliceerd. Amsterdamse effectenbeurs, *Beurs en effecten; de beurshandel en de vormen van beleggen*, uitgeverij Contact, Amsterdam/Antwerpen, 1993, p. 169 - 170.

¹⁵² Artikel 34 statuten VvdE.

¹⁵³ Vereniging voor de Effectenhandel, *statuten*, artikel 3.

Ter verwezenlijking van haar doelstelling vermeldde artikel 4 van de statuten van de VvdE dat zij ten gunste van de Nederlandse economie, voorwaarden mocht scheppen die er onder meer voor moesten zorgen dat de effectenmarkt in Nederland zich zou ontwikkelen¹⁵⁴. In hetzelfde artikel had de VvdE tevens enkele verantwoordelijkheden aangegeven zoals het vaststellen en publiceren van koersen, het uitgeven van een prijscourant en het verschaffen van algemene en bijzondere voorlichting omtrent de effectenhandel in Nederland. Daarnaast was zij ook verantwoordelijk voor het vaststellen van de (handels-)voorschriften en reglementen; bepalingen betreffende het opnemen van fondsen en moest zij tevens toezien op de naleving hiervan. In haar statuten onderscheidde de VvdE haar leden in bedrijfsleden, buitengewone bedrijfsleden en beursleden. Daarnaast kenden de VvdE ook beursgemachtigden en beursemployes. Om als bedrijfs- of beurslid tot de VvdE toegelaten te kunnen worden, moest eerst aan de door de VvdE gestelde eisen worden voldaan. Deze toelatingseisen waren terug te vinden in de artikelen 6 en 7 van de statuten van de VvdE¹⁵⁵. In artikel 6 lid 4 van haar statuten had de VvdE de eisen aan het lidmaatschap van deze beursleden aange-

¹⁵⁴ Artikel 4 onder a: "het scheppen van de voorwaarden ter instandhouding en verdere ontwikkeling van een centrale effectenmarkt in Nederland ten bate van de nationale economie in het algemeen".

¹⁵⁵ In artikel 6 lid 2 vermeldde de volgende toelatingseisen voor bedrijfsleden:

- vennootschappen en rechtspersonen, die onder eigen naam of onder firma als hoofdbedrijf resp. als belangrijke tak van bedrijf de commissiehandel in effecten uitoefenen of als handelaar de handel in effecten bedrijven voor eigen rekening.
- In een groep optredende rechtspersonen die – behoudens dispensatie van de commissie van Gedelegeerden – zowel gezamenlijk als ieder afzonderlijk als belangrijke tak van bedrijf de commissiehandel in effecten uitoefenen, in welk geval de topholding van een zodanige groep wordt aangemerkt als "leidende" rechtspersoon en aldus als bedrijfslid. De commissie van gedelegeerden kan in dit verband onder "groep" mede verstaan een organisatorisch verbonden economische eenheid van rechtspersonen die onderdeel uitmaken van een grotere eenheid in welk geval de topholding van dat onderdeel wordt aangemerkt als "leidende" rechtspersoon. Onverlet het gegeven dat de "leidende" rechtspersoon wordt aangemerkt als bedrijfslid, dienen de in de groep optredende rechtspersonen afzonderlijk te voldoen aan de eisen gesteld in de statuten en reglementen van de Vereniging, als waren zij bedrijfsleden. (De commissie van Gedelegeerden bestond uit minimaal drie bestuursleden en een voorzitter. De voorzitter werd door het bestuur uit zijn midden gekozen. Zie artikel 21 VvdE versie december 1995)

geven¹⁵⁶. Behalve de voornoemde toelatingseisen had zij in haar statuten ook regels met betrekking tot de beëindiging van een lidmaatschap neergelegd. Deze regels waren te vinden in de artikelen 12 en verder van de statuten¹⁵⁷. Het ledenreglement werkte de regels aangaande het lidmaatschap nader uit. Om lid van de VvdE te kunnen worden en het lidmaatschap te kunnen behouden, moesten de bedrijfs- en beursleden

¹⁵⁶ Artikel 6 lid 4 van de Statuten VvdE met betrekking tot beursleden:

- a. Natuurlijke personen, die optreden als beherende vennoten of bestuurders van bedrijfsleden en buitengewone bedrijfsleden.
- b. Natuurlijke personen die door bedrijfsleden, als bedoeld in artikel 7, eerste lid, letter a en b alsmede buitengewone bedrijfsleden als bedoeld in het derde lid van dit artikel met betrekking tot het beurslidmaatschap als plaatsverangers conform artikel 8, derde lid, onder 2, voor hun beherende vennoten resp. bestuurders zijn aangewezen.
- c. Natuurlijke personen die als bestuurders optreden van de "leidende" rechtspersoon, als bedoeld in het tweede lid van dit artikel alsmede natuurlijke personen die door de "leidende" rechtspersoon als plaatsverangers van hun bestuurders zijn aangewezen. Plaatsverangers dienen werkzaam te zijn bij de "leidende" rechtspersoon.

¹⁵⁷ Zowel het (buitengewoon) bedrijfslidmaatschap als het beurslidmaatschap eindigden door dit schriftelijk aan het bestuur te melden. Het bestuur lichtte de overige leden hiervan in. In de officiële prijscurant werd vervolgens, onder vermelding van de desbetreffende reden, een bericht van opzegging geplaatst. Enkele redenen voor opzegging konden volgens de artikelen 12 j° 16 van de statuten zijn:

Het niet krijgen van de benodigde vergunning, zoals is vermeld in de Wte '95; het intrekken van de hierboven genoemde vergunning en of het verstrekken van onjuiste of onvolledige gegevens en/of bescheiden waardoor er anders op de lidmaatschapsaanvraag of op het vergunningsverzoek was beslist dan wanneer er correcte gegevens waren verstrekt. Bij vennootschappen en rechtspersonen kon het bedrijfslidmaatschap volgens artikel 14 van de statuten worden beëindigd: indien er sprake was van ontbinding; indien de in Nederland gevestigde beherende vennoten of bestuurders geen beurslid meer waren en ook niet voor vervanging hadden zorg gedragen dan wel indien een in Nederland gevestigde vennoot niet het beurslidmaatschap bezat en daartoe ook geen aanvraag had ingediend dan wel deze vennoot geen plaatsveranger had die wel het beurslidmaatschap bezat. Het lidmaatschap van een buitengewoon bedrijfslid eindigde volgens hetzelfde artikel indien: het lid volgens de wetgeving van het land van vestiging niet meer bestond; er minder dan twee beherende vennoten of bestuurders waren; het lid niet langer meer kantoor hield in het land van vestiging. Bij beursleden gaf artikel 15 van de statuten te kennen dat het lidmaatschap eindigde indien: - zij de leeftijdsgrens hadden bereikt zoals was bepaald in het ledenreglement; zij overleden; zij niet meer handelingsbevoegd waren; zij geen binding meer hadden met het desbetreffende (buitengewone) bedrijfslid of indien het bedrijfslidmaatschap was beëindigd.

aan de statutaire eisen (blijven) voldoen. Deze in de statuten genoemde eisen, die zich richtten op de deskundigheid, de betrouwbaarheid, de financiële waarborgen en de onafhankelijkheid van de leden, werden in het ledenreglement nader uitgewerkt¹⁵⁸. Naast de statutaire eisen, werden er in het ledenreglement ook nog aanvullende eisen gesteld. Artikel 6 lid 6 van de statuten bevatte een verwijzing naar deze eisen. Tot slot duidde lid 7 van dit artikel aan dat buitengewone bedrijfsleden, gezien hun bijzondere status, aan speciale regelingen konden worden gebonden. Tot de bedrijfsleden konden behoren¹⁵⁹:

1. *de (spaar)banken (mits de bank zich voornamelijk bezig hield met de handel in effecten.);*
2. *de commissionair effectenkredietinstelling*¹⁶⁰;
3. *de commissionairs effectenhandelaren*¹⁶¹;
4. *de hoekmannen*¹⁶²;
5. *de interdealer-brokers*¹⁶³ en tot slot
6. *de daghandelaar/floorbroker*¹⁶⁴.

¹⁵⁸ Artikel 6 lid 5 statuten VvdE, december'95.

¹⁵⁹ De nummers 1 en 2 moesten ingeschreven staan in een van de registers gehouden door de DNB.

¹⁶⁰ Hiermee worden de commissionairs/effectenkredietinstelling bedoeld die waren ingeschreven in een door de DNB gehouden register. Tot deze groep behoorden: de commissionair die de commissiehandel in effecten als hoofdbedrijf uitoefende en de ingeschreven effectenhandelaren die voor eigen rekening handelden.

¹⁶¹ Onder deze groep vielen de niet-ingeschreven commissionairs die wel als hoofdbedrijf de commissiehandel in effecten uitoefenden. Hetzelfde gold voor de effectenhandelaar omdat hij handelde voor eigen rekening.

¹⁶² Hoekmannen kunnen óf uitsluitend voor rekening van bedrijfsleden de commissiehandel in effecten uitoefenen óf voor eigen rekening handelen in effecten.

¹⁶³ Een Interdealer-broker is een instelling die uitsluitend voor rekening van (buitengewone) bedrijfsleden de handel in effecten bedrijft. Alle transacties voor de (buitengewone) bedrijfsleden die zouden kunnen leiden tot een eigen positie van de Interdealer-broker, zijn uitgesloten van de effectenhandel. Vgl. artikel 8 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

¹⁶⁴ Floorbrokers zijn óf onafhankelijk óf in dienst van een bank/commissionair. Een daghandelaar of floorbroker is een instelling die uitsluitend als handelaar in effecten handelt. Dit hoeft niet alleen voor eigen rekening van de handelaar te geschieden. Het is ook mogelijk dat de daghandelaar/floorbroker de commissiehandel in effecten uitsluitend met en voor rekening van bedrijfsleden uitoefent. Vgl. artikel 8 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

Naast de opzegging of een vervallen verklaring van het lidmaatschap, kon een lid ook worden geschorst¹⁶⁵. Tussen de voornoemde bedrijfsleden had de VvdE een nader onderscheid gemaakt. Deze leden werden onderverdeeld in

- a) *bedrijfsleden die handelden op de beursen toegang hadden tot de geregementeerde handelssystemen;*
- b) *bedrijfsleden die niet op de beurs handelden en geen toegang hadden tot de geregementeerde handelssystemen en*
- c) *de hoekmansbedrijven.*

De bedrijfsleden mochten en konden slechts behoren tot de hierboven genoemde categorieën. In de statuten waren meerdere regels omtrent de leden van de VvdE te vinden zoals bijvoorbeeld de eis van een meerhoofdige leiding; de bedrijfsleden dienden namelijk ten minste twee beherende vennoten of bestuurders te hebben¹⁶⁶. Van deze twee beherende vennoten of bestuurders diende er minstens een in Nederland te zijn gevestigd¹⁶⁷. Ook de statutaire zetel en het hoofdkantoor dienden zich in Nederland te bevinden.

Eerder kwam het ledenreglement al aan de orde. Zo is hierboven vermeld dat de in de statuten genoemde regels aangaande het lidmaatschap in dit reglement werden uitgewerkt. Daarnaast bevatte het ledenreglement ook regels aangaande de financiële waarborgen van de bedrijfsleden¹⁶⁸, en het onafhankelijkheidsvereiste van de (buitengewone)bedrijfsleden¹⁶⁹. Voorts bevatte het ledenreglement ook een regeling ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap. Op grond van deze regeling diende:

¹⁶⁵ Artikel 14-A statuten VvdE.

¹⁶⁶ Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15*", t.a.p. noot 145, p. 6 - 7. In het ledenreglement werd over de eis van tweehoofdige leiding gesproken. Zie artikel 2 lid 3 ledenreglement VvdE september 1994.

¹⁶⁷ Het bestuur kon dispensatie verlenen. Zie statuten VvdE artikel 8 lid 2.1 sub b.ii.

¹⁶⁸ Artikel 3 ledenreglement 1994 VvdE.

¹⁶⁹ Het onafhankelijkheidsvereiste hield, naar aanleiding van de zogenaamde "Onafhankelijkheidsrichtlijn", in dat van (buitengewone) *bedrijfsleden* een onafhankelijke positie werd gewenst.

*... het bedrijfslid (...) ten aanzien van het omgaan met vertrouwelijke koersgevoelige informatie een adequate interne regeling te hanteren voor de vertrouwelijke behandeling van die informatie en op de naleving van die regeling toe te zien. Onder vertrouwelijke koersgevoelige informatie werd verstaan een niet openbaar gegeven, indien van het openbaar worden van dat gegeven een aanmerkelijke invloed op de koers van de desbetreffende soorten effecten redelijkerwijs was te verwachten*¹⁷⁰.

Om (de schijn van) misbruik van voorwetenschap te voorkomen lag de verantwoordelijkheid om passende maatregelen te treffen bij het bedrijfslid. Vertrouwelijke koersgevoelige informatie tussen het krediet-, de emissie- en het effectenbemiddelingbedrijf moest gescheiden worden behandeld¹⁷¹. Daarnaast mocht een lid niet, direct of indirect, voor eigen rekening handelen in effecten waarvan hij wist dat hij over vertrouwelijke en koersgevoelige informatie beschikte. Noch zou hij aansporen om in de hiervoor genoemde effecten wel of niet te handelen. Deze verboden golden ook voor de commissarissen van de bedrijfsleden¹⁷². Verder was er in het ledenreglement een diversiteit aan richtlijnen te vinden. Te beginnen met de richtlijn over de vermogensbeheerovereenkomst¹⁷³. Deze richtlijn bepaalde wat er in een vermogensbeheerovereenkomst moest zijn opgenomen. Hier diende men te denken aan de personalia van de cliënt en het bedrijfslid. Tevens moest er nauwkeurig aangegeven worden welke diensten het bedrijfslid voor de cliënt zou verrichten. Het bureau van de Vereniging beschikte over een model vermogensbeheerovereenkomst dat aan de genoemde criteria voldeed¹⁷⁴. Een volgende richtlijn was de "richtlijn met betrekking tot de administratieve organisatie en interne controle"¹⁷⁵. De grote risico's die met de effectenhandel gepaard kunnen gaan", aldus artikel 1 van vornoemde richtlijn vormden voor het bestuur de aanleiding om hoge eisen aan de administratieve organisatie en interne controle van de bedrijfsleden te stellen¹⁷⁶. Het doel van deze richtlijn was om voorwaarden op te stellen, waaraan de inrichting van de organisaties van de verschillende leden

¹⁷⁰ Artikel 10 sub a ledenreglement.

¹⁷¹ Artikel 10 sub b ledenreglement.

¹⁷² Artikelen 11 en 12 ledenreglement.

¹⁷³ Als bedoeld in artikel 5.B. onder 2.4 van het ledenreglement en vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 7 april 1994.

¹⁷⁴ Artikel 2 van de richtlijn ter zake van de vermogensbeheerovereenkomst.

¹⁷⁵ Als is bedoeld in artikel 5.C. onder 2 van het ledenreglement en vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 4 mei 1995.

¹⁷⁶ Artikel 1 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisatie en interne controle als bedoeld in artikel 5.C, onder 2 van het ledenreglement.

moest voldoen, zodat de aan de effectenhandel inherente risico's werden geminimaliseerd. Met de in de richtlijn aangehaalde term "administratieve organisatie", ook wel bestuurlijke informatieverzorging genoemd, werden alle maatregelen bedoeld gericht op het systematisch verzamelen, vastleggen en verwerken van gegevens. Deze maatregelen waren niet alleen gericht op de informatieverstrekking voor het kunnen besturen, functioneren en beheersen van de huishouding van het bedrijfslid, maar ook voor de verantwoordingen die hierover moesten worden afgelegd. Met de term "interne controle" werd bedoeld: de controle op het handelen van anderen, uitgeoefend door of namens de directie van het bedrijfslid. Tijdens deze onderzoeken stonden de oordeelsvorming en activiteiten van de gecontroleerde personen centraal¹⁷⁷. Bij de interne controle was het van belang dat de aard van het bedrijf een dergelijke vorm van controle vereiste. Aan de leden van de VvdE werden voorwaarden gesteld aangaande de administratieve organisatie en de interne controle. Deze voorwaarden verschilden per ledencategorie, te weten de categorieën banken en effectenkredietinstellingen (EKI¹⁷⁸); de categorie niet-effecten kredietinstellingen (NEKI¹⁷⁹); de categorie hoekmansbedrijven¹⁸⁰,

¹⁷⁷ Artikel 4 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

¹⁷⁸ Een EKI was ten tijde van de VvdE een commissionair die als hoofdbedrijf de commissiehandel in effecten uitoefende en/of als handelaar voor eigen rekening handelde in effecten. Daarnaast was vereist dat het bedrijf moest staan ingeschreven in het door De Nederlandsche Bank N.V. gehouden register zoals aangegeven in de Wet Toezicht Kredietwezen 1992. Indien het een buitenlands bedrijf betrof mocht het ook zijn ingeschreven in de registers van een vergelijkbare buitenlandse autoriteit. Artikel 6 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

¹⁷⁹ Een NEKI was ten tijde van de VvdE een commissionair die als hoofdbedrijf de commissiehandel in effecten uitoefende en/of als handelaar voor eigen rekening handelde in effecten. Omdat de NEKI geen krediet(verlenende) instelling was, werd in tegenstelling tot de EKI niet vereist dat het bedrijf moest zijn ingeschreven in het register van De Nederlandsche Bank N.V. Artikel 7 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als is bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

¹⁸⁰ Een hoekmansbedrijf was ten tijde van de VvdE een instelling die de commissiehandel in effecten uitsluitend voor rekening van *bedrijfsleden* uitoefende. Het was ook mogelijk het ook voor leden van andere erkende beurzen handelde, maar dan alleen na aanwijzing van het bestuur. Daarnaast mochten hoekmansbedrijven ook voor eigen rekening handelen in effecten. Vgl. artikel 8 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

interdealer-broker¹⁸¹ en daghandelaar/ floorbroker¹⁸². Deze categorieën dienden aan de voorwaarden, zoals was vermeld in deze richtlijn, te voldoen. Ter verduidelijking van het begrip "eigen vermogen" had het bestuur de richtlijn eigen vermogen vastgesteld¹⁸³. In het ledenreglement was ook "de onafhankelijkheidsrichtlijn"¹⁸⁴ opgenomen. Volgens artikel 4 van dit reglement was het gewenst dat (buitengewone) bedrijfsleden in de uitoefening van hun functie onafhankelijk waren. De mate van onafhankelijkheid werd door het bestuur of de commissie van gedelegeerden¹⁸⁵ bepaald. Hiertoe waren zij bevoegd om een (buitengewoon) bedrijfslid te toetsen aan de hand van ingewonnen informatie¹⁸⁶. Tot slot bevatte het ledenreglement ook een richtlijn waarin de solvabiliteitsvereisten waren uitgewerkt. De solvabiliteitsrichtlijn CAD¹⁸⁷, welke naar haar Europese voorbeeld de "Capital Adequacy Directive"¹⁸⁸ was genoemd, diende ter verduidelijking van artikel 3 lid 5 van het ledenreglement. Dit artikel luidde als volgt:

Artikel 3

5. *Met betrekking tot de financiële waarborgen, als bedoeld in artikel 6, vijfde lid van de statuten, stelt het bestuur voorts regels vast omtrent de solvabiliteitsnormen, welke bedrijfsleden in acht dienen te nemen (zie bijlage 3. vijfde lid, bij dit Reglement).*

¹⁸¹ Een Interdealer-broker was destijds een instelling die uitsluitend voor rekening van (buitengewone) *bedrijfsleden* de handel in effecten bedreef. Alle transacties voor de (buitengewone) *bedrijfsleden* die zouden kunnen leiden tot een eigen positie van de Interdealer-broker, waren uitgesloten van de effectenhandel. Vgl. artikel 8 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

¹⁸² Een daghandelaar of floorbroker was toentertijd een instelling die uitsluitend als handelaar in effecten handelde. Dit hoefde niet alleen voor eigen rekening van de handelaar te geschieden. Het was ook mogelijk dat de daghandelaar/floorbroker de commissiehandel in effecten uitsluitend met en voor rekening van *bedrijfsleden* uitoefende. Vgl. artikel 8 richtlijn met betrekking tot de administratieve organisaties en interne controle als bedoeld in artikel 5.C., onder 2 van het ledenreglement.

¹⁸³ Vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 7 december 1995.

¹⁸⁴ Vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 7 juli 1994 en gewijzigd in de bestuursvergadering d.d. 7 september 1995.

¹⁸⁵ Deze commissie kan beschouwd worden als "het dagelijks bestuur" van de VvdE.

¹⁸⁶ Vgl. artikel 2.1.1 richtlijn van het bestuur ter zake van het vereiste van onafhankelijkheid (de onafhankelijkheids-richtlijn)

¹⁸⁷ Vastgesteld in de bestuursvergadering d.d. 7 december 1995.

¹⁸⁸ Richtlijn 93/6/EEG van de Europese Raad d.d. 15 maart 1993. Meer hierover in hoofdstuk 2.1 de externe regelgeving.

Op grond van de externe regelgeving, de Wte'95 en richtlijn CAD, moesten de bedrijfsleden doorlopend over voldoende vermogen beschikken om zodoende hun risico's te kunnen dekken. Het vermogen moest minstens gelijk zijn aan de som van de uitstaande risico's. Bepaalde bedrijfsleden waren verplicht om conform de richtlijn CAD maandelijks aan het controlebureau¹⁸⁹ te rapporteren¹⁹⁰. Naast een diversiteit aan richtlijnen, was er in het ledenreglement ook een bepaling aan de commissaris voor de notering gewijd. In dit reglement werd bepaald dat de commissaris voor de notering, die onder andere de orde op de beursvloer moest handhaven, kon vaststellen dat een beurslid of beursgemachtigde zich op de beursvloer misdroeg. Dit kon tot gevolg hebben dat het desbetreffende lid een waarschuwing kreeg. Mocht deze waarschuwing niet tot het gewenste resultaat hebben geleid, dan kon de commissaris voor de notering een boete opleggen. Het lid diende deze boete meteen te voldoen. Zolang het desbetreffende lid de boete nog niet had betaald, mocht de commissaris hem de toegang tot de beursvloer weigeren¹⁹¹. In het reglement voor de notering waren de taken en bevoegdheden van de commissaris voor de notering nader uitgewerkt. Een andere uitwerking van de Wte'95 is de instelling van een klachtenbureau. Zoals we eerder zagen diende de effectenbeurs zich bij een beurserkenning te houden aan de externe regels. Hiermee beoogde de wetgever te bewerkstelligen dat er "*een adequate functionering van effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten*" kon plaatsvinden. Tegen deze achtergrond werd een klachteninstantie onontbeerlijk. Immers, aan gedupeerde beleggers werd zo de mogelijkheid geboden om hun klachten bij de beurs bekend te maken en eventueel genoegdoening te krijgen. Om de belegger daadwerkelijk te beschermen tegen onheuse behandeling van een lid besloot de VvdE een instelling op te richten die voor beide partijen bindend kon beslissen¹⁹². In 1983 werd de klachtencommissie effectenbedrijf¹⁹³ in het leven geroepen¹⁹⁴. Vanaf dat moment werd het

¹⁸⁹ Het controlebureau hield toezicht op de naleving van de regels die golden voor de leden van de beurs.

¹⁹⁰ Artikel 2 van de richtlijn CAD.

¹⁹¹ Artikel 16 ledenreglement.

¹⁹² Artikel 35 statuten VvdE en artikel 5 lid 2 reglement klachtencommissie effectenbedrijf.

¹⁹³ Artikel 35 statuten j° 4 lid 1 reglement klachtencommissie effectenbedrijf 1993.

¹⁹⁴ Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15*", t.a.p. noot 145, p. 63.

voor direct belanghebbenden¹⁹⁵ mogelijk om een klacht tegen een lid van de VvdE in te dienen. In het reglement klachtencommissie waren de bepalingen over de samenstelling, benoeming en werkwijze van de klachtencommissie te vinden¹⁹⁶. Om een klacht te kunnen indienen moest de klager volgens artikel 4 lid 1 van het reglement klachtencommissie effectenbedrijf "door een handelen of nalaten van een bedrijfslid, een beurslid of een remisier als zodanig direct in zijn belang¹⁹⁷ zijn getroffen¹⁹⁸". Een andere commissie waar naast belanghebbenden, ook leden mochten klagen was de commissie van orde. Deze commissie fungeerde als intern tuchtrechtelijk college van de VvdE¹⁹⁹. Alleen de commissie van gedelegeerden kon een klacht tegen een lid bij de commissie van orde indienen²⁰⁰. Het was ook mogelijk dat de commissie van orde voorwaarden stelde alvorens zij overging tot de indiening van

¹⁹⁵ Vaak waren dit cliënten van de *bedrijfsleden* en beursleden. Zie Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15*", t.a.p. noot 145, p. 25.

¹⁹⁶ De klachtencommissie bestond uit minstens vijf personen, te weten de voorzitter, de plaatsvervangend voorzitter en drie leden. Vgl. artikel 2 lid 1 reglement klachtencommissie effectenbedrijf. Op voordracht van het bestuur werden de leden van de klachtencommissie, door de president van de arrondissementsrechtbank te Amsterdam, voor een periode van drie jaren benoemd. Zie artikel 2 leden 5 en 6 reglement klachtencommissie effectenbedrijf. Indien men zeventig jaar of ouder was, kon men niet worden (her)benoemd. Vgl. Artikel 2 lid 7 reglement klachtencommissie effectenbedrijf.

¹⁹⁷ Artikel 4 lid 1 reglement klachtencommissie effectenbedrijf.

¹⁹⁸ Vgl. artikel 7 reglement klachtencommissie effectenbedrijf. Voorts diende het indienen van een klacht schriftelijk te gebeuren. Een ingediende klacht had niet altijd een bindend advies tot gevolg. De klachtencommissie kon besluiten om een klacht niet in behandeling te nemen. In dat geval stelde zij de partijen op de hoogte van de gronden voor het niet ontvankelijkheid zijn van de klacht. Deze gronden waren: dat de belangen die met de klacht waren gemoeid te weinig betekenis hadden; dat de periode, tussen het kennisnemen van de feiten en het voorleggen van de klacht aan de beklagde, meer dan een jaar was; dat de feiten waar de klacht op was gebaseerd te ver in het verleden lagen en dat de klager niet aanvaardde dat de uitspraak van de klachtencommissie als bindend advies moest worden beschouwd. Vgl. artikel 7 lid 5 reglement klachtencommissie effectenbedrijf. Artikel 7 lid 5 reglement klachtencommissie effectenbedrijf.

¹⁹⁹ De commissie van orde werd voorgezeten door bestuursleden die niet tegelijkertijd in de commissie van gedelegeerden mochten zitten. Vgl. artikel 2 reglement van orde 1993.

²⁰⁰ De uitspraken van de commissie van orde zouden dan niet onder de schijn van partijdigheid uit kunnen komen. Dit zou het naleven van de uitspraken bemoeilijken.

de klacht. Op deze wijze kon de beklaagde alsnog aan de voorwaarden voldoen²⁰¹. Dit had tot gevolg dat de klacht niet meer bij de commissie van orde mocht worden ingediend²⁰². Mocht de commissie na een hoorzitting tot het oordeel komen dat er een straf diende te worden opgelegd, kon zij tegen het beklaagde lid een waarschuwing uit laten gaan, het lid berispen, een boete van maximaal f 500.000,— opleggen (vandaag de dag zou dat neerkomen op een bedrag van € 226.890,11)²⁰³ dan wel het lid schorsen voor de periode van maximaal vijf maanden of ontzetting uit het lidmaatschap. Een commissie waar geen externe belanghebbenden, maar alleen leden toegang tot hadden was de commissie voor de geschillen. Als niet anders was overeengekomen hadden de leden de verplichting om in geval van onderlinge geschillen betreffende de effectenhandel die niet in onderling overleg konden worden opgelost²⁰⁴, de commissie voor de geschillen te raadplegen. Het was niet toegestaan om het geschil aan de rechter voor te leggen²⁰⁵. De taken en samenstelling van de commissie voor de geschillen werden in het geschillenreglement vermeld. Een bij de commissie van orde ingediende klacht werd vervolgens door vijf commissieleden behandeld²⁰⁶. Het was mogelijk om tegen een beslissing van de commissie voor de geschillen in beroep te gaan. Dit gebeurde bij de commissie van beroep. Indien men niet binnen tien beursdagen na kennisgeving van de beslissing in beroep ging, kreeg de beslissing tussen partijen de kracht van bindend advies²⁰⁷.

²⁰¹ De voorwaarden die de commissie van gedelegeerden konden stellen en die in artikel 4.1 lid 2 van het reglement van orde werden genoemd zijn:

- a. Betaling aan de Vereniging voor de Effectenhandel van een geldsom van geval tot geval door de commissie van gedelegeerden te bepalen met inachtneming van een door het bestuur voor dit doel algemeen vast te stellen en te wijzigen maximum;
- b. Gehele of gedeeltelijke vergoeding van de door het geïncrimineerde doen of nalaten veroorzaakte schade;
- c. Berusten in een waarschuwing.

²⁰² Artikel 4.a. lid 1 reglement van orde.

²⁰³ De schorsing kon vergezeld gaan van een boete tot maximaal f 500.000,— of € 226.890,11. Artikel 9 lid 1 reglement van orde.

²⁰⁴ Volgens Cross kwam de commissie voor de geschillen niet vaak bijeen omdat het merendeel van de geschillen wel in onderlinge overleg kon worden opgelost. Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15", t.a.p. noot 145, p. 24.

²⁰⁵ Artikel 35 lid 1 statuten VvdE.

²⁰⁶ Artikel 2 lid 2 geschillenreglement.

²⁰⁷ Artikel 11 geschillenreglement. Volgens Cross duurde de beroepstermijn 10 beursdagen. Zie Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15", t.a.p. noot 145, p. 24.

Voorvoemde commissie van beroep was de hoogste interne beroepsinstantie van de Amsterdamse Effectenbeurs. De commissie van beroep behandelde in laatste instantie niet alleen het beroep in lidmaatschapsaangelegenheden²⁰⁸ en het beroep in geschillen²⁰⁹, maar ook het beroep in orde zaken²¹⁰ en het beroep inzake stille curatele²¹¹. In het reglement van beroep werden de taken en bevoegdheden van de commissie geregeld²¹².

Controle en naleving van de interne regels

Het controlebureau²¹³, beter bekend als de "waakhond" van de VvdE, werd in 1973 opgericht. Dit bureau zag erop toe dat alle leden zich aan de regels van de VvdE hielden. In het controlereglement werden de samenstelling, taak en bevoegdheden van het controlebureau geregeld. Volgens dit reglement diende het hoofd van het controlebureau een registeraccountant²¹⁴ zijn. Deze stond direct onder de voorzitter van de VvdE²¹⁵. Zowel het hoofd van het controlebureau als de overige medewerkers van het controlebureau hadden een geheimhoudingsplicht. In artikel 3 lid 4 van het controlereglement was dit als volgt verwoord:

Artikel 3

Het hoofd van het controlebureau en al zijn medewerkers zijn verplicht tot geheimhouding van datgene, wat in hun functie aangaande bedrijfsleden en/of beursleden en cliënten van bedrijfsleden te hunner kennis komt. Hiervan is uitgezonderd het doen van mededelingen, waartoe zij krachtens dit reglement, de statuten en het Reglement van Beroep verplicht zijn. Gelijke geheimhoudingsplicht geldt voor de deskundigen, als bedoeld in artikel 4.

²⁰⁸ Zie de artikelen 4 tot en met 8 van het reglement van beroep.

²⁰⁹ Zie de artikelen 9 tot en met 16 van het reglement van beroep.

²¹⁰ Zie de artikelen 17 tot en met 24 van het reglement van beroep.

²¹¹ Zie de artikelen 25 tot en met 30 van het reglement van beroep.

²¹² Artikel 35 statuten VvdE.

²¹³ Artikel 24 statuten VvdE.

²¹⁴ Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15", t.a.p. noot 145, p. 20.

²¹⁵ Artikel 3 lid 1 controlereglement 1991.

Door het instellen van onderzoeken en het inwinnen van inlichtingen²¹⁶ kon het controlebureau niet alleen de zaken van een bepaald bedrijfslid en bepaalde activiteiten van alle bedrijfsleden beoordelen, maar kon het ook nagaan of de bedrijfsleden (nog) voldeden aan de vastgestelde voorschriften voor onder andere het eigen vermogen, de liquiditeit en de solvabiliteit²¹⁷. Indien de leden de gevraagde inlichtingen te laat verstrekten of zelfs weigerden te verstrekken, was de voorzitter van de VvdE bevoegd om een boete²¹⁸ op te leggen. Hij kon zelfs besluiten om de namen van de weigeraars te publiceren²¹⁹. Een aspirant-lid kwam reeds bij de indiening van de (buitengewone) bedrijfslidmaatschapsaanvraag, in contact met het controlebureau. In artikel 6 sub f van het ledenreglement was bepaald dat het toekomstig lid tegelijkertijd met het indienen van de lidmaatschapsaanvraag onder meer een verklaring moest indienen waarin stond dat de aanvrager over voldoende financiële waarborgen, of eigen vermogen²²⁰, beschikte en hij in de uitoefening van zijn bemiddelende functie onafhankelijk kon zijn²²¹. Deze verklaringen konden alleen door het controlebureau worden afgegeven²²². Naast het afgeven van de hiervoor genoemde verklaringen, werden de bedrijfsleden door het controlebureau ook gecontroleerd op het afgeven van juiste verklaringen. Indien nodig, kon het controlebureau ook bepaalde vennootschapscontracten inzien²²³. Het controlebureau mocht een onderzoek instellen dat op verzoek van de STE of van de voorzitter plaats vond en, zowel gericht kon zijn op de algemene gang zaken in relatie tot een lid, als op bepaalde activiteiten van de leden. Het controlebureau

²¹⁶ Inlichtingen konden mondeling en/of schriftelijk worden ingewonnen. Onder het inwinnen van inlichtingen werd ook begrepen: het door leden moeten inleveren van periodieke gegevens bij het controlebureau. Vgl. artikel 6 leden 1 en 2 van het controlereglement.

²¹⁷ Artikel 5 controlereglement.

²¹⁸ Het bestuur van de VvdE bepaalde het maximum van de op te leggen boete. Vgl. artikel 7 lid 2 controlereglement.

²¹⁹ Artikel 7 controlereglement.

²²⁰ Artikel 3 ledenreglement 1996.

²²¹ Artikel 4 ledenreglement.

²²² Artikel 5 lid 2 controlereglement.

²²³ Het soort vennootschapscontract dat hier wordt bedoeld is: "een verklaring waarbij de aanvrager van het bedrijfslidmaatschap respectievelijk buitengewoon bedrijfslidmaatschap zich verplicht zijn vestigingen in Nederland of de met hem administratief gelieerde instellingen, waarover hij het toezicht uitoefent, de reglementen en andere voorschriften van de Vereniging te doen nakomen;" Vgl. de artikelen 5 lid 2 controle-reglement j° 6 sub c ledenreglement.

mocht ook een onderzoek instellen indien het van mening was dat een bepaald lid de regels van de VvdE overtrad²²⁴. Tot slot stelde het controlebureau ook een onderzoek in wanneer de voorzitter gebruik maakte van zijn recht van enquête. Mocht deze menen dat hij nader ingelicht zou moeten worden omtrent de werkzaamheden van buitengewone bedrijfsleden op het terrein van de efficiency, de rentabiliteit en de ontwikkelingen in het effectenbedrijf, dan kon dit aan bedrijfsleden en/of buitengewone bedrijfsleden worden gevraagd. Evenals een onderzoek naar een mogelijke overtreding van de beursregels, werd ook dit onderzoek door het controlebureau verricht. Daarnaast kon dit onderzoek ook door deskundigen of organisatieadviseurs²²⁵ worden uitgevoerd²²⁶. Bij het verrichten van een onderzoek mocht het controlebureau zich laten bijstaan door deskundigen²²⁷. Degenen die in opdracht van het controlebureau bij een bedrijfslid inlichtingen gingen inwinnen en/of een onderzoek wilden instellen dienden, volgens artikel 9 van het controlereglement, voor de aanvang van de werkzaamheden een introductiebrief te overhandigen die was getekend door de voorzitter en het hoofd van het controlebureau en waarin de aard van de opdracht was aangegeven²²⁸. De leden hadden de verplichting om tijdens een dergelijk onderzoek medewerking aan het controlebureau te verlenen. Immers, op hen rustte de statutaire verplichting om op verzoek van de VvdE alle gegevens en inlichtingen te verstrekken die noodzakelijk waren voor het vervullen van de taken van de vereniging of van een van haar organen, bijvoorbeeld het controlebureau²²⁹. Dit bureau moest in de gelegenheid worden gesteld om de boeken en bescheiden van de leden te kunnen inzien. Vanzelfsprekend hadden het controlebureau en deskundigen wat betreft het onderzoek een geheimhoudingsplicht. Zij lichtten alleen de voorzitter, dan wel de toezichthoudende instantie²³⁰ in over het onder-

²²⁴ Artikel 8 controlereglement.

²²⁵ Waarschijnlijk werd met organisatieadviseurs bedoeld: aan de VvdE gelieerde adviseurs.

²²⁶ Artikel 26 statuten VvdE.

²²⁷ Dat kon bijvoorbeeld een register-accountant zijn. Deze werd ingeschakeld indien de vermogenspositie van een bedrijfslid diende te worden onderzocht. Vgl. Cross, D.H. en Diephuis, J.H., "*Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15*", t.a.p. noot 145, p. 22 en artikel 4 van het controlereglement.

²²⁸ Artikel 9 controlereglement.

²²⁹ Artikel 25-A statuten VvdE.

²³⁰ Naast een door de STE opgedragen onderzoek, bleef het controlebureau aan de STE de bevindingen van de periodieke rapportages doorgeven. Vgl. artikel 10 lid 2 controlereglement.

zoek²³¹. Alleen indien dit voor de beoordeling van het resultaat van het onderzoek noodzakelijk was, kon het controlebureau inlichtingen, bijvoorbeeld namen van cliënten of specifieke gegevens over zaken van de onderneming en/of leden, aan de voorzitter of de STE verschaffen²³². In het kader van de uitoefening van haar taken was de VvdE, op grond van artikel 25-A lid 2 van de statuten, bevoegd om informatie uitwisselen met andere effectenbeurzen.

2.3.3.2 *De interne regelgeving van Amsterdam Exchanges N.V.*

Op 1 januari 1997 fuseerden de VvdE, de VEOE en de FTA²³³. Bij deze fusie kwam de structuurvennootschap Amsterdam Exchanges N.V. (AEX N.V.) tot stand. De hiervoor genoemde beurzen zijn door de fusie geherstructureerd; zij werden werkmaatschappijen van AEX N.V. die zelfstandig opereerden²³⁴. AEX N.V. werd beurshouder²³⁵ en was hierdoor verplicht om haar interne regels, te weten het algemeen reglement en de overige specifieke reglementen, volgens de geldende effectenwetgeving toe te passen²³⁶. Zoals uit de vorige paragraaf kan worden opgemaakt, kwam de interne regelgeving ten tijde van de AEB tot stand door het bestuur en door de ledenvergadering. De fusie bracht op dit gebied veranderingen teweeg. De interne structuur van de beurzen werd gewijzigd en de beslissingen werden genomen door de directie van AEX N.V. In figuur 2.2 is de structuur van AEX N.V. weergegeven.

²³¹ Artikel 10 lid 1 controlereglement.

²³² Artikelen 25 lid 2 statuten j° 11 leden 1 en 2 controlereglement.

²³³ VEOE is de Vereniging European Options Exchange, ook wel de optiebeurs genoemd en de FTA is de Financiële Termijnmarkt Amsterdam.

²³⁴ Zie hoofdstuk 1.6 voor meer informatie over de fusie en de werkmaatschappijen van AEX N.V.

²³⁵ Beurshouder in de zin van artikel 22 Wte'95. Zie paragraaf 2.1.

²³⁶ Artikel 1 lid 2 algemeen reglement AEX juni 1997.

FIGUUR 2.2 Organisatiestructuur Amsterdam Exchanges N.V.

In tegenstelling tot de AEB, kende AEX N.V. geen leden maar "toegelaten instellingen". Deze kwamen zowel bij de AEX-effectenbeurs, de AEX-optiebeurs als bij de FTA voor. De toegelaten instellingen waren gebonden aan de door AEX N.V. gestelde eisen. Na de fusie kregen de oud-leden van de VvdE de kans om tot de toegelaten instellingen te behoren. Zij zouden alleen van rechtswege worden toegelaten indien zij aan bepaalde voorwaarden voldeden. De leden van de VvdE konden hun werkzaamheden, na de fusie, niet zonder meer voortzetten. Zij moesten zich opnieuw laten registreren. Voorts moesten deze oud-leden, binnen een maand na de fusie, een toelatingsovereenkomst tekenen en werd van hen verlangd om in te stemmen met de overdracht van oude dossiers van de VvdE/VEOE naar AEX N.V. Ondertekening van deze overeenkomst heeft niet alleen tot gevolg gehad dat de aanvrager zich aan alle op dat moment geldende regels moest houden, maar ook aan alle toekomstige regels van AEX N.V.²³⁷ Zowel oud-leden die van rechtswege zijn toegelaten, als een ieder die na 1 januari 1997 actief op een van beurzen van AEX N.V. zou worden, verplichtten zich door ondertekening van de toelatingsovereenkomst om de AEX N.V.-reglementen in acht te nemen. De toelatingsvereisten van AEX N.V. waren onderverdeeld in algemene en prudentiële vereisten²³⁸. In de algemene vereisten waren de voor-

²³⁷ Artikel 3 lid 2 sub c algemeen reglement AEX juni 1997.

²³⁸ De artikelen 3 e.v. algemeen reglement AEX juni 1997.

waarden voor toelating tot een functie van AEX N.V. aangegeven²³⁹. De prudentiële vereisten gaven de voorwaarden aan waaraan een toegelaten instelling moest voldoen voordat zij haar gewenste functie kon en mocht uitoefenen²⁴⁰. Daarnaast moest volgens artikel 3 lid 2 sub b van het algemeen reglement de aanvrager houder zijn, van ten minste een aandeel A, in het kapitaal van AEX N.V.²⁴¹. Tot slot moest de toe te laten instelling voldoen aan alle andere voorwaarden van AEX N.V.²⁴². Om de belangen van de toegelaten instelling te kunnen waarborgen had AEX N.V. bepaalde maatregelen getroffen zoals het invoeren van een overgangstermijn voor de oud-leden van de VvdE; het instellen van een onafhankelijke commissie van geschillen en het opzetten van een advies- of overlegstructuur aan de hand waarvan bestuursbeslissingen tot stand dienden te komen. Wanneer de structuur van AEX N.V. wordt vergeleken met die van de AEB, dan vallen de nieuwe adviescommissies op. Deze commissies dienden er voor te zorgen dat er regelmatig contact met en tussen de diverse actoren op de beurs was. Naast het overleg met de economische faculteiten van de Nederlandse universiteiten, was er voor elke beursactor een overlegstructuur gecreëerd. Zo bestonden er voor de toegelaten instellingen zes commissies: de commissie primaire markt, de commissie aandelenhandel, de commissie obligatiehandel, de commissie agrarische producten, de commissie clearing en depository en tot slot de commissie options & futures. Voor de beleggers waren er

²³⁹ Om toegelaten te kunnen worden, moest er sprake zijn van een meerderjarige natuurlijke persoon, een rechtspersoon, een vennootschap onder firma of een commanditaire vennootschappen dan wel daarmee te vergelijken personen-vennootschappen naar buitenlands recht, die in het kader van zijn beroep bij de toegelaten instelling betrokken zou zijn. Vgl. artikel 3 en verder van het algemeen reglement AEX, juni 1997. Een Commanditaire vennootschap, ook wel genoemd: de vennootschap bij wijze van geldschieting. Deze wordt in beginsel aangegaan tussen een persoon of meerdere hoofdelijk verbonden vennoten en een of meer personen als geldschieters; vgl. artikel 19 Wetboek van Koophandel. Een Vennootschap onder Firma is een samenwerkingsverband/ maatschap, dat is aangegaan om onder gemeenschappelijke naam een bedrijf uit te oefenen; vgl. artikel 16 Wetboek van Koophandel.

²⁴⁰ Deze vereisten golden behoudens dispensatie of nadere voorwaarden. Vgl. artikel 5 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁴¹ Aandelen A waren winstbewijzen., m.a.w. een bewijsstuk voor het recht op een aandeel in de winst van i.c. AEX N.V.

²⁴² Deze voorwaarden hadden onder andere betrekking op de activiteiten van aanvrager, de vermogenspositie, de onafhankelijkheid van de aanvrager, het administratief systeem, de betrouwbaarheid en deskundigheid. Deze opsomming was niet limitatief. Zie artikel 3 lid 2 sub a algemeen reglement AEX, juni 1997.

twee soorten overlegorganen in het leven geroepen namelijk: het ronde tafel overleg particuliere beleggers en het ronde tafel overleg institutionele beleggers. Tot slot vond er in de adviesraad uitgevende instellingen, voor de uitgevende instellingen overleg plaats tussen deze instellingen en AEX N.V.²⁴³.

Op het gebied van de interne regelgeving, had AEX N.V. naast een paar algemeen geldende reglementen²⁴⁴, specifieke reglementen voor iedere werkmaatschappij gecreëerd. De algemeen geldende reglementen functioneerden naast de specifiek voor de verschillende beurzen ontworpen regels. Zo hadden de AEX-effectenbeurs²⁴⁵, de AEX-optiebeurs en de FTA ieder hun eigen regels. Omdat het te uitvoerig zou zijn om alle beurzen te bespreken, richt dit onderzoek zich uitsluitend op de effectenbeurs. Daarom zal hieronder alleen op de voorschriften aangaande deze beurs worden ingegaan. Te beginnen met de algemeen geldende AEX-reglementen.

De algemeen geldende reglementen

Zowel AEX N.V. als de diverse actoren op de beurzen van AEX N.V. moesten zich aan het algemeen reglement houden. Dit reglement was te vergelijken met de oude statuten van de VvdE. Deze vergelijking gaat niet helemaal op omdat de gewijzigde structuur van de beurzen, ook een gewijzigde structuur van de regels ten gevolge had gehad. Volgens het algemeen reglement was AEX N.V. op grond van haar statuten verantwoordelijk voor:

*...het organiseren, besturen, controleren, in stand houden en ontwikkelen van de effecten- en derivatenhandel op door AEX gehouden beurzen of systemen, van faciliteiten voor de ontwikkeling van transacties in effecten en derivaten, alsmede van faciliteiten voor de bewaring van effecten en derivaten. AEX zal op de door AEX gehouden beurzen een of meer beursvloeren of andere handelsfaciliteiten inrichten en onderhouden*²⁴⁶.

²⁴³ AEX N.V., *jaarverslag 1997*, Amsterdam, maart 1998, p. 22.

²⁴⁴ De reglementen die voor eenieder gelden zijn: het algemeen reglement; het nader reglement toegelaten instellingen AEX; het geschillenreglement AEX; het reglement geschillen/AEX, het reglement klachtencommissie beursbedrijf; het tuchtreglement AEX en het reglement van beroep.

²⁴⁵ Voor de AEX-effectenbeurs gelden de volgende specifieke reglementen: het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs; het reglement voor de effectenhandel; het courtagereglement; het reglement procedure beursnotering; het reglement voor de notering; het reglement tarieven toelating en notering en het fondsenreglement.

²⁴⁶ Artikel 1 lid 1 algemeen reglement AEX, juni 1997.

Voorts bepaalde het algemeen reglement dat AEX N.V. toezicht hield op de effectenhandel en dat zij er tegelijk op zou toezien dat de door haar vastgestelde regels werden nageleefd²⁴⁷. Daarnaast werd in het algemeen reglement bepaald dat AEX N.V. verantwoordelijk was voor het vaststellen en publiceren van, onder andere, de effectenkoersen²⁴⁸. Op de AEX-effectenbeurs (de effectenbeurs), konden volgens het algemeen reglement de volgende functies door toegelaten instellingen worden uitgeoefend:

1. *commissionair*²⁴⁹;
2. *broker-ATM*²⁵⁰;
3. *EOCC clearing instelling*²⁵¹;
4. *hoekmansbedrijf*²⁵²;
5. *interdealer-broker*²⁵³;

²⁴⁷ Artikel 1 lid 5 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁴⁸ Artikel 1 lid 6 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁴⁹ De Commissionair mocht voor het uitoefenen van de effectenhandel gebruik maken van de handelssystemen van de AEX-effectenbeurs. Artikel 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵⁰ De broker-ATM oefende de commissiehandel in effecten uit of kon voor eigen rekening in effecten handelen. Hierbij mocht hij alleen gebruik maken van het ATM-segment van de handelssystemen van de effectenbeurs. Artikel 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵¹ Een EOCC Clearing instelling mocht alleen voor rekening en risico van toegelaten instellingen die werkzaam waren op de AEX-optiebeurs of FTA- ter afdekking van de door hen ingenomen posities in derivaten-, gebruik maken van de handelssystemen van de effectenbeurs. Zodoende kon een EOCC Clearing instelling de commissiehandel in effecten uitoefenen. Artikel 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵² Een dergelijk bedrijf mocht alleen gebruik te maken van de handelssystemen van de effectenbeurs om, uitsluitend voor rekening van commissionairs en voor rekening van andere door de AEX aangewezen instellingen, de commissiehandel in effecten uit te oefenen. Daarnaast mocht een hoekmansbedrijf ook voor eigen rekening in effecten handelen. Artikel 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵³ De interdealer-broker mocht alleen gebruik maken van de handelssystemen van de effectenbeurs, indien hij uitsluitend voor rekening van toegelaten instellingen in effecten handelde. Effectentransacties die zouden kunnen leiden tot het innemen van een eigen positie van de interdealer-broker, werden uitgesloten. Artikel 2 algemeen reglement.

6. *daghandelaar/floorbroker*²⁵⁴ en
7. *niet-handelende commissionair*²⁵⁵.

Voordat voormelde functies konden worden uitgeoefend, diende men een schriftelijke aanvraag bij AEX N.V. in te dienen²⁵⁶. Hierna onderzocht AEX N.V. of de aanvrager aan alle eisen voldeed²⁵⁷. Nadat AEX N.V. positief over de toelating had beslist en deze definitief was geworden, stelde zij de toezichthouder hiervan schriftelijk op de hoogte²⁵⁸. Indien dat was vereist nam deze een beslissing over het verlenen van een vergunning. Pas nadat de toezichthoudende STE een vergunning aan de instelling had verleend, mocht deze een van de hierboven genoemde functies bij AEX N.V. uitoefenen²⁵⁹. De toegelaten instellingen dienden zich naast de wettelijke voorschriften²⁶⁰, ook te houden aan gedragsregels²⁶¹ en aan een meldingsplicht²⁶². Hiermee probeerde AEX N.V. de toegelaten instelling bij de uitoefening van hun functie te houden aan een specifieke eis, te weten: het vertonen van eerlijk marktgedrag. Op deze wijze trachtte AEX N.V. het vertrouwen van niet alleen de beleggers, maar van een ieder

²⁵⁴ Een daghandelaar of floorbroker mocht alleen gebruik maken van de handelssystemen van de effectenbeurs, indien hij als effectenhandelaar voor eigen rekening handelde of indien hij uitsluitend met de rekening van een toegelaten instelling, voor rekening van deze instelling de commissiehandel in effecten uitoefende. Artikel 2 algemeen reglement.

²⁵⁵ De niet-handelend commissionair was bevoegd om, bij de speciaal hiervoor aangegeven commissionairs, cliënten en effectenorders voor rekening van cliënten aan te brengen. Artikel 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵⁶ Artikel 4 lid 1 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵⁷ Artikel 4 lid 5 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵⁸ Artikel 4 lid 10 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁵⁹ Artikel 4 lid 10 algemeen reglement j° 7 Wte'95.

²⁶⁰ Bijvoorbeeld de Wte'95. Vgl. artikel 5 lid 6 sub a algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶¹ Deze zijn door AEX N.V. vastgesteld en moeten op de door de toegelaten instelling uitgeoefende functie van toepassing zijn. Artikel 5 lid 6 sub b algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶² Het kan voorkomen dat de toegelaten instelling een vorm van dienstverlening uitoefent, waarbij het in het belang van diens cliënten noodzakelijk is om schriftelijke overeenkomst te sluiten waarop de dienstverlening is gebaseerd. Vgl. Artikel 5 lid 6 sub c algemeen reglement AEX, juni 1997.

in de beurzen te houden. Het algemeen reglement vermeldde deze gedragsregels als volgt:

Artikel 7

- a. De toegelaten instellingen dienen door een eerlijk marktgedrag bij te dragen tot het vertrouwen in het functioneren van de effecten- en derivatenmarkt, de doeltreffende werking daarvan en een goede bescherming van de belangen van het beleggend publiek, zelfs indien dit voor hen in bepaalde gevallen het afzien van bepaalde rechtstreekse financiële voordelen zou kunnen inhouden.*
- b. De toegelaten instellingen hebben de plicht het vertrouwen van de beleggers in de eerlijkheid van de effecten- en derivatenmarkt in stand te houden door rechtschapen handel te drijven en zich steeds te houden aan de beroepsethiek. Zij zullen met name moeten weigeren om medewerking te verlenen aan hen, die pogen af te wijken van de beginselen van eerlijk marktgedrag en dienen zich niet te lenen voor gedragingen waardoor de normale werking van de effecten- en derivatenmarkt kan worden gefrustreerd of geschaad.*
- c. Toegelaten instellingen mogen niet de effecten- en derivatenmarkt manipuleren; noch door middel van een of meer transacties, noch door middel van het verspreiden of het bevorderen van geruchten of informatie, noch anderszins met het oogmerk om:*
 - (i) een valse en misleidende voorstelling te creëren van de handelsactiviteiten op een effecten- en derivatenmarkt of van een specifieke effect te verhandeld op een effecten- en derivatenmarkt, of*
 - (ii) om transacties van anderen op een effecten- en derivatenmarkt te beïnvloeden. AEX kan de reikwijdte van deze gedragsregels, met name in bijzondere situaties, nader uitwerken.*

Met de inhoud van sub c probeerde AEX N.V. elke vorm van manipulatie van de markt te voorkomen. Zij had onder de punten d. en h. van bovenvermeld artikel ook gedragsregels opgenomen die zich richtten op de behandeling van koersgevoelige informatie.

- d. Een toegelaten instelling zal niet, in welke hoedanigheid dan ook, hetzij direct of indirect, voor eigen rekening effecten en derivaten kopen en verkopen wanneer hij met betrekking tot die effecten en derivaten kennis draagt van vertrouwelijke koersgevoelige informatie.(..)*
- h. Iedere toegelaten instelling zal zich onthouden van gedragingen die de naam, reputatie of belangen van AEX schaden ofwel dreigen te schaden.*

Voorname gedragsregels waren niet alleen in artikel 7 van het algemeen reglement te vinden. In andere bepalingen waren ook gedragsregels terug te vinden. Zo was de toegelaten instelling gehouden om zijn niet-professionele cliënt op de hoogte te stellen van de mogelijke risico's die aan de effectentransacties waren verbonden. Verder moest de instelling

ervan overtuigd zijn dat de cliënt deze risico's kende²⁶³. AEX N.V. hield zelf toezicht op de naleving van het bovenstaande gedrageregels. De STE controleerde de naleving van de regels die door de Wte werden gesteld²⁶⁴. Ter uitvoering van haar controlebevoegdheden, mocht AEX N.V. inlichtingen aan de toegelaten instelling vragen en zelfs een onderzoek instellen. Deze instellingen of accountants²⁶⁵ van deze instellingen hadden een informatieplicht en zij waren verplicht om mee te werken en de gevraagde informatie binnen een door AEX N.V. gesteld termijn te verstrekken²⁶⁶. Indien AEX N.V. had vastgesteld dat een toegelaten instelling, diens (plaatsvervangende) beursgemachtigde of een zetelvertegenwoordiger de door AEX N.V. gestelde regels of voorwaarden niet naleefde, kon zij besluiten om de instelling voor de duur van maximaal zes maanden (voorwaardelijk) te schorsen²⁶⁷. Zowel AEX N.V.²⁶⁸ als de toegelaten instelling, diens beursgemachtigde of de zetelvertegenwoordiger was bevoegd de toelatingsovereenkomst op te zeggen²⁶⁹. Een dergelijke opzegging kon gelegen zijn in het feit dat de toegelaten instelling, de beursgemachtigde of zetelvertegenwoordiger niet meer voldeed aan de toelatingsvoorwaarden en/of regels van AEX N.V.²⁷⁰. Daarnaast kon het ook zijn dat de vereiste vergunning was ingetrokken²⁷¹. Verder kon het voorkomen dat achteraf bleek dat de toelating was gebaseerd op grond van gegevens dan wel stukken die onjuist of onvolledig waren en dat de desbetreffende instelling bij de juiste en/of volledige informatie niet zou zijn toegelaten²⁷². Naast deze redenen werden de rechten van een toegelaten instelling ook beëindigd wanneer de toegelaten instelling de vrije beschikking over zijn vermogen verloor. Tenslotte had de ontbinding van de toegelaten instelling of, in geval de toegelaten instelling een natuurlijke persoon is, de dood van deze persoon, de dood van de

²⁶³ Artikel 5 lid 6 sub d algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶⁴ Artikel 8 lid 1 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶⁵ Of een andere deskundige die de boekhouding en jaarrekening controleert. Vgl. artikel 8 lid 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶⁶ Artikel 8 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶⁷ Artikel 9 lid 1 j° 11 lid 3 sub a algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶⁸ Artikel 10 lid 1 sub c algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁶⁹ Artikel 10 lid 1 sub b j° 11 lid 4 sub a onder 2 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁷⁰ Artikel 10 lid 1 sub c j° 11 lid 4 sub a onder 4a algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁷¹ Artikel 10 lid 1 sub c algemeen reglement.

²⁷² Artikel 10 lid 1 algemeen reglement AEX, juni 1997.

beursgemachtigden of van de zetelvertegenwoordiger, de beëindiging van de toelatingsovereenkomst tot gevolg²⁷³.

Het kon voorkomen dat er een geschil was tussen enkele tot AEX N.V. toegelaten instellingen of tussen een toegelaten instelling en AEX N.V. Wanneer de instellingen niet zelf uit een meningsverschil kwamen, bestond de mogelijkheid om zich tot de commissie van geschillen of de commissie geschillen/AEX te wenden. Beide commissies waren in het leven geroepen om onderlinge conflicten op te lossen. Eerstgenoemde commissie beslechtte de geschillen tussen de toegelaten instellingen²⁷⁴. Laatstgenoemde commissie loste alleen de conflicten op tussen een toegelaten instelling en AEX N.V.²⁷⁵. Aangezien de regels van deze commissie sterke overeenkomst vertoonden met de regels van de commissie van geschillen, werden beide commissies tezamen behandeld. De hiervoor genoemde geschillencommissies vervingen de vroegere commissie voor de geschillen. Zij vertoonden naast veel overeenkomsten, ook veel verschillen met hun voorgangster²⁷⁶. Gelijk de oude commissie voor de geschillen²⁷⁷, stelden de commissie van geschillen en de commissie geschillen/AEX nagenoeg dezelfde inhoudelijke eisen aan het in behandeling nemen van een klacht²⁷⁸.

²⁷³ Artikel 10 lid 1 sub a j° 11 lid 4 sub a onder 1 algemeen reglement AEX, juni 1997.

²⁷⁴ Artikel 12 lid 1 geschillenreglement AEX 1997 j° de artikelen 1 tot en met 13 geschillenreglement AEX.

²⁷⁵ Artikel 12 lid 2 geschillenreglement AEX j° de artikelen 1 tot en met 14 reglement geschillen/AEX.

²⁷⁶ Zo verschilde de samenstelling van de commissies. De commissie van geschillen en de commissie geschillen/AEX bestond uit minimaal tien personen, terwijl hun voorgangster uit vijf personen heeft bestaan. Daarnaast verlangden de reglementen van de nieuwe commissies dat de voorzitter en diens plaatsvervanger benoembaar tot rechter in een arrondissementsrechtbank moesten zijn. Zij moesten op zijn minst juristen zijn. Het reglement van de commissie voor de geschillen stelde deze eisen niet. Vgl. de artikelen 3 lid 1 en 2 geschillenreglement AEX 1997, artikel 3 lid 1 en 2 reglement geschillen/AEX en artikel 2 lid 2 geschillenreglement AEB.

²⁷⁷ Hiermee werden de commissies van geschillen ten tijde van de Amsterdamse Effectenbeurs en ten tijde van de VvdE bedoeld.

²⁷⁸ Een bij laatstgenoemde commissies ingediende klacht diende, evenals bij hun voorgangster het geval was, schriftelijk te worden ingediend. Vgl. de artikelen 7 geschillenreglement AEX en 5 geschillenreglement AEB en vgl. de artikelen 7 geschillenreglement AEX, artikel 7 reglement geschillen/AEX en artikel 5 geschillenreglement AEB. In tegenstelling tot de oude commissie voor de geschillen, stelden haar opvolgsters de eis dat de klacht per aangetekende brief

Niet alleen de toegelaten instellingen en AEX N.V. hadden de mogelijkheid gekregen om hun ongenoegen over elkaar te uiten, maar ook direct belanghebbende die geen toegelaten instelling waren konden klagen. Deze groep diende naar de klachtencommissie beursbedrijf toe te stappen. Voornoemde commissie bestond reeds tijdens de VvdE, maar haar werking was na de fusie tussen de beurzen veranderd. Na deze fusie was de oude klachtencommissie effectenbedrijf overgegaan in een nieuwe klachtencommissie beursbedrijf²⁷⁹.

moest arriveren. Zie artikel 7 lid 1 geschillenreglement AEX en artikel 7 lid 1 reglement geschillen/AEX. De hiervoor genoemde commissies en hun voorgangsters willen op grond van artikel 7 lid 2 geschillenreglement AEX; artikel 7 lid 2 reglement geschillen/AEX en artikel 5 geschillenreglement AEB, dat de klacht niet alleen de personalia van beide partijen moest bevatten, maar ook een omschrijving van het geschil en de vordering van de verzoeker moesten inhouden. Een door een toegelaten instelling ingediende klacht werd op grond van artikel 5 lid 1 geschillenreglement AEX en artikel 5 lid 1 reglement geschillen/AEX, behandeld door maximaal vijf commissieleden, te weten de voorzitter en vier door hem aangewezen commissieleden. Evenals bij overige AEX N.V.-commissies het geval is, mochten de leden uit deze commissie op grond van de artikelen 5 lid 2 geschillenreglement AEX en 5 lid 2 reglement geschillen/AEX generlei wijze aan de verweerder zijn verbonden. Overeenkomstig de commissie voor de geschillen, konden de toegelaten instellingen de leden van de commissie van geschillen en van de commissie geschillen/AEX volgens artikel 6 geschillenreglement AEX, artikel 6 reglement geschillen/AEX en artikel 6 geschillenreglement AEB wraken. De toegelaten instelling en de AEX N.V. mochten zich tijdens de behandeling van de zaak laten bijstaan door een deskundige of een juridische raadsheer. Vgl. artikel 8 lid 2 geschillenreglement AEX, artikel 8 lid 2 reglement geschillen/AEX en artikel 7 lid 4 geschillenreglement AEB. Evenals bij de commissie voor de geschillen het geval was, konden haar opvolgsters, in het kader van het onderzoek, partijen het een en ander opleggen. Zo mochten de commissie van geschillen en de commissie geschillen/AEX van partijen verlangen dat zij alle informatie verstrekten die nodig was. Daarnaast konden zij, gelijk hun voorgangster, van partijen verlangen dat deze alle relevante boeken en bescheiden lieten inzien. De beide geschillencommissies van AEX N.V. konden bovendien getuigen horen. Vgl. artikel 9 geschillenreglement AEX, artikel 9 reglement geschillen/AEX en artikel 8 lid 1 geschillenreglement AEB. Overeenkomstig de procedure bij de geschillencommissie van de VvdE, gold in de procedure van de geschillencommissies van AEX N.V. dat zij uiterlijk binnen drie maanden na de zitting een beslissing moest nemen. Zie artikel 10 lid 1 geschillenreglement AEX, artikel 10 lid 1 reglement geschillen/AEX en artikel 9 lid 1 geschillenreglement AEB. Het was mogelijk om tegen een beslissing van de commissie geschillen/AEX in beroep te gaan. Dit gebeurde bij de commissie van beroep. Tegen een beslissing van de commissie van geschillen van AEX N.V. was geen beroep mogelijk. Vgl. artikel 16 algemeen reglement AEX.

Zoals aan het begin van deze subparagraaf is vermeld, golden er voor de AEX-effectenbeurs naast de hiervoor behandelde commissies en reglementen, ook andere reglementen. De reglementen voor de AEX-effectenbeurs varieerden van specifieke regels voor toegelaten instellingen tot bepalingen betreffende de fondsen.

De AEX-effectenbeursreglementen

Een van de werkmaatschappijen van AEX N.V., de AEX-effectenbeurs, was belast met de organisatie van de openbare kapitaalmarkt van AEX N.V. Op deze beurs konden niet alleen warrants, maar ook aandelen en obligaties worden verhandeld. De openbare kapitaalmarkt werd verdeeld in een primaire en een secundaire markt. Op de primaire markt werden en worden nieuwe effecten uitgegeven door kapitaalbenodigde ondernemingen. Door op de AEX-effectenbeurs genoteerd te staan konden de fondsen op de secundaire markt worden verhandeld²⁸⁰. De actoren op de effectenbeurs, waaronder de hoekmannen, commissionairs en (institutionele) belegger, moesten zich houden aan de regels die golden voor deze beurs. Deze regels waren neergelegd in diverse reglementen. Tot de AEX-effectenbeursreglementen behoorden:

1. *het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs;*
2. *het reglement voor de effectenhandel;*
3. *het courtagereglement;*
4. *het reglement procedure beursnotering;*
5. *het reglement voor de notering;*
6. *het reglement tarieven toelating en notering en het fondsenreglement.*

Hieronder zal in grote lijnen worden aangegeven wat de strekking van deze regels waren. Van sommige reglementen, waarvan een uitvoerige behandeling niet strookt met de lijn van dit onderzoek, zal dit slechts marginaal gebeuren.

De AEX-effectenbeursreglementen begonnen met het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs. Deze bepalingen hadden een aanvullende werking op het voornoemde algemeen reglement. In het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs werden diverse onderwerpen behandeld. Naast een aantal gedragsregels waren er ook regels te vinden over de verschillende functies op de effectenbeurs. Een van de gedragsregels was te vinden in artikel 2 lid 1 van dit reglement.

²⁸⁰ AEX, *jaarverslag 1997*, Amsterdam, maart 1998, p. 36.

In dit artikel was bepaald dat voordat een toegelaten instelling een medewerker voor de effectenhandel kon aannemen, zij eerst inlichtingen bij de vorige werkgever van deze medewerker moest inwinnen. Op deze manier hadden de toegelaten instellingen de mogelijkheid om zo volledig mogelijk te worden ingelicht over de deskundigheid en betrouwbaarheid van de toekomstige medewerker. Met dit voorschrift trachtte de AEX(-effectenbeurs) de dubieuze medewerkers voor de effectenhandel buiten de deur te houden. De AEX(-effectenbeurs) probeerde vervolgens ook om de toegelaten instellingen meer bij hun cliënten te betrekken²⁸¹. Verder bevatte het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs ook voorschriften waarin de functie eisen van de verschillende beroepen werden aangegeven²⁸². Naast deze bepalingen trachtte de AEX (-effectenbeurs) door een aantal voorschriften om niet alleen het vertrouwen van de beleggers, maar om ook de integriteit van de effectenmarkt vast te houden. In deze voorschriften was onder meer bepaald dat toegelaten instellingen in de uitoefening van hun bemiddelende functie onafhankelijk dienden te zijn²⁸³. Het volgende AEX-effectenbeursreglement, het reglement voor de effectenhandel, was samen met het hierna te noemen fondsenreglement erg omvangrijk. Eerstgenoemde, dat voor alle partijen op de effectenbeurs bindend was, was van toepassing op de handel van toegelaten AEX N.V. instellingen in beursgenoteerde fondsen²⁸⁴. AEX N.V.

²⁸¹ Zo was in artikel 2.2 van het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs bepaald dat een toegelaten instelling bij effectenbemiddeling eerst de persoonlijke achtergronden van haar cliënt diende te kennen, voordat zij haar bemiddelingsactiviteiten kon uitoefenen. Deze toegelaten instelling moest onder meer weten wat haar cliënt aan relevante effectenkennis had. Zodoende kon zij haar bemiddelingsactiviteiten bewuster uitoefenen.

²⁸² In artikel 5 lid 1 van het reglement, een regel die inging op de verschillende functies op de AEX-effectenbeurs, was bepaald dat zetelvertegenwoordigers minstens twee jaren in de effectenbranche werkzaam moesten zijn geweest, en daar relevante werkervaring moesten hebben opgedaan. Een zetelvertegenwoordiger was iemand die als vertegenwoordiger voor een toegelaten instelling optrad. Deze persoon vertegenwoordigde de toegelaten instelling in alles betreffende de uitoefening van haar functie. De zetelvertegenwoordigster mocht de toegelaten instelling niet in de feitelijke handel vertegenwoordigen.

²⁸³ Zie hiervoor artikel 7 sub a, b en c reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs juni '97. De AEX N.V. had een richtlijn vastgesteld waarin de vereisten voor onafhankelijkheid waren verwerkt. Deze richtlijn genaamd "onafhankelijkheidsrichtlijn" is als bijlage toegevoegd aan het reglement toegelaten instellingen AEX-effectenbeurs.

²⁸⁴ Artikel 1 lid 1 sub 1 j° artikel 1 lid 1 sub 4 reglement voor de effectenhandel juni '97.

trachtte met dit reglement om naast het vastleggen van de geldende voorschriften, ook de verschillende handelssystemen²⁸⁵ van de beurs te verduidelijken²⁸⁶. Daarnaast had AEX N.V. geprobeerd om de taken en verplichtingen van de belangrijke tussenpersonen te verduidelijken waaronder de van toepassing zijnde gedragsregels²⁸⁷. Naast deze markt-systemen, het centrale marktsysteem²⁸⁸ en andere professionele handels-

²⁸⁵ In het reglement voor de effectenhandel was er een onderscheid gemaakt tussen de centrale marktsystematiek en de overige handelssystemen op de beurs. Tot de overige handelssystemen behoorden: het Interdealer-broker systeem; het Automatic Interprofessional Dealingsysteem Amsterdam (AIDA) en het Amsterdam Securities Trading-systeem (ASSET)

²⁸⁶ Vgl. artikel 1 lid 1 sub 2 reglement voor de effectenhandel. Zo was in het reglement voor de effectenhandel duidelijk onderscheid gemaakt tussen wholesale- en retail-orders van cliënten. In geval van een wholesalegrens stelde de AEX N.V. per fonds het aantal effecten of de (nominale of effectieve) waarde van de effecten vast. Op advies van de commissaris voor de notering stelde AEX N.V. de wholesalegrens vast. Indien het te verhandelen aantal effecten onder de wholesalegrens viel, spraken men van een retailorder. Vgl. bijlage II van het reglement voor de effectenhandel. Een voorbeeld hiervan was artikel 1 lid 2 van dit reglement. In dit artikel was bepaald dat de toegelaten instellingen, in geval van een order boven de wholesalegrens, een extra inspanningsverplichting hadden om de best mogelijke voorwaarden voor hun cliënten te bereiken of om het beste advies aan deze cliënten te geven.

²⁸⁷ In het reglement voor de effectenhandel werden naast de verplichtingen van de hoekmannen, ook de verplichtingen van commissiehuizen aangegeven. Vgl. artikel 3 lid 2 sub 1 onder 1 tot en met 5 en artikel 3 lid 2 sub 2 reglement voor de effectenhandel. In bijlage XVI van het reglement voor de effectenhandel, genaamd "gedragsregels voor de vloer van de AEX-effectenbeurs", had AEX N.V. de voor de effectenbeurs van toepassing zijnde gedragsregels aangegeven. Hierin stelde zij onder meer dat de beursgemachtigden en werknemers van toegelaten instellingen die toegang hadden tot de beursvloer, deze slechts mochten betreden indien zij correct gekleed zouden zijn. Daarnaast was in de bijlage bepaald dat bezoekers alleen de beursvloer mochten betreden, nadat zij toestemming van de commissaris voor de notering hebben gekregen. Voorts was in de bijlage vermeld dat AEX N.V. het gebruik van alcoholhoudende dranken op de beursvloer had afgekeurd. Bovendien was het gebruik van draadloze telefoons niet toegestaan op de beursvloer. Tot slot was in de bijlage in algemene bewoordingen aangegeven dat onbetamelijk gedrag op de beursvloer niet werd getolereerd. AEX N.V. had met het reglement voor de effectenhandel en de aanvullende bijlage, uitvoering gegeven aan de Europese richtlijn "beleggingsdiensten" en het in de Wte'95 genoemde artikel 11 lid 3.

²⁸⁸ Zoals het centrale marktsysteem, waar officiële en controleerbare notering tot stand komen en waar ieder beursgenoteerde fonds maar op een manier kan worden verhandeld. Dit systeem was verplicht gesteld voor het aantal te verhandelen fondsen dat onder de wholesale grens viel. In artikel 1 lid 3 sub a tot en met f waren er zes uitzonderingen op de verplichting tot het gebruiken van het centrale marktsysteem opgesomd. Commissionairs mochten deze orders niet "op eigen boek

systemen²⁸⁹, bevatte het reglement voor de effectenhandel ook functieomschrijvingen van de hoekmannen en commissiehuizen die gebruik maakten van voornoemde systemen. Tot slot de verplichte melding van transacties door toegelaten instellingen. Zoals hierboven reeds is vermeld, gaf het reglement voor de effectenhandel uitvoering aan de Europese richtlijn "beleggingsdiensten" en het in de Wte'95 genoemde artikel 11 lid 3. Dit artikel, dat de effecteninstellingen verplichtte de regels van AEX N.V. op te volgen, luidde als volgt:

Een effecteninstelling waaraan een vergunning als bedoeld in artikel 7, eerste lid, is verleend en die is aangesloten bij een organisatie als bedoeld in artikel 9, houdt zich, in afwijking van het eerste lid, voor zover het betreft de werkzaamheden, bedoeld in artikel 9, aan de regels die door die organisatie en door de houder van die effectenbeurs met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten zijn gesteld.

nemen", zodat ze niet anders dan via het centrale marktsysteem moesten gaan. Het "op eigen boek nemen" betekende dat de commissionairs niet zelf als tegenpartij mochten optreden. Dit werd ook wel "principal trading" genoemd. In tegenstelling tot de overige handelssystemen, kon op het centrale marktsysteem slechts binnen de door AEX N.V. vastgestelde officiële beursuren worden gehandeld. Vgl. artikel 1 lid 3 sub 5 reglement voor de effectenhandel.

²⁸⁹ Nadat de wholesalegrens van een bepaald fonds was overschreden, waren de toegelaten instellingen vrij om de orders van hun cliënt niet via het centrale marktsysteem af te wikkelen. Zij konden dan kiezen voor de drie systemen te weten: het Interdealer-brokersysteem; het Automatic Interprofessional Dealingsysteem Amsterdam (AIDA) en het Amsterdam Securities Trading-systeem (ASSET). Partijen konden pas in het Interdealer-broker systeem handelen wanneer hun orders voor een bepaald fonds minimaal gelijk waren aan de wholesalegrens van dat fonds. De toegelaten instellingen gaven hun koop- of verkooporders aan de Interdealer-broker door. Een Interdealer-broker handelde uitsluitend voor rekening met de toegelaten instellingen. De Interdealer-broker mocht geen effectentransacties verrichten die tot een eigen positie zouden leiden. Wilden partijen in het AIDA kunnen handelen, dan was vereist dat hun order niet alleen minimaal gelijk aan de wholesalegrens van een bepaald fonds was, maar ook dat zij hun orders (proposities) volledig anoniem inlegden. Aangezien het AIDA-systeem in tegenstelling tot het hiervoor genoemde Interdealer-broker systeem geen menselijke intermediair had, betaalden partijen geen courtage. Het laatste op de effectenbeurs toegestane handelssysteem was het ASSET-systeem. Op dit systeem konden ook de instellingen die niet door AEX N.V. werden toegelaten, zien wat de toegelaten instellingen aanboden. Het waren alleen de toegelaten instellingen die hun bied- of laatprijzen op het ASSET-scherm konden tonen. In tegenstelling tot het centrale marktsysteem kon de handelsperiode van het ASSET-systeem, afwijken van de officiële beurstijd. Vgl. artikel 1 lid 3 sub 5 onder g reglement voor de effectenhandel.

Op grond van de hiervoor genoemde richtlijn en artikel 11 lid 3 Wte'95 hadden alle toegelaten instellingen van AEX N.V. de (wettelijke) plicht om zich aan haar regels te houden; waaronder de plicht om bepaalde van de door hun uitgevoerde transacties te melden. De transacties die moesten worden gemeld waren volgens artikel 6 lid 1 onder 2 reglement voor de effectenhandel:

*(...) alle transacties in aandelen of andere instrumenten die toegang tot het kapitaal verlenen en obligaties en andere met obligaties gelijk te stellen instrumenten voorzover de transacties uitgevoerd zijn in het kader van aan of verkoop van effecten (...)*²⁹⁰.

Naast de hierboven opgesomde onderwerpen, sneed het reglement voor de effectenhandel, in artikel 5 lid 4, zijdelings het onderwerp koersmanipulatie aan. Het artikel luidde als volgt:

Het is toegelaten instellingen niet toegestaan de koersen van een bepaald fonds te manipuleren dan wel daaraan medewerking te verlenen. AEX verstrekt richtlijnen omtrent hetgeen daaronder dient te worden verstaan, (...). Koersstabilisatie (...) kan op zichzelf niet als zodanig worden aangemerkt.

In de bijlage op dit artikel, bijlage V reglement voor de effectenhandel, ging AEX N.V. uitvoeriger in op het onderwerp koersmanipulatie. AEX N.V. had in deze bijlage vermeld dat koersmanipulatie in de Nederlandse strafwetgeving onder het strafbaar feit "het verspreiden van leugenachtige berichten", artikel 334 Wetboek van Strafrecht (WvSr) was geplaatst. Artikel 334 WvSr:

*Hij die, met het oogmerk om zich of een ander wederrechtelijk te bevoordelen, door het verspreiden van een leugenachtig bericht de prijs van koopwaren, fondsen of geldswaardig papier doet stijgen of dalen, wordt gestraft met gevangenisstraf van ten hoogste twee jaren of geldboete van de vijfde categorie*²⁹¹.

²⁹⁰ Vgl. artikel 6, de meldingsplicht, reglement voor de effectenhandel.

²⁹¹ In dit geval een geldboete ten bedrage van honderdduizend gulden. Omgerekend kwam dat neer op een bedrag van € 45.000,-. Vgl. artikel 334 j° 23 lid 4 WvSr.

Volgens de tekst van haar richtlijn over koersmanipulatie²⁹², had artikel 334 WvSr niet het gewenste effect. Hierdoor richtte AEX N.V. zich op de relevante buitenlandse wetgeving en op de normen van onder andere de EU en IOSCO. Het resultaat was een door AEX N.V. algemeen gebezigde norm, die als volgt luidde:

Het is de toegelaten instellingen niet toegestaan de koersen van een bepaald fonds te manipuleren dan wel daaraan medewerking te verlenen. Bij koersmanipulatie kan in de eerste plaats worden gedacht aan de verspreiding van een onwaar bericht teneinde de koers van een bepaald fonds te beïnvloeden. Ook handelingen of gedragingen²⁹³, waardoor een onware of misleidende indruk van de markt in een bepaald fonds ontstaat kan, de omstandigheden van het geval in aanmerking nemend, als koersmanipulatie worden aangemerkt. Hierbij wordt aangetekend dat het enkele kopen of verkopen in het reguliere beursverkeer niet als koersmanipulatie kan worden aangemerkt; om bepaald handelen als koersmanipulatie te kunnen aanmerken is nodig dat er zich in een concrete situatie bepaalde –niet specifiek te omschrijven– bijkomende omstandigheden voordoen.

In het volgende reglement, het courtagereglement, werd vastgesteld wanneer een hoekman makelaarsloon aan commissiehuizen mocht berekenen en wat het maximale courtagebedrag mocht zijn. De tarieven waren niet altijd gelijk. Ze werden afhankelijk van het effectentype, bijvoorbeeld een obligatie of aandeel en afhankelijk van het handelsstelsel vastgesteld. Laatstgenoemd reglement was aanvullend op het fondsenreglement, de toelatingscriteria voor een fonds tot de officiële markt van de AEX-effectenbeurs. Tot de AEX-effectenbeursreglementen behoorde ook het reglement voor de notering. In dit reglement werden de taken aangegeven van de commissaris voor de notering en van de commissie voor de notering. Deze instituten bestonden reeds ten tijde van de Amsterdamse Effectenbeurs (AEB) en de Vereniging voor de Effecten, zie hiervoor paragraaf 2.3.3.1. Het ontstaan van AEX N.V. leidde niet tot een inhoudelijke wijziging van de taken en bevoegdheden van deze instituten. De commissaris voor de notering werd nog steeds belast

²⁹² De richtlijn over koersmanipulatie bevatte enkele voorbeelden van koersmanipulatie, waaronder het verrichten van schijntransacties die de markt verkeerd inlichten. Hierdoor konden (potentiële) kopers of verkopers handelen op onjuiste informatie over het fonds of het specifieke bedrijf. Het handelen op grond van onjuiste of ongelijke marktinformatie, wat ook het geval is bij misbruik van voorwetenschap, staat haaks op een van de doelstellingen van effectenregulering, namelijk het streven naar een transparante markt.

²⁹³ Ook het "nalaten" kan als gedraging worden gezien. De richtlijn merkte koersstabilisatie bij emissie niet aan als een handeling of gedraging in de zin van de richtlijn. Vgl. Bijlage V bij het reglement voor de effectenhandel, p. V-1.

met de handhaving van de orde op de beursvloer en het vaststellen van de officiële prijscourant²⁹⁴. Voorts fungeerde de commissie voor de notering nog steeds als adviesorgaan van de commissaris en droeg zij samen met hem de verantwoordelijkheid voor het regelmatig verlopen van veilingen van nieuwe fondsen²⁹⁵. In het reglement voor de notering werden ook technische gegevens vermeld²⁹⁶. Tot slot stond in het reglement voor de notering vermeld dat de commissaris bevoegd was om onderzoeken in te stellen naar vermoedelijke overtredingen van dit reglement door toegelaten instellingen of zetelvertegenwoordigers. In het fondsenreglement waren de regels en vereisten aangegeven waaraan de genoteerde fondsen of de nog te noteren fondsen zich moesten houden²⁹⁷. De regels behandelden de aanvraag tot toelating van een fonds, tot aan de hiervoor genoemde behandelings-, toelatings- en jaarlijkse noteringskosten. Wanneer AEX N.V. ontdekte dat een reeds genoteerde instelling zich niet hield aan de in het fondsenreglement genoemde verplichtingen, schond deze instelling het door haar ondertekende noteringsovereenkomst en kon AEX N.V. verschillende

²⁹⁴ Artikel 2 lid 2 reglement voor de notering juni 1997.

²⁹⁵ Artikel 3 lid 4 en artikel 4 reglement voor de notering. Om tot de notering te worden toegelaten diende eerst een aanvraag tot toelating van een fonds, tot bijvoorbeeld de officiële markt, te worden ingediend. In het reglement tarieven toelating en notering waren de vereisten vermeld voor het indienen van de aanvraag tot toelating. Een dergelijk aanvraag gebeurde in de vorm van een prospectus. Dit is een publicatie die verkrijgbaar werd gesteld door de uitgevende instellingen zodat geïnteresseerden in verband met de komende emissie zich kunnen informeren over de desbetreffende onderneming. Voordat de aanvraag in behandeling kon worden genomen, diende de aanvrager een vergoeding te betalen. Deze vergoeding, ook wel genoemd "behandelingskosten" verschilde naar de mate van uitvoerigheid van de prospectus. Zo is in artikel 1 lid 1 van het reglement tarieven toelating & notering vermeld dat de kosten voor bijvoorbeeld het beoordelen van een eenvoudig prospectus in 1997 f 1.500,- bedroegen, omgerekend zou dat neerkomen op ongeveer € 680,67. Voor het beoordelen van andere dan eenvoudige prospectussen moesten hogere bedragen worden betaald. In het reglement tarieven toelating & notering werd een onderscheid gemaakt tussen eenvoudige-, standaard- en uitgebreide prospectussen. Het verschil tussen de prospectussen is in het fondsenreglement aangegeven. Zie artikel 1 reglement toelating & notering juni 1997 j° het fondsenreglement juni 1997. Amsterdamse Effectenbeurs, *Beurs en effecten; de beurshandel en de vormen van beleggen*, uitgeverij Contact, Amsterdam/Antwerpen, 1993, p. 176 - 179.

²⁹⁶ Er werd bijvoorbeeld vermeld dat de notering van obligaties diende te gebeuren in percenten en notering voor overige fondsen in guldens of in buitenlandse valuta. Zie hiervoor artikel 6 lid 1 reglement voor de notering.

²⁹⁷ Artikel 2 fondsenreglement juni 1997.

maatregelen treffen zoals het schorsen van een fonds dan wel het schrappen van een fonds uit de officiële notering²⁹⁸. De uitgevende instellingen konden op grond van artikel 65a lid 1 van het fondsenreglement en artikel 25 Wte'95 in beroep gaan bij de toezichthouder van AEX N.V.

Controle en naleving: de afdeling compliance en de STE

De fusie tussen de nationale beurzen had voor het interne toezicht tot gevolg dat de AEX N.V. niet zelf het gehele toezicht uitoefende. De beurshandel werd destijds in samenwerking met de STE gecontroleerd. Naar de wens van de Tweede Kamer verloren de beurzen niet alle zelfregulering. AEX N.V. mocht de verantwoordelijk behouden voor de primaire markt en de uitgevende instellingen op deze markt²⁹⁹. Zij werd dan ook bevoegd om regels te stellen en toezicht te houden op het gebied van de handel en/of de notering³⁰⁰. Het gevolg van de vermindering van de zelfregulering van de beurzen, was dat AEX N.V. haar toezichttaken slechts binnen het door de toezichthouder gegeven toezichtskader mocht uitoefenen³⁰¹. Het oude toezichts- en controleorgaan van de beurs, het controlebureau, hield op te bestaan en haar taken werden grotendeels door de STE overgenomen. De resterende taken van het oude controlebureau voerde de afdeling compliance van AEX N.V. uit, welke de bevoegdheid kreeg om het interne toezicht van AEX N.V. uit te oefenen. Dat hield in dat deze afdeling controleerde of de toegelaten instellingen de specifieke "beurseigen regels" naleefden. Deze beursregels hadden een aanvullende werking op de Wet toezicht effectenverkeer en de bijbehorende uitvoeringsvoorschriften³⁰². Tot de beurseigen regels werden gerekend:

1. *de voorschriften over de beurshandel,*
2. *de toelating van effecten tot de notering,*
3. *de overige noteringsregels, en tot slot,*
4. *de afwikkeling en bewaring van de verschillende AEX-beurzen.*

²⁹⁸ Artikel 65 lid 2 fondsenreglement juni 1997.

²⁹⁹ Salet, R., persbericht Ministerie van Financiën nr. 96/208, d.d. 20 december 1996, onder punt 3.2.

³⁰⁰ Met andere woorden: "de handelsregels van de beurs". STE, *Jaarverslag 1997*, Amstelveen, april 1998, p. 10.

³⁰¹ STE, *jaarverslag 1997*, Amstelveen, april 1998, p. 10.

³⁰² Salet, R., persbericht Ministerie van Financiën nr. 96/208, d.d. 20 december 1996, onder punt 3.2.

Tot de toezichtstaken van de afdeling compliance behoorde het uitvoeren van reguliere controles op de toegelaten instellingen van AEX N.V. De afdeling compliance rapporteerde het resultaat van deze controles aan de eindverantwoordelijke instantie; de STE. Deze kon, evenals ten tijde van het controlebureau, gebruik maken van de diensten van de afdeling compliance³⁰³. Op dit punt was er niets veranderd. De overige regels, waaronder het toezicht op de toegelaten instellingen, werden door de toezichthoudende STE gecontroleerd. Naast controlerende taken, had de afdeling compliance ook adviserende taken. Zij kon zowel bij de notering van nieuwe fondsen als bij de toelating van toegelaten instellingen, adviseren³⁰⁴. De fusie tussen de nationale beurzen gaf het takenpakket van de STE de volgende vorm: zij diende naast het verlenen van vergunningen en het afgeven van verklaring van geen bezwaar, na te gaan of de instellingen voldoende kapitaalkrachtig waren³⁰⁵. Wat betreft het verlenen van vergunningen, vormde het wettelijk verbod om zonder vergunning effectendiensten aan te bieden, de grondslag hiervan. Een effecteninstelling mocht immers niet zonder deze vergunning tot de beurs worden toegelaten³⁰⁶. De vergunningsaanvragen werden door de STE niet meer marginaal getoetst, maar integraal³⁰⁷. Door het afgeven van de hiervoor genoemde vergunning aan de toegelaten instellingen, werd de STE verantwoordelijk voor het toezicht op deze instellingen. De vereiste verklaring van geen bezwaar was noodzakelijk in geval een toegelaten instelling voor minimaal 5% wilde deelnemen in het kapitaal van een effecteninstelling. Wanneer de STE van mening was dat de effecteninstelling betrouwbaar was en het afgeven van een dergelijke verklaring niet strijdig met de bedrijfsvoering van de instelling zou zijn, kon zij overgaan tot de afgifte van voornoemde verklaring. Naast het verlenen van vergunningen en het afgeven van verklaringen van geen bezwaar, controleerde de STE of de toegelaten instellingen zich aan de AEX N.V.-reglementen hielden. Dit gebeurde door de reguliere controles. Voor de reguliere controles hoefde de STE geen aanleiding te hebben.

³⁰³ Salet, R., persbericht Ministerie van Financiën nr. 96/208, d.d. 20 december 1996, onder punt 3.2.

³⁰⁴ Internetpagina AEX N.V. d.d. 18 november 1998:
<http://www.aex.nl/aexstatus.html>

³⁰⁵ STE, *Jaarverslag 1997*, Amstelveen, april 1998, p. 13.

³⁰⁶ Vgl. de artikelen 7 j° 9 Wte'95.

³⁰⁷ Ten tijde van het controlebureau werden de aanvragen slechts marginaal getoetst door de STE.

Deze maakten onderdeel uit van de vereisten voor het hebben of het verkrijgen van een vergunning. Indien de STE dit nodig achtte kon zij overgaan tot het uitvoeren van bijzondere controles³⁰⁸. Deze controles werden alleen uitgevoerd indien de STE het vermoeden had dat een toegelaten instelling AEX N.V.-regels had overtreden. De in het najaar van 1997 door de STE verrichtte onderzoeken naar de handelingen van verschillende toegelaten instellingen die door justitie werden verdacht van het plegen van diverse strafbare feiten, operatie Clickfonds, zijn een voorbeeld van een bijzonder onderzoek.

De door de toegelaten instellingen of door de afdeling compliance van de AEX N.V. verstuurde periodieke rapportages konden de toezichthouder aanleiding geven om nader onderzoek te verrichten. In dat geval zou de STE financiële controles uitvoeren. Naast de hiervoor genoemde taken en bevoegdheden, konden zowel de afdeling compliance als de STE informatie uit wisselen met andere toezichthoudende instanties. Afhankelijk van de informatie, was of de afdeling compliance of de STE bevoegd. Om te voorkomen dat onderzoeken dubbel werden uitgevoerd, keken zowel de afdeling compliance als de STE naar de overtreden regel. Indien dit een beurseigen regel was, was het een zaak voor de afdeling compliance. Andere overtredingen werden door de STE afgedaan. De beide instanties informeerden elkaar over de opgedane bevindingen³⁰⁹.

2.3.3.3 *Van nationale beurs naar pan-Europese beurs: Euronext N.V.*

Drie jaar na de nationale beurzen fusie, besloot de Amsterdamse effectenbeurs, AEX N.V., in september 2000 te fuseren met de effectenbeurzen van Brussel en Parijs. Deze pan-Europese alliantie, die de naam Euronext N.V. (Euronext) draagt, – een Nederlandse vennootschap – heeft ook de Londense derivatenbeurs Liffe ingelijfd³¹⁰ en is hierdoor een volwaardige speler in de Europese effectenwereld geworden. Met de overname van Liffe is niet alleen duidelijk geworden dat de Amsterdamse optiehandel, de derivatenhandel van Euronext in Amsterdam, te zijner tijd zal worden verplaatst naar Londen. De overname had tevens tot gevolg dat het Engelse handelssysteem Connect als standaard zal worden

³⁰⁸ STE, *Jaarverslag 1997*, Amstelveen, april 1998, p. 12.

³⁰⁹ Salet, R., persbericht Ministerie van Financiën nr. 96/208, d.d. 20 december 1996, onder punt 3.2.

³¹⁰ Eind oktober 2001 was de overname van de Londense derivatenbeurs Liffe een feit. Vlg. Witt, P. de, in het NRC Handelsblad d.d. 30 oktober 2001.

overgenomen voor de derivatenhandel van Euronext³¹¹. Deze fusie ging gepaard gegaan met de nodige reglementwijzigingen³¹² en met nieuwe (Franse) handelsregels; een harmonisatie en unificatie van het (handels)-systeem. Daarnaast heeft deze fusie een wijziging in actoren teweeg gebracht. Zo is de figuur van de traditionele hoekman verdwenen³¹³ en zijn er andere figuren bijgekomen waarvan de animateur³¹⁴, ook wel liquidity provider genoemd³¹⁵, er een van is. Verder wordt er weer gebruik gemaakt van begrippen die nog uit de tijd van de VvdE stammen. Euronext kent namelijk in tegenstelling tot de vroegere AEX N.V. "members" en spreekt over membership in plaats van aandeelhouders. De fusie en de daaropvolgende verschillende inlijvingen dan wel aansluitingen van andere Europese beurzen bij Euronext zoals de Portugese effectenbeurs te Lissabon, hebben de structuur van de beurs gewijzigd. Op dit moment heeft de Nederlandse holdingmaatschappij,

³¹¹ Vgl. Witt, P. de, in het NRC Handelsblad d.d. 30 oktober 2001.

³¹² Zoals het nieuwe "Rule Book" van Euronext Amsterdam dat, sinds 29 oktober 2001, de oude regels – zoals die ten tijde van de AEX N.V. – heeft vervangen. Deze Rule book bestaat uit Book I de regels die voor alle Euronext beurzen gelden en Book II de regels die voor de lokale beurzen gelden, dus alleen Euronext Amsterdam, Euronext Brussels of Euronext Paris. In Book II van Euronext Amsterdam zijn een aantal reglementen van AEX N.V. terug te vinden die al dan niet zijn aangepast. Een voorbeeld hiervan is het Fondsenreglement. Daarnaast zijn er ook reglementen vervallen. Vgl. Eisma, S.E. en Schlingmann, F.M., *Kroniek van het effectenrecht*, NJB, 8 maart 2002, jrg. 77, p. 545.

³¹³ Met het in gebruik stellen van het Franse handelssysteem op 29 oktober 2001, is de figuur van de hoekman vervangen door de animateur. Vgl. het NRC Handelsblad, 29 oktober 2001.

³¹⁴ De invoering van het handelssysteem zoals dat door de beurzen in Frankrijk werd en wordt gebruikt, – het NSC systeem – heeft de animateur doen introduceren in de Nederlandse beurswereld. De animateur kan gezien worden als een financiële partij die zich bezig houdt met de verhandelbaarheid van een bepaald aandeel; van kleine fondsen die weinig worden verhandeld. Dit doet hij door zich via het innemen van posities garant te stellen voor de continuïteit van het desbetreffende aandeel of van de desbetreffende aandelen. Witt, P. de, in het NRC Handelsblad, 23 oktober 2001 en het NRC Handelsblad, 29 oktober 2001. Volgens De Witt en J. Wester van het NRC Handelsblad, d.d. 20 oktober 2001 over de animateur het volgende: "*De animateur onderhoudt nauw contact, op bijna dagelijkse basis, met het beursfonds waarvoor hij optreedt. Dat kan hem een kennisvoorsprong opleveren met betrekking tot koersgevoelige informatie. In dat geval overtreedt de animateur per definitie de Nederlandse wet. George Möller (destijds hoogste man bij Euronext Amsterdam: MJB) benadrukt dat een animateur straks niet over meer informatie beschikt dan de markt*".

³¹⁵ Vgl. Eisma, S.E. en Schlingmann, F.M., *Kroniek van het effectenrecht*, NJB, 8 maart 2002, jrg. 77, p. 545.

Euronext N.V. drie werkmaatschappijen³¹⁶, te weten Euronext Amsterdam N.V. (Euronext Amsterdam), Euronext Brussels N.V. (Euronext Brussel) en Euronext Paris N.V. (Euronext Paris) en staat zij zelf sinds juli 2001 genoteerd. Aandelen worden nu verhandeld via een 'gateway', een toegangspoort; een handelsplatform van Euronext. Al met al is de Nederlandse effectenbeurs geëvolueerd van een kleinschalige VvdE, naar een groots opgezette internationale pan-Europese effectenbeurs Euronext N.V.

Deze schaalvergroting heeft ook op het terrein van de toezichtsbevoegdheden tot wijzigingen geleid. Zo is er al sinds de herijking van de Wte in 1999 de tendens te bespeuren dat toezichtsbevoegdheden worden overgeheveld van de nationale effectenbeurzen, naar de nationale toezichthouders. Zoals hiervoor al is aangegeven, kreeg destijds de STE het toezicht over de beursleden, vandaag de dag is de Autoriteit-FM de bevoegde instantie terzake informatieverplichtingen van onder meer beursgenoteerde ondernemingen en oefent zij ook het toezicht uit over de toelating van effecten tot de notering³¹⁷. Daarnaast hebben er ook verschillende wijzigingen in regelgeving plaatsgevonden. Uit alle wijzigingen³¹⁸ was de overgang naar een functioneel toezichtsmodel duidelijk te bespeuren; het gedragstoezicht is ondergebracht bij de Autoriteit-FM en de nadruk is sterker komen te liggen op toezicht en handhaving van de financiële integriteit, transparantie en bescherming van de (niet-) professionele belegger.

Uit het voorafgaande is gebleken dat in de effectentypische regelgeving verschillende toezichthouders worden genoemd: de Autoriteit-FM – diens rechtsvoorganger de STE – en DNB. Nu duidelijk is geworden op welke wetten hun toezichthoudende bevoegdheden zijn gebaseerd en er een tendens in de wijze van bevoegdheidsuitoefening zichtbaar is geworden, zullen deze bevoegdheden in de volgende paragraaf inhoudelijk worden bekeken. Hierbij staat de vraag centraal op welke wijze het toezicht door deze toezichthouders wordt uitgeoefend.

³¹⁶ STE, jaarverslag 2000, Amstelveen, april 2001, p. 20.

³¹⁷ Vgl. Eisma, S.E. en Schlingmann, F.M., *Kroniek van het effectenrecht*, NJB, 8 maart 2002, jrg. 77, p. 546.

³¹⁸ Zoals de wijziging van de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999. Hiermee heeft de STE, nu Autoriteit-FM gehoor gegeven aan de uitvoering van het Besluit financiële bijsluiter (Bfb), zie Stcrt. 28 december 2001, nr. 250, p. 129. Vgl. het Bfb, Stb. 2001, 670.

2.4 De rol van de externe toezichthouders: de Autoriteit-FM en DNB

Naar aanleiding van de in 1996 gewijzigde structuur van de Nederlandse effectenmarkten gaf ook de STE haar interne structuur een andere vorm. Aangezien zij vanaf 1 januari 1997 verantwoordelijk was geworden voor het toezicht op de toegelaten instellingen, wijzigde de STE vanaf 1997 niet alleen de besturing van haar organisatie, maar ook de werkverdeling. De STE was opgebouwd uit vijf afdelingen: Afdeling Toezicht Toegelaten Instellingen (TI); Toezicht Buitenbeurshandel (TB); Toezicht Markten (TM), Afdeling Juridische Zaken (JZ) en een beleidsafdeling Afdeling Beleid³¹⁹. In haar jaarverslag van 1997 gaf zij aan dat ze het erg belangrijk vond om het toezicht efficiënt uit te voeren. Deze interne structuurwijziging moest het streven van de STE naar een doelmatige uitvoering van haar toezichttaken in de toekomst verwezenlijken.

Naast de interne maatregelen om het toezicht beter uit te oefenen, trof deze toezichthouder ook externe maatregelen om zo haar toezichtstaak effectiever uit te oefenen. Zo meldde zij in haar jaarverslag van 1997 dat het gewijzigd Besluit Politierregisters het voor haar mogelijk maakte om inzage in het politieregister te krijgen. Voordat zij het politieregister daadwerkelijk kon gebruiken, diende er eerst een convenant tussen de STE, de Minister van Financiën, de justitiële autoriteiten en de Verzekeringskamer te worden afgesloten. Naast de STE hield de DNB zich bezig met het toezicht op het effectenverkeer. Dat laatste was gebaseerd op de Wet toezicht Beleggingsinstellingen. Met de overgang naar een functionele toezichtsstructuur is het gedragstoezicht van DNB, dat was gebaseerd op voornoemde wet, overgeheveld naar de Autoriteit-FM en is al het prudentieel gerelateerd toezicht dat reeds door DNB werd uitgeoefend, een taak van DNB gebleven. Het gegeven dat de rechtsopvolger van de STE op het gebied van het gedragstoezicht een uitermate belangrijke rol toegekend heeft gekregen (welke zij in beginsel niet hoeft te delen met andere toezichthouders), heeft ertoe geleid dat in de hierna volgende paragrafen de nadruk wordt gelegd op haar toezichtsuitoefening.

³¹⁹ STE, *jaarverslag 1997*, Amstelveen, april 1998, p. 34 en 37.

2.4.1 *Uitoefening van het toezicht: de STE en de Autoriteit-FM*

In de beginperiode van de STE was de heersende politieke opvatting dat haar toezicht marginaal moest zijn³²⁰. Immers, in het oude toezichtstelsel³²¹ was er veel ruimte voor zelfregulering. De beurzen controleerden zelf de naleving van de door hen in het leven geroepen regels. De overheid was van mening dat de beurzen dan ook genoeg ruimte moesten overhouden voor zelfregulering. Deze mening werd niet lang door de overheid aangehangen, zij nam een andere houding aan. Vanuit het oogpunt van een welvarend Nederland, vond de overheid het noodzakelijk om een nieuw wettelijk kader te creëren. Dit deed zij via een algehele herziening van de effectenwetgeving. Deze herziening moest een goed functionerende effectenmarkt bewerkstelligen zodat de overheid en het bedrijfsleven hun financiering uit deze markten konden (blijven) betrekken. De overheid hoopte dat Nederland op deze manier een goede bekendheid als financieel centrum zou kunnen genieten³²². Sinds de invoering van de Weh was duidelijk geworden dat de overheid zich distantieerde van haar ordenende houding en dat zij zich een regulerende houding aanmat. De Wte'92 demonstreerde de gewijzigde visie van de overheid op het toezicht.

Aan de uitoefening van het toezicht door de Autoriteit-FM, zoals dat vandaag de dag plaatsvindt, is een hele geschiedenis voorafgegaan. Niet alleen op het gebied van de interne regelgeving, maar zeker ook de externe regelgeving hebben bijgedragen aan de huidige wijze van toezicht-uitoefening. Hieronder zal via deze regelgeving een beeld van de uitoefening van het toezicht door de STE en later de Autoriteit-FM worden geschetst. Verder zullen ook de toezichtsbevoegdheden van DNB worden weergegeven voor zover zij gedragsgerelateerd zijn. Dit om een zo volledig mogelijk beeld van het gedragstoezicht op het effectenverkeer weer te geven. Vanzelfsprekend beperkt de weergave van de gedragsgerelateerde toezichtsbevoegdheden van DNB zich tot de eerder genoemde wijziging van de toezichtsstructuur.

³²⁰ In haar jaarverslag van 1989 meldt de STE tevreden te zijn over het verloop van het toezicht op de zelfregulering van de beurzen. STE, Jaarverslag 1989, Amsterdam, mei 1990, p. 6.

³²¹ Gebaseerd op de Beurswet 1914 en de Wet Effectenhandel.

³²² Kamerstukken II, 1988/89, 21 038, 3, p. 2 - 4. (MvT)

De STE

Op het gebied van de externe regelgeving, te beginnen met de Wte'92 kon men vier toezichtgebieden onderscheiden, te weten: effectenuitgevende instellingen, effectenininstellingen, effectenbeurzen en misbruik van voorwetenschap en publieksmisleiding³²³. Voor een goede uitvoering van de Wet toezicht effectenverkeer was een solide samenwerking vereist tussen de toezichthoudende instanties op het gebied van het bestuursrechtelijk en het strafrechtelijk toezicht³²⁴. Het door de STE uitgeoefende toezicht richtte zich destijds zowel op de beurs – als op de buitenbeurshandel. Voor de invoering van de Wte'92 mocht zij, op grond van mandatering, alleen toezicht op de effectenbeurzen uitoefenen. Met de inwerkingtreding van deze wet droeg de Minister van Financiën de meeste bevoegdheden ter uitvoering van de Wte'92 over aan de STE. De bevoegdheden die niet aan haar werden overgedragen waren: de bevoegdheid tot beurserkenning, de bevoegdheid om vrijstellingen te verlenen en de bevoegdheid om de regels ten aanzien van beschermingsconstructies te beoordelen³²⁵. Op grond van de Wte'92 was er geen sprake meer van mandatering³²⁶, maar van delegatie³²⁷ van bevoegdheden.

³²³ Effectenuitgevende instellingen mogen alleen buiten een besloten kringen effecten bij uitgifte aanbieden in geval er een prospectus verkrijgbaar is dat voldoet aan de wettelijke eisen. Effectenininstellingen zijn instellingen die effectenbemiddeling en individueel vermogensbeheer, kortom effectendiensten, aanbieden en uitvoeren. Voor de effectenbeurzen geldt dat het houden ervan niet anders kan dan na erkenning van de Minister van Financiën. Het laatste toezichtgebied, misbruik van voorwetenschap en publieksmisleiding is pas in 1992 onder de Wte geplaatst. Handhaving integriteit effectenwezen, notitie en bijlagen, Ministerie van Financiën, 16 februari 1996, p. 2.

³²⁴ Handhaving integriteit effectenwezen, notitie en bijlagen, Ministerie van Financiën, 16 februari 1996, p. 3.

³²⁵ STE, *Jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 9.

³²⁶ Bij mandatering krijgt een orgaan dan wel een ambtenaar de opdracht om een bepaalde bevoegdheid, besluit te nemen en/of uit te voeren in naam en verantwoordelijkheid van het opdrachtgevend orgaan. Vgl. artikel 10:1 en 10:2 Awb: "Onder mandaat wordt verstaan: de bevoegdheid om in naam van een bestuursorgaan besluiten te nemen." En "Een door de gemandateerde binnen de grenzen van zijn bevoegdheid genomen besluit geldt als een besluit van de mandaatgever."

³²⁷ In geval van delegatie worden de oorspronkelijke (grondwettelijke) bevoegdheden tot het nemen van besluiten, welke reeds door middel van attributie aan een orgaan waren toegekend, overgedragen aan een ander orgaan. Dit laatste orgaan kan vervolgens zelfstandig over de gedelegeerde bevoegdheden beschikken en zo de bevoegdheid als "eigen" bevoegdheid uitoefenen. Delegatie van geattribueerde bevoegdheden is slechts mogelijk indien de grondwet daartoe de mogelijkheid

In de door de STE vastgestelde nadere regeling toezicht effectenverkeer 1992³²⁸ (Nrte'92) gaf zij uitvoering aan haar bevoegdheid om de "open en algemene" normen van de Wte'92 en het Delegatiebesluit Toezicht Effectenverkeer nader in te vullen. Deze regeling gaf invulling aan:

- *de wijze waarop het prospectus diende te worden ingedeeld en de periodieke informatie,*
- *de eisen betreffende het eigen vermogen en de eigen middelen van effectenininstellingen,*
- *de eisen waaraan de structuur van een effectenininstelling moest voldoen ter voorkoming van tegenstrijdigheid van belangen tussen de instellingen en diens cliënten of tussen de cliënten onderling de regeling dat de rekeningen van cliënten en de rekeningen van de effectenininstelling gescheiden dienden te zijn,*
- *de inrichting van de administratie van de effectenininstelling; de gedragsregels die binnen de effectenininstelling dienden te worden nageleefd en de wijze waarop de effectennota diende te worden gehanteerd*³²⁹.

Op grond van de Wte'92 werd de STE bevoegd om de op grond van deze wet verstrekken vergunningen te verlenen. Veel instellingen die onder de Weh waren vrijgesteld van de vergunningsplicht, kregen onder de Wte'92 ook vrijstelling³³⁰. De Wte'92 wijzigde de voorschriften die aan de vrijstellingen waren verbonden. De instellingen die niet aan de in de Wte'92 gestelde eisen voldeden, kregen een jaar³³¹ de tijd om zich aan te passen³³². De STE was, op grond van de Wte'92, bevoegd om bij de onder deze wet vallende instellingen onderzoek te doen naar de naleving van die nieuwe wettelijke regels³³³. De invoering van de Wte'92

biedt. Zo kunnen alleen (grondwettelijke) bevoegdheden worden gedelegeerd indien de grondwettelijke bepalingen de woorden: "bij of krachtens de wet"; "de wet regelt" dan wel "de wet stelt regels" bevat. Een voorbeeld hiervan is artikel 88 van de grondwet: "*De wet regelt de bekendmaking en de inwerkingtreding van de wetten. Zij treden niet in werking voordat zij zijn bekendgemaakt.*" Vgl. de artikelen 10:13 Awb en verder: "*Onder delegatie wordt verstaan: het overdragen door een bestuursorgaan van zijn bevoegdheid tot het nemen van besluiten aan een ander die deze onder eigen verantwoordelijkheid uitoefent.*" Verder in 10:18 Awb: "*Het bestuursorgaan kan de gedelegeerde bevoegdheid niet meer zelf uitoefenen.*".

³²⁸ Vastgesteld d.d. 28 april 1992.

³²⁹ STE, *jaarverslag 1991*, Amstelveen, mei 1992, p. 14.

³³⁰ Bij vrijgestelde beursleden ziet de STE er voornamelijk op toe dat de voor deze leden geldende regels overeenkomt met de in de Nrte gestelde regels. STE, *jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 10.

³³¹ Het aanpassen aan de vrijstellingsvoorschriften diende binnen een jaar na inwerkingtreding van de Wte'92 te geschieden.

³³² STE, *jaarverslag 1991*, Amstelveen, mei 1992, p. 14.

³³³ STE, *jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 9 - 10.

gaf haar ook de bevoegdheid om gegevens en inlichtingen aan effecten-toezichthouders in het buitenland, en andere toezichthouders in Nederland te verstrekken³³⁴. Mede dankzij verdragen, waar de "Overeenkomst tussen het Koninkrijk der Nederlanden en de Verenigde Staten van Amerika inzake wederzijdse administratieve bijstand bij de uitwisseling van informatie op het effectengebied" er een van is³³⁵, mocht de STE ook in de verdragslanden om inlichtingen vragen. In voornoemd verdrag, dat werd afgesloten met de Verenigde Staten, was bepaald dat er meerdere bevoegde toezichthouders waren.

Artikel 1.

1. *Voor de toepassing van deze Overeenkomst wordt verstaan onder:*

a. *Bevoegde Autoriteit:*

- *voor het Koninkrijk der Nederlanden, de Minister van Financiën of degene die daartoe door deze is aangewezen.*
- *voor de Verenigde Staten van Amerika, de United States Securities and Exchange Commission (Commissie) of degene die daartoe door de Commissie is aangewezen en andere door de Regering van de Verenigde Staten aangewezen autoriteiten.*

Naast de STE zijn in het verdrag ook de Minister van Financiën en DNB bevoegd verklaard. Iedere toezichthouder mocht dezelfde bevoegdheden behouden die hij of zij reeds op nationaal niveau had. Zo bleef de uiteindelijke bevoegdheid om beurserkenningen en vrijstellingen te verlenen bij de Minister van Financiën. DNB behield, op grond van dit verdrag, het toezicht op beleggingsinstellingen en de STE behield de bevoegdheid om de overige belangen op het terrein van het effecten-verkeer te behartigen³³⁶. Voorts is in het verdrag bepaald dat de Securities and Exchange Commission (SEC) de bevoegde toezichthouder in de Verenigde Staten van Amerika is. De Amerikaanse president heeft de

³³⁴ Te denken valt aan de toezichthouder op grond van de Wet Toezicht Kredietwezen: De Nederlandsche Bank en de toezichthouder op grond van de Wet Toezicht Verzekeringsbedrijf: de Verzekeringskamer. Mok, M.R., *Toezicht effectenverkeer*, TVVS, 1992, nr. 92/7, p. 176.

³³⁵ Verdrag van 11 december 1989, Trb. 1990, 11 en Trb. 1992, 91. Daarnaast zijn er nog andere verdragen gesloten, bijvoorbeeld het met de Europese Lid-Staten afgesloten Verdrag inzake handel met voorkennis van 20 april 1989, Trb. 1994, 158, inwerkingtreding 1 november 1994. Op 1 oktober 1991 trad het Protocol bij het Verdrag inzake handel met voorkennis van 11 december 1989, Trb. 1993, 112 in werking.

³³⁶ STE, *jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 29.

toezichthoudende bevoegdheden gedelegeerd aan de SEC, waardoor zij de toezichthouder op het gebied van het effectenverkeer is geworden³³⁷.

Op het gebied van de beurshandel hield de uitvoering van haar taken en bevoegdheden in, dat de STE moest nagaan of de beursregels – waaronder de modelcode ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap³³⁸ – werden nageleefd. Indien dit niet het geval was, trad zij in overleg met de beursleiding teneinde de overtreder ertoe te bewegen om de beursregels na te leven. Mocht blijken dat een overleg niet tot een voor de STE bevredigend resultaat leidde, kon zij – op grond van de Beurswet 1914 – de beurs voorschriften geven³³⁹. Omdat de STE, vanwege de beperkte geldmiddelen, geen eigen opsporingsbevoegdheid en/of opsporingsmiddelen had, moest zij lange tijd voor de uitoefening van haar toezichtstaken gebruik maken van het controleapparaat van de beurzen; het controlebureau (CB)³⁴⁰. Verder kreeg de STE de bevoegdheid om de

³³⁷ De SEC is de Amerikaanse federale toezichthouder van de beurs. Aan het hoofd van de SEC staat een commissie die uit vijf leden bestaat. Deze leden worden door de president van de Verenigde Staten, in overleg met de Senaat, voor een periode van vijf jaar benoemd. Zie de internet page van de SEC d.d. 23-11-1998: <http://www.sec.gov/asec/asecart.htm> Meer over de SEC in hoofdstuk 3.

³³⁸ De modelcode tot voorkoming misbruik van voorwetenschap bevat regels die het misbruiken van voorwetenschap verbieden en waaraan beursgenoteerde instellingen zich moeten houden. Deze code is op 1 januari 1987 door de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) ingevoerd en is van toepassing op alle instellingen die zijn toegelaten tot de notering. Alvorens deze instellingen tot de notering worden toegelaten, moeten zij de VvdE schriftelijk te kennen geven dat zij de inhoud van de modelcode respecteren en soortgelijke regelingen binnen het bedrijf zullen hanteren. Door de schriftelijke verklaring gaan de beursgenoteerde instellingen de verplichting aan om de regels van de code, behorende tot de beursregels, te allen tijde na te leven. Dat houdt in dat ook alle werknemers van deze instellingen aan de modelcode zijn gebonden en gecontroleerd kunnen worden op de naleving van deze regels. Bijlage IX bij het fondsenreglement VvdE, versie september 1992 en Cross, D.H. en Diephuis, J.H., *De Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15*, Kluwer B.V., Deventer, 1988, p. 57.

³³⁹ STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 5.

³⁴⁰ Dit leidde destijds tot aanpassing van de statuten van de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) waarin reeds was opgenomen dat de interne controle door het CB geschiedde. Het CB was, ter bewerkstelling van een goede uitoefening van haar werkzaamheden, bevoegd om een onderzoek in te stellen gericht op zaken van een bepaald beurslid. Daarbij was het bevoegd om inlichtingen in te winnen over de bepaalde activiteiten van de beursleden. Tijdens een door het CB ingesteld onderzoek werd nagegaan of de leden de statuten, reglementen en/of andere beursvoorschriften hadden overtreden. Dit onderzoek kon op verzoek van

opneming van effecten, opties en termijncontracten in de beursnotering uit te voeren³⁴¹. Zij kreeg ook de bevoegdheid om het CB om alle informatie betreffende de gang van zaken op de beursvloer te verzoeken en om onderzoeken door het CB in te laten stellen³⁴². De door de STE verrichtte controles waren altijd secundair en in die zin marginaal; alleen de inhoud van de beursregels en de naleving van deze regels stonden centraal. In deze periode trok de STE haar conclusies op grond van het door het CB verrichtte onderzoek³⁴³. Via controlerapporten die bij haar werden ingediend, kwam de STE er in 1989 achter dat de Wet persoonsregistratie (Wpr) de controlewerkzaamheden van het CB bemoeilijkte. De effectenininstellingen weigerden vrijwillig aan een CB onderzoek mee te werken. Volgens deze instellingen was de kans groot dat zij schadeclaims van hun cliënten konden verwachten wanneer zij de privé-gegevens van deze cliënten aan het CB gaven. Door de Wpr in te zetten probeerden de effectenininstellingen zelf te bepalen welke informatie zij aan het CB gaven³⁴⁴. Dit alles frustreerde het toezicht en de controle op

de voorzitter van de VvdE worden ingesteld. Indien dit het geval was, werd er direct aan de voorzitter gerapporteerd. De voorzitter van de beurs kan alleen maar om informatie verzoeken indien het beursleden betreft. In de aangepaste statuten van de VvdE werd vermeld dat de STE ook gebruik mocht maken van de diensten van het CB. In het geval het CB voor de STE werkte, werd er niet aan de voorzitter van de VvdE, maar aan de STE verslag uitgebracht. Daarnaast rapporteerde het CB maandelijks aan de STE. In deze controlerapporten deelde het CB de STE mede welke besluiten het beursbestuur had genomen en welke beursreglementen waren aangepast. Daarnaast omvatte de controlerapporten de wijzigingen van het ledenaantal en onderzoeken betreffende mogelijke overtredingen van de beursregels. Cross, D.H., *De regulering van de effectenhandel; recente ontwikkelingen*, TVVS, 1992, nr. 92/3, p. 63 en STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 10.

³⁴¹ In 1989 heeft de STE 169 fondsen toestemming gegeven om opgenomen te worden in de beursnotering. STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 11.

³⁴² Indien de STE om een onderzoek verzocht, hoefde het niet alleen beursleden te betreffen; het kon ook om de buitenbeurshandel gaan.

³⁴³ STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 5.

³⁴⁴ Van Nus noemt dit in haar dissertatie "voordeurcontroles". Hiermee maakt zij duidelijk dat de effectenininstellingen tijd rekten, door het CB niet verder dan de tot de "voordeur" van de instelling te laten komen. Het CB mocht namelijk niet zelf de stukken inzien, maar kreeg de stukken van de gecontroleerde instelling. Pas wanneer het CB vermoedde dat het dossier niet volledig was, kon zij –met een door de STE formeel gegeven onderzoeksoopdracht- de ontbrekende stukken inzien. Nus, J.G.L. van, *Overheidstoezicht op afstand; verzelfstandiging van toezichthoudende taken naar zelfstandige bestuursorganen verkend*; dissertatie RUL, MAKLU: Ius Commune reeks, 1995, p. 617.

de naleving door de beursleden van onder andere de modelcode tot voorkoming van misbruik van voorwetenschap. Mede omdat deze controles van belang waren voor de op 15 februari 1989 in werking getreden Wet strafbaarstelling misbruik van voorwetenschap (Wsmv), heeft de Minister van Financiën in de tweede Nota³⁴⁵ van wijziging van het voorstel van de Wte'92³⁴⁶ maatregelen getroffen om deze frustratie te beëindigen³⁴⁷.

Zoals hiervoor is vermeld heeft de STE de bevoegdheid gekregen om op grond van de Wte'92 ook het toezicht op de buitenbeurshandel uit te oefenen. Dit toezicht richtte zich zowel op "effectenuitgevende instellingen die buiten de beurs effecten bij uitgifte aanbieden" als op "effecteninstellingen die geen beurslid zijn en in of vanuit Nederland hun effectendiensten aanbieden of verrichten"³⁴⁸. Het was deze instellingen niet toegestaan om zonder een vergunning actief te zijn in het effectenverkeer. Om voor een vergunning in aanmerking te kunnen komen moesten de instellingen aan diverse eisen voldoen waaronder de eis van betrouwbaarheid. Het gevolg was dat alle bestuurders en beleidsbepalende personen en/of personen die bevoegd waren de bestuurders te benoemen of te ontslaan, een betrouwbaarheidstoets moesten ondergaan. Voor deze toetsing gebruikte de STE niet alleen de door haar verzamelde informatie, maar ook wisselde zij informatie met andere toezichthouders uit. Zij kon bijvoorbeeld de ECD om een antecedentenonderzoek verzoeken en indien de STE tot de conclusie kwam dat de persoon niet betrouwbaar was, dan verleende zij hem geen vergunning of verklaring van geen bezwaar. In geval er reeds een vergunning was verleend, trok de STE de reeds verleende vergunning of verklaring weer in. Het ontbreken van beursregels in de buitenbeurshandel, zorgde ervoor dat de STE daar rechtstreeks toezicht hield. Bij het toezicht op de buitenbeurshandel

³⁴⁵ De Minister van Financiën heeft deze nota op 3 mei 1990 naar de Tweede Kamer gestuurd. In de nota wordt voorgesteld om de toezichthouder de bevoegdheid te geven om bij de ondertoezicht gestelden zowel inlichtingen te vragen als een onderzoek in te stellen. Hierdoor zou de toezichthouder effectiever kunnen controleren of er wel of geen aangifte van misbruik van voorwetenschap moet worden gedaan. STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 15.

³⁴⁶ De tweede nota is in artikel 21 Wte'92 opgenomen. STE, *Jaarverslag 1990*, Amstelveen, mei 1991, p. 11.

³⁴⁷ STE, *Jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 10.

³⁴⁸ Handhaving integriteit effectenwezen, notitie en bijlagen, Ministerie van Financiën, 16 februari 1996, p. 3.

zette zij de hiervoor genoemde CB's van de beurzen in. Deze CB's handelden dan onder haar verantwoordelijkheid³⁴⁹. In haar jaarverslag van 1992 meldde de STE klachten te hebben ontvangen over buitenlandse effecteninstellingen die hun diensten zonder vergunning aan het Nederlandse publiek aanboden. Omdat deze buitenlandse effecteninstellingen de (effecten)wetgeving uit de (lid)staat van herkomst niet schonden³⁵⁰, kon de STE niet slagvaardig optreden. Daarnaast kon het desbetreffende land de handelingen van deze instellingen niet bestraffen. Om de beleggers enigszins te kunnen beschermen, restte de STE niets anders dan het publiek te waarschuwen tegen deze instellingen die vaak agressief te werk gingen³⁵¹. Op deze wijze trachtte de STE, in nauwe samenwerking met zowel de Economische Controledienst als het Openbaar Ministerie, het belegend publiek alsnog te beschermen³⁵². De bevoegdheden van de STE bleven niet beperkt tot het hiervoor genoemde. De Europese richtlijnen die zorgden voor een aanpassing van de Nederlandse effectenwetgeving droegen bij aan een vervanging van de Wte'92. Deze werd na drie jaar opgevolgd door de Wte'95. Op grond van deze op 31 december 1995 in werking getreden wet en de hierbij behorende nadere regeling toezicht effectenverkeer 1995 (Nrte'95) heeft de Minister van Financiën de STE aangewezen om als bevoegde autoriteit uitvoering te geven aan de taken zoals omschreven in de richtlijnen³⁵³.

Hoewel de introductie van de Wte'95 een verdere versterking van het toezicht op het effectenverkeer tot gevolg heeft gehad, behield de Minister bepaalde bevoegdheden³⁵⁴. De ten opzichte van de Wte'92 gevoerde

³⁴⁹ STE, *jaarverslag 1991*, Amstelveen, mei 1992, p. 15.

³⁵⁰ Immers, dergelijke handelingen waren in het land van herkomst niet strafbaar gesteld.

³⁵¹ De agressieve werkwijze hield in dat de buitenlandse instellingen mensen opbelden en erg aantrekkelijke beleggingsvoorstellen deed. Vervolgens belden de instellingen de cliënten op en zette hen vervolgens onder druk om maar zo snel mogelijk op de voorstellen te reageren. Zodra de instellingen het geld van hun cliënten hadden ontvangen, bleef er vaak weinig van de "aantrekkelijke" beleggingsvoorstellen over en dupeerden zij hun cliënten door spoorloos met het geld te verdwijnen.

³⁵² STE, *jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 19.

³⁵³ STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1996, p. 19.

³⁵⁴ Bijvoorbeeld de bevoegdheid tot het erkennen van beurzen, het verlenen van vrijstellingen en de bevoegdheid tot het beoordelen en toepassen van regels voor beschermingsconstructies. STE, *jaarverslag 1996*, Amstelveen, april 1997, p. 8.

wijzigingen lagen op het vlak van de bemiddeling in effecten en van vermogensbeheer³⁵⁵. De Wte'95 gaf de STE de bevoegdheid om, als eindverantwoordelijke, vergunningen voor effectenbemiddeling en vermogensbeheer te verlenen en in te trekken. Bepaalde, onder de Wte'92 geldende uitzonderingen, vervielen onder de Wte'95³⁵⁶. Het gevolg hiervan was dat deze effectenininstellingen onder de Wte'95 vergunningsplichtig waren geworden. Daarnaast werden ook de leden van erkende effectenbeurzen verplicht om een vergunning aan te vragen. Onder de Wte'92 was dit immers niet vereist en hadden deze leden geen vergunning nodig. Met de inwerkingtreding van de Wte'95 mocht de STE, op basis van een kennisgeving van de desbetreffende beurs, de effectenininstelling een vergunning verlenen³⁵⁷. Een ander gevolg van de invoering van de Wte'95 was de aanwijzingsbevoegdheid van de toezichthouder. De STE kreeg niet alleen voor de beurshouder, maar voor alle effectenininstellingen en leden die onder de Wte '95 vielen, deze aanwijzingsbevoegdheid³⁵⁸. Daarnaast bevond zich in de Wte'95 het verbod om zonder verklaring van geen bezwaar een gekwalificeerde deelneming³⁵⁹ in een effectenininstelling te houden, te verwerven of te vergroten. De verklaring van geen bezwaar werd door de STE onder bepaalde voorwaarden afgegeven³⁶⁰. Indien de STE van mening was dat het afgeven van voornoemde verklaring

"zou leiden of zou kunnen leiden tot een invloed op de betrokken effectenininstelling die in strijd is met een prudente bedrijfsvoering van die instelling",

weigerde zij de afgifte³⁶¹. Wanneer een bij een erkende beurs aangesloten effectenininstelling om een verklaring van geen bezwaar verzocht, dan

³⁵⁵ STE, *jaarverslag 1994*, Amstelveen, maart 1995, p. 17.

³⁵⁶ De regeling dat effectenininstellingen die uitsluitend met professionele wederpartijen handelden uitgezonderd waren van de vergunningsplicht, bleek in strijd te zijn met de richtlijn beleggingsdiensten te zijn en is hierdoor komen te vervallen.

³⁵⁷ Deze kennisgeving wordt door de STE getoetst. STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1996, p. 19.

³⁵⁸ Effectenininstellingen zijn instellingen die effectendiensten – effectenbemiddeling en individueel vermogensbeheer – aanbieden en verrichten. Handhaving integriteit effectenwezen, notitie en bijlagen, Ministerie van Financiën, 16 februari 1996, p. 2.

³⁵⁹ Het gaat in dit geval om deelnemingen in het kapitaal of de zeggenschap van effectenininstellingen vanaf 5%. STE, *jaarverslag 1994*, Amstelveen, maart 1995, p. 17.

³⁶⁰ Te denken aan de eis van betrouwbaarheid.

³⁶¹ STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1996, p. 19.

besliste de STE pas na van de desbetreffende beurs een kennisgeving te hebben ontvangen over afgifte van deze verklaring³⁶². Verder bepaalde de Wte'95 dat indien effecteninstellingen uit Nederland een "Europees paspoort"³⁶³ zouden willen hebben, zij dit bij de STE moesten aanvragen. De STE lichtte vervolgens eerst de in het buitenland bevoegde toezichthouder in voordat de desbetreffende effecteninstelling haar diensten in het buitenland mag aanbieden³⁶⁴. De invoering van de Wte'95 heeft ook tot gevolg dat de STE niet meer afhankelijk was van de controlebureaus³⁶⁵ van de beurzen. Zij stelde een eigen controleafdeling in³⁶⁶. Per 1 april 1996 vervulde de controleafdeling van de STE de taken en werkzaamheden die voor deze datum door het CB van de beurzen werden verricht³⁶⁷. Door de instelling van een eigen controleafdeling was de STE beter in staat om de werkzaamheden van de CB's van de beurzen te toetsen. Dit benadrukte de onafhankelijke positie van de STE als toezichthouder. De controleafdeling van de STE zorgde ervoor dat zij een andere werkwijze aannam. Ingeval zij onderzoek zou willen verrichten naar de activiteiten van een effecteninstelling welke niet tot de toegelaten instellingen³⁶⁸ van een beurs behoorde, kon de STE haar eigen controleafdeling inschakelen. Deze afdeling van de STE kon ook worden ingezet indien het onderzoek naar misbruik van voorwetenschap betrof. De reden hiervoor was gelegen in de exclusieve bevoegdheid van de STE om misbruik van voorwetenschap te controleren. De inschakeling van een eigen

³⁶² STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1996, p. 20.

³⁶³ Met het Europees paspoort hebben effectenbeurzen en beleggingsinstellingen die reeds een vergunning hebben ontvangen van een Europese (lid)staat (bijvoorbeeld Nederland), onder gelijke voorwaarden als de instellingen die in een andere lidstaat van de Europese Economische Ruimte (bijvoorbeeld Duitsland) actief zijn, toegang tot de gereguleerde markt en tot de clearings- en afwikkelingssstelsels van dat land.

³⁶⁴ STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1996, p. 20.

³⁶⁵ Het controlebureau is de interne toezichtorgaan van de beurzen. De beperkte geldmiddelen dwong de STE er in het verleden toe, om voor de uitoefening van haar toezichtstaken gebruik van het controleapparaat van de beurzen, het controlebureau in te schakelen.

³⁶⁶ Het principe van functiescheiding tussen toezichthouder en ondertoezicht gestelden leidde in 1996 tot een eigen controleafdeling. Handhaving integriteit effectenwezen, notitie en bijlagen, Ministerie van Financiën, 16 februari 1996, p. 5.

³⁶⁷ STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1996, p. 18.

³⁶⁸ Sinds de fusie van de beurzen op 1 januari 1997, spreekt men niet meer over "beursleden", maar over "toegelaten instellingen". Zie hoofdstuk 1, paragraaf 6.

controleafdeling heeft tot gevolg gehad dat het CB van de beurs alleen nog maar toezicht mocht houden op het juiste verloop van de handel in effecten; de naleving van de beurseigen regels³⁶⁹.

Verder heeft de Wte'95 er toe geleid dat de bevoegdheden van de STE om naleving van de wettelijke bepalingen te controleren, werden uitgebreid. Uit artikel 29 lid 2 Wte'95 jo artikel 5:15 Awb kon worden afgeleid dat de STE als toezichthouder zelfs een (opsporings)bevoegdheid had gekregen.

Artikel 5:15 Awb

1. *Een toezichthouder is bevoegd, met medeneming van de benodigde apparatuur, elke plaats te betreden met uitzondering van een woning zonder toestemming van de bewoner.*
2. *Zo nodig verschafft hij zich toegang met behulp van de sterke arm.*
3. (...)

Tot slot nog enkele opmerkingen over de stille curator, de publicatie van aanwijzingen en de uitsluiting van een accountant. Per 1 februari 1999 werd de STE op grond van artikel 28 lid 4 onder a Wte'95 bevoegd om, indien zij dit nodig acht omdat de Wte'95 is overtreden, een stille curator aan te stellen. Dit hield in dat indien de STE dat nodig achtte, zij ertoe kon overgaan om vanaf een bepaald tijdstip alle of bepaalde organen van de betreffende instelling de mogelijkheid te geven om alleen dan hun bevoegdheden uit te kunnen oefenen na goedkeuring te hebben ontvangen van een of meer door de STE aangewezen personen en met inachtneming van de opdrachten van deze personen³⁷⁰. Daar deze curatele niet wordt gepubliceerd, spreekt men over een "stille curatele". Redenen om een dergelijk figuur in te zetten zouden kunnen zijn: het niet reageren op een aanwijzing waardoor het gezien de adequate functionering van de effectenmarkten dan wel gezien de positie van de beleggers op voornoemde markten noodzakelijk is geworden om een stille curator aan te stellen. Let wel, niet altijd hoefde een aanwijzing aan een ondercuratelestelling vooraf te gaan³⁷¹. Volgens haar jaarverslag 2000 had de STE reeds gebruik gemaakt van deze bevoegdheid³⁷². Verder

³⁶⁹ Handhaving integriteit effectenwezen, notitie en bijlagen, *a.w.*, p. 10.

³⁷⁰ Vgl. artikel 28 lid 4 onder a jo 40 Wte'95 jo 2 Overdrachtsbesluit Wte'95.

³⁷¹ Volgens artikel 28 lid 6 Wte'95 kan een ondercuratelestelling onverwijld geschieden.

³⁷² STE, *jaarverslag 2000*, Amstelveen, april 2001, p. 16.

kon de STE op grond van hetzelfde lid artikel 28 Wte'95, maar dan onder b een aanwijzing publiceren. Naast bovengenoemde bevoegdheden, mocht de STE op grond van de Wte een accountant bannen of uitsluiten. Deze bevoegdheid was gebaseerd op grond van artikel 28b Wte'95. Dit artikel gaf de STE de bevoegdheid om een accountant of om meerdere individuele accountants te beletten om in de desbetreffende zaak een accountantsverklaring af te geven door de desbetreffende daartoe onbevoegd te verklaren. Dit, omdat zij bijvoorbeeld niet meer aan de benodigde vereisten voldeden die in het kader van een door hen verricht onderzoek waren vereist.

De STE was niet alleen op grond van de Wte'95 toezichthouder, maar ook op grond van de Wmz. Als zelfstandig bestuursorgaan was zij al in een vroeg stadium, reeds in de fase van een voorontwerp, actief met deze wet omdat dit haar bevoegdheden raakte. In deze fase bracht de STE, op verzoek van de Minister, advies uit over het wetsvoorstel³⁷³. Ter uitvoering van de Wmz'92 had de STE een geautomatiseerd systeem opgezet dat de verwerking en de toegankelijkheid van gegevens moest verbeteren. Daarnaast richtte de STE zich voor de uitvoering van deze wet, op de noemergegevens³⁷⁴ van die vennootschappen die onder de Wmz vielen. De Wmz'92 gaf de STE niet de bevoegdheid om noemergegevens bij de meldingsplichtigen op te vragen. Zij kon wel via het fondsenreglement en de noteringsovereenkomst met de VvdE aan deze gegevens komen³⁷⁵. De afdeling noteringen van de VvdE hield deze noemergegevens namelijk met behulp van een databank bij. Veranderingen van voornoemde gegevens moest deze afdeling aan de STE doorgeven³⁷⁶. De STE maakte met de ECD de afspraak om de overtredingen waar zij kennis van droeg aan de ECD door te geven. Deze afspraak leidde tot diverse processen-verbaal³⁷⁷. Op grond van de Wmz'92 bleef het voor de STE moeilijk om inzicht te verkrijgen in zowel de verdeling van het kapitaalbelang als in de verdeling van het stemrecht van de genoteerde vennootschappen. De invoering van de Wmz'96 zorgde

³⁷³ STE, *jaarverslag 1989*, Amsterdam, mei 1990, p. 15.

³⁷⁴ Noemergegevens zijn gegevens over het geplaatste kapitaal van de meldingsplichtigen.

³⁷⁵ STE, *jaarverslag 1991*, Amstelveen, mei 1992, p. 16.

³⁷⁶ Onder de meldingsplichtigen bestond onzekerheid over het wel of niet melden aan de STE wanneer men bijvoorbeeld terug viel in een andere bandbreedte. STE, *jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 20.

³⁷⁷ STE, *jaarverslag 1992*, Amstelveen, april 1993, p. 22.

uiteindelijk voor meer duidelijkheid. Op grond van het Delegatiebesluit Wet Melding Zeggenschap werd de uitvoering van de Wmz aan de STE opgedragen³⁷⁸. Zoals reeds in paragraaf 2.3.1 is opgemerkt, wijzigde de Wmz'96 de openbaarmakingsplicht. De STE werd hiermee belast. Het voordeel hiervan was dat de kenbaarheid van de meldingen werd verhoogd. De vennootschap mocht nu niet meer kiezen tussen het publiceren van de inzageplaats van de vennootschapsgegevens en het openbaar maken van deze gegevens als zodanig³⁷⁹. De STE bezigde een vaste openbaarmakingprocedure³⁸⁰. Door deze procedure mocht zij het nalaten om bij verschillende dagbladen naar een eventuele melding te informeren. Zij had immer kennis van de inhoud van de melding daar zij zelf voor de publicatie van de melding moest zorgdragen. Dit leidde ertoe dat de STE het gedelegeerde toezicht efficiënter kon uitoefenen en dat de advertentiekosten konden verminderen³⁸¹. De openbaarmaking-procedure had ook tot gevolg dat de kans op een foutieve openbaarmaking werd verkleind doordat de STE de openbaarmaking verzorgde. Daarnaast maakte zij alle ontvangen meldingen meteen aan de desbetreffende vennootschap bekend. Hierbij meldde zij haar voornemen tot openbaarmaking van de melding. Op deze manier kon de vennootschap nagaan of melding die zij had ontvangen gelijk was aan de melding die ze van de meldingsplichtige aandeelhouder had gekregen³⁸².

³⁷⁸ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, nr. 3, p. 1 (MvT)

³⁷⁹ Kamerstukken II, 1995/96, 24626, nr. 3, p. 7 (MvT)

³⁸⁰ Artikel 7 lid 2 Wmz'96 bepaalt dat de STE pas na vijf dagen en binnen negen dagen na verzending van de mededeling aan de desbetreffende vennootschap, tot openbaarmaking mocht overgaan. De STE kon de melding openbaar maken door "*in een in de betrokken lid-staat landelijk verspreid*" dagblad te publiceren. Mocht de vennootschap binnen deze periode schriftelijk verzoeken om de openbaarmaking achterwege te laten, kon de STE oordelen of openbaarmaking in strijd met het algemeen belang zou zijn. Dit kon tot gevolg hebben dat de STE niet tot publicatie over zou gaan. Ook ingeval publicatie ertoe zou leiden dat "*de vennootschap daardoor ernstig nadeel zou kunnen ondervinden en het achterwege blijven van de openbaarmaking niet kan (kon) leiden tot misleiding van het publiek met betrekking tot feiten en omstandigheden die voor de beoordeling van de door de vennootschap uitgegeven aandelen van wezenlijk belang (zouden) zijn*", mocht de STE dit achterwege laten. Artikel 7 lid 3 Wmz'96.

³⁸¹ Dat kwam doordat de over de vennootschappen omgeslagen advertentiekosten lager uitkwamen doordat de STE zelf voor de publicatie moest zorgen. Zie Kamerstukken II, 1995/96, 24626, nr. 3, p. 3. (MvT)

³⁸² Kamerstukken II, 1995/96, 24626, nr. 3, p. 3. (MvT)

De overgang naar een ander financieel toezichtsmodel heeft niet alleen de bekende naamswijziging van de STE naar de Autoriteit-FM tot stand gebracht, maar ook een wijziging in bevoegdheden veroorzaakt. Deze zullen – voor zover zij passen binnen het kader van deze studie – nader worden besproken.

De Autoriteit-FM

Vanaf haar oprichting tot de statutaire wijziging op 1 maart 2002³⁸³, heeft de STE een enorme groei doorgemaakt. Deze groei is niet alleen terug te vinden in een wijziging van de organisatiestructuur of in het aantal medewerkers, maar zeker in de omvang van de haar toegekende taken en bevoegdheden waar hiervoor al meermalen naar is verwezen. Zo begon zij in 1989 met drie medewerkers en had zij er in 2001 reeds 189 in dienst³⁸⁴. Het is niet onwaarschijnlijk dat dit aantal zal toenemen daar de toekenning van meer taken en bevoegdheden en de hieraan voorafgaande wijziging in toezichtsstructuur, de inzet van meer mankracht van de toezichthouder vereist. Wat de organisatiestructuur betreft is er sinds de oprichting van de STE veel veranderd. Deze veranderingen waren en zijn inherent aan de toename van toezichtstaken en bevoegdheden en natuurlijk aan een wijziging in het "denken over de uitoefening van het toezicht". Ten tijde van de instelling van de Stichting Autoriteit-FM beschikte deze toezichthouder over negen sectoren bestaande uit toezichtssectoren met daaraan gekoppelde ondersteunende sectoren. De toezichtssectoren te weten: de Primaire markt³⁸⁵, Secundaire markt³⁸⁶,

³⁸³ Vgl. artikel 1 van de gewijzigde statuten Autoriteit-FM.

³⁸⁴ Autoriteit-FM, jaarverslag 2001, Amstelveen, maart 2002, p. 39.

³⁸⁵ Deze sector oefent het toezicht uit op de verhouding tussen kapitaalvragers en de beleggers. Daarnaast oefent zij ook het toezicht uit op de primaire buitenbeurs-handel en het dagelijks toezicht op de openbare biedingen op effecten.
Vlg. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁸⁶ Deze sector dient ervoor te zorgen dat de financiële markten adequaat (blijven) functioneren. Zo dient zij niet alleen toezicht te houden op de beurzen, maar ook op het marktpersoneel en moet zij acht slaan op alle handelingen die een potentiële bedreiging kunnen zijn voor het goed functioneren van voornoemde markten.
Vgl. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

Instellingen³⁸⁷ en de sector Handhaving & Integriteit³⁸⁸ werden volgens het organogram van de Autoriteit-FM onder meer ondersteund door de sectoren Strategie³⁸⁹, Juridische Zaken³⁹⁰, Informatisering³⁹¹, de sector BCC of de sector Bestuursondersteuning, Communicatie en Control³⁹² en tot slot de sector Human Resources en Facilitair Bedrijf³⁹³. Bepaalde

³⁸⁷ Deze sector houdt de relaties tussen het (beleggend) publiek en de intermediairs in het oog. Dit doet zij door bijvoorbeeld vergunningen voor intermediairs af te wijzen, te verstrekken of juist in te trekken. Vgl. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁸⁸ De sector Handhaving en Integriteit heeft de taak gekregen toezicht te houden op ongeoorloofde aanbiedingen van effectendiensten; het uitvoeren van onderzoeken naar de betrouwbaarheid van bestuurders en beleidsbepalers van effecteninstellingen; het uitvoeren van vervolgonderzoeken waar een strafrechtelijke afdoening wordt beoogd en die reeds door andere sectoren van de Autoriteit-FM in kaart zijn gebracht; het eventueel doen van aangifte indien een strafrechtelijke afdoening wordt beoogd; het maken van duidelijke afspraken met het OM, de FIOD en de ECD voor wat betreft de keuze tussen een bestuursrechtelijke en een strafrechtelijke afdoening; verder heeft deze sector het bewaken van de strafrechtelijke afhandeling en de voortgang van voornoemde onderzoeken tot taak. Zie <http://www.Autoriteit-FM.nl>. (mei 2002). Zie ook STE, jaarverslag 2000, Amstelveen, april 2001, p. 32.

³⁸⁹ De sector heeft de verantwoordelijkheid over onder andere de interpretatie van wetgeving. Dit geschiedt door de afdeling Beleid. Deze afdeling is ook belast met de opstelling van nieuwe regels van de Autoriteit-FM en heeft een adviserende rol bij nieuwe wet- en regelgeving. Daarnaast bestaat deze sector ook uit de afdeling Research en de afdeling Internationaal Secretariaat. Deze houden zich respectievelijk bezig met onderzoek naar de doeltreffendheid en doelmatigheid van het toezicht en de bijbehorende regelgeving. Vgl. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁹⁰ Deze sector, die zoals de naam al suggereert, verantwoordelijk is voor de juridische en bestuurlijke kanten van de Autoriteit-FM, handelt de bezwaarschriften en eventuele beroepschriften af en bereidt de uitvoering van de boetes en de last onder dwangsom voor. Daarnaast zorgt de sector Juridische zaken er ook voor dat zowel nationaal als internationaal informatie wordt uitgewisseld. Zie <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁹¹ Deze sector houdt zich voornamelijk bezig met de geautomatiseerde informatievoorziening binnen de Autoriteit-FM. Vgl. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁹² Deze sector bestaat uit vier afdelingen die samen zorgdragen voor een specifieke ondersteuning van het bestuur en de organisatie. Voornoemde ondersteuning heeft betrekking op het communicatiebeleid van de Autoriteit-FM, zowel intern als extern, de planning en control, en de financiële administratie. Vgl. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁹³ Deze sector richt zich op (de aanstelling van) het personeel van de Autoriteit-FM. Vgl. <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

sectoren waren onderverdeeld in afdelingen of accounts. Een voorbeeld hiervan was de sector Primaire markt die beschikte over een afdeling Emissies en Periodieke informatieverschaffing, een afdeling openbare biedingen op effecten en een afdeling Financiële verslaggeving³⁹⁴. Het organogram bevat ook de zogenaamde compliance officer welke los staat van de overige sectoren en die direct rapporteert aan het bestuur. Hieronder het organogram van de Autoriteit-FM zoals het 2001 werd ingevoerd³⁹⁵. Zeer waarschijnlijk zal de structuur van de Autoriteit-FM, door de toename en wijziging van taken en bevoegdheden, binnenkort moeten worden gewijzigd³⁹⁶.

De overgang van de Stichting Toezicht Effectenverkeer naar de Stichting Autoriteit Financiële Markten, heeft aan de reeds bestaande toezichtstaken die gerelateerd konden worden aan het gedrag van de onder toezicht staande instellingen, weinig veranderd. Deze toezichtstaken zijn nagenoeg geruisloos overgegaan naar de Autoriteit-FM. Zoals de Autoriteit-FM het zelf stelt:

*"Als toezichthouder blijft ons vizier gericht op het tegengaan van marktimperfecties en onrechtvaardigheid. Wij moeten die doelen op een zodanige manier nastreven dat de discipline van de markt haar werk kan blijven doen. Drie begrippen staan daarbij centraal: discipline, level playing field en transparantie."*³⁹⁷

Naast de bestaande gedragstoezichtstaken heeft een uitbreiding van bevoegdheden plaatsgevonden. De Autoriteit-FM heeft bepaalde toezichtstaken van een andere financiële toezichthouder overgenomen. Zo

³⁹⁴ Vlg. de website van de Autoriteit-FM: <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁹⁵ Vlg. STE, jaarverslag 2000, Amstelveen april 2001, p. 33 en de website van de Autoriteit-FM: <http://www.Autoriteit-FM.nl> (mei 2002)

³⁹⁶ Vgl. Eisma in het NJB, nr 41 jrg. 77. Eisma geeft in dit artikel aan dat het gehele Nederlandse effectenrecht vanwege de uniformering van het recht en van de praktijk binnen Europa "gerenoveerd" zal moeten worden. Eisma, S.E., "De verbouwing van het Nederlandse effectenrecht", NJB, 15 november 2002, jrg. 77. Zie verder een redactieartikel in het NRC Handelsblad van 15 november 2002, "Regels voor herstel marktvertrouwen", waarin wordt gemeld dat de Autoriteit-FM, meer toezichtstaken toebedeeld zal krijgen.

³⁹⁷ Autoriteit-FM, jaarverslag 2001, Amstelveen, maart 2002, p. 7. Het begrip level playing field omvat een door de overheid te creëren speelveld – al dan niet door het scheppen van een wettelijk kader; van randvoorwaarden – waar bedrijven met elkaar kunnen concurreren. Hierbij moet rekening worden gehouden met de verschillende concurrentieposities van bedrijven.

zal de Autoriteit-FM ook het gedragstoezicht uitoefenen over de verstrekking van consumentenkredieten. Zij is namelijk de verantwoordelijke toezichthouder geworden voor de uitvoering van de Wet op het consumentkrediet (Wck); een bevoegdheid die voorheen door DNB werd uitgeoefend. Daarnaast oefent zij ook het gedragstoezicht uit over beleggingsinstellingen en ziet er op toe dat de gedragsregels bij de banken conform de wettelijke regels zijn. Hetzelfde geldt voor het gedragstoezicht op bepaalde pensioenfondsen en verzekeraars³⁹⁸. Let wel, de Autoriteit-FM heeft slechts de bevoegdheden van DNB en de PVK overgenomen die passen binnen het kader van de uitoefening van haar taken als gedrags- toezichthouder. Zo hebben de DNB en de PVK bevoegdheden behouden die gerelateerd kunnen worden aan het prudentiële toezicht, waaronder de administratieve organisatie van onder toezicht staande instellingen; de solvabiliteit en de liquiditeit van deze (rechts)personen. Verder heeft de Autoriteit-FM de uitvoering van het toezicht op de financiële bijsluiter toegekend gekregen. Zij dient er op toe te zien dat er een zodanige informatieverstrekking van de aangeboden financiële producten plaatsvindt, dat de potentiële consumenten over de belangrijkste kenmerken van het financieel product kunnen beschikken³⁹⁹. Naast al deze bevoegdheden heeft de Autoriteit-FM – voor wat het gedragstoezicht betreft – ook het alleenrecht verkregen op de uitvoering van de wet melding ongebruikelijke transacties (Wet mot) en de Wet identificatie bij dienstverlening⁴⁰⁰.

Dat de Autoriteit-FM bij de uitoefening van haar taken de bescherming van de (financiële) consument hoog in haar vaandel heeft geschreven, blijkt onder meer uit de uitoefening van het toezicht over de eerder genoemde financiële bijsluiter waaraan alle aanbieders van (complexe) financiële producten moeten voldoen.

Zoals eerder naar voren is gekomen, is het niet onwaarschijnlijk dat de wetgever de Autoriteit-FM in de toekomst meer bevoegdheden zal toekennen. Immers, haar toezichtstaken zijn niet alleen beperkt tot het Nederlands effectenverkeer, maar reiken over het geheel van de

³⁹⁸ Autoriteit-FM, jaarverslag 2001, Amstelveen, maart 2002, p. 7 en p. 22.

³⁹⁹ Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28122, nr. 2, p. 29.

⁴⁰⁰ Autoriteit-FM, jaarverslag 2001, Amstelveen, maart 2002, p. 7.

Nederlandse financiële markten. Het bestuur van de Autoriteit-FM heeft dit in het jaarverslag van 2001 als volgt verwoord:

"In de taakontwikkeling van de Autoriteit-FM past ook het toezicht op de financiële verslaggeving, de herziening en de uitbreiding van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996, de herijking van het toezicht op de primaire markt, de tweede fase van het toezicht openbare biedingen op effecten, en corporate governance.⁴⁰¹"

FIGUUR 2.3 Organogram Autoriteit-FM

bron: jaarverslag STE 2000 en de website van de Autoriteit-FM mei 2002.

Zie <http://www.Autoriteit-FM.nl>

Daarnaast heeft deze toezichthouder al via de media te kennen gegeven ook over de bevoegdheid te willen beschikken om wederrechtelijk verkregen voordeel te ontnemen⁴⁰². Deze bevoegdheid behoort in ons land niet toe aan een administratief bestuursorgaan, maar aan het Openbaar Ministerie. Het Openbaar Ministerie kan deze strafrechtelijke maatregel slechts via de strafrechter aan een (rechts)persoon opleggen

⁴⁰¹ Autoriteit-FM, jaarverslag 2001, Amstelveen, maart 2002, p. 8.

⁴⁰² Vgl. het interview in het NRC-Handelsblad met de voorzitter van de Autoriteit-FM, Docters van Leeuwen, "Hebzucht is een belangrijke menselijk aandrift; het groeiende onbehagen van Arthur Docters van Leeuwen", NRC Handelsblad, 9 maart 2002.

Jaar	Bevoegdheden toezichthouder	Aantal medewerkers
1989	N.a.v. de Beurswet 1914: met behulp van de CB's van de beurzen, toezicht op de beurzen uitoefenen; daarnaast beslissen over een eventuele toelating van effecten tot de notering.	3
1990	Idem	5
1991	Idem	6
1992	N.a.v. Wte'92: marginaal toezicht beurshandel; integraal toezicht op buitenbeurshandel; overhevelen van artikelen inzake misbruik van voorkennis naar de Wte. N.a.v. Wmz' 92: toezicht uitoefenen.	9
1993	Idem	12
1994	Idem	13
1995	Idem	13
1996	N.a.v. de Wte'95: ook aan beursleden vergunningen verlenen; invoeren van een verklaring van geen bezwaarprocedure; STE heeft nu meer bevoegdheden bij de bestrijding van misbruik van voorwetenschap. N.a.v. Wmz'96: toezicht uitoefenen en de openbaarmakingsplicht van meldingen.	17
1997	idem aan 1996 maar nu spreekt men niet van beursleden maar van toegelaten instellingen AEX.	43
1998	Idem	± 55
1999	O.g.v. de herijking Wte'95 staan alle effecteninstellingen, zowel de toegelaten als de niet toegelaten instellingen, onder toezicht van de STE. Hiermee is de zelfregulering van de AEX op de toegelaten instellingen in het algemeen beëindigd. Verder op grond van de Wte'95 bevoegdheid tot het instellen van een stille curator; uitsluiten van een accountant; uitvoering Nrte'99; bevoegdheid om doorhaling van registratie cliëntenremisier indien twijfel aan betrouwbaarheid; vergunningverlening voor een alternatief handelssysteem.	90
2000	Bij overtreding Wte'95 Wmz'96 de bevoegdheid tot de oplegging van een bestuurlijke boete of dwangsom; uitoefenen toezicht onder mandaat van de MvF op Negicef. Dit op grond van de Wet giraal effectenverkeer;	139
2001	STE, i.p.v de Sociaal Economische Raad de bevoegde toezichthouder op openbare biedingen in Nederland.	189
2002	overgang van STE naar Autoriteit-FM. Overhevelen van bevoegdheden van DNB naar de Autoriteit-FM gebaseerd op o.a. de Wtb en de Wck. Naast de bestaande gedragsgerelateerde toezichtsbevoegdheden heeft de Autoriteit-FM ook de het toezicht uit over: * de financiële bijsluiters; * de verstrekking van consumentenkredieten; * gedragsgerelateerde toezicht op de beleggingsinstellingen, * de gedragsregels van banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Voorts de inwerking treding van de herijkte nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999 (Nrte'99) *de toezichthouder heeft de bevoegdheid om de uitvoering van de Wet melding ongebruikelijke transacties (Wmot) en de wet identificaties bij dienstverlening (Wid) uit te voeren.	* 403

FIGUUR 2.4 Een overzicht van bevoegdheden van de STE dan wel de Autoriteit-FM Gebaseerd op een schema van mr. K. Werkhorst, werkzaam bij het Ministerie van Financiën in 1998

⁴⁰³ Ten tijde van de afsluiting van dit onderzoek waren deze cijfers nog niet bekend. Deze zullen in het jaarverslag van 2002 worden gepubliceerd.

die is veroordeeld wegens een strafbaar feit, indien dit in een afzonderlijke rechterlijke beslissing geschiedt⁴⁰⁴. Zoals we in het volgend hoofdstuk zullen zien, kan de Amerikaanse evenknie van de Autoriteit-FM wel over voornoemde bevoegdheid beschikken. Let wel, de bevoegdheden van de Amerikaanse toezichthouder kunnen niet één op één met de bevoegdheden van de Autoriteit-FM worden vergeleken. Meer hierover in de algemene inleiding, hoofdstuk drie en in het vierde hoofdstuk. Voor een overzicht van de bevoegdheden van de STE en de Autoriteit-FM, zie figuur 2.4.

2.4.2 *Uitoefening van het toezicht: De Nederlandsche Bank N.V.*

Eerder is vermeld dat de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) tot doelstelling heeft een betrouwbare en zo transparant mogelijke bankwereld te creëren. In tegenstelling tot de Wte en de Wmz was in beginsel in de Wtb niet de STE, maar DNB tot de bevoegde toezichthouder aangewezen. Daarnaast was DNB ook toezichthouder krachtens andere wetten, te weten: de Wet Toezicht Kredietwezen 1992 (Wtk'92) en de Wet inzake de Wisselkantoren (Wwk).

De herziening van het toezichtsmodel, een nieuwe toezichtsstructuur, heeft tot gevolg gehad de DNB vandaag de dag het prudentieel toezicht uitoefent over de financiële instellingen. Zoals reeds naar voren is gekomen, omvat het prudentieel toezicht onder meer het controleren van de financiën van een (rechts)persoon met als doel de financiële consument, in casu de belegger, te beschermen tegen partijen die niet aan hun verplichtingen zullen kunnen voldoen wanneer zij niet langer over de vereiste solvabiliteit beschikken. In deze studie wordt de nadruk niet gelegd op de solvabiliteit, en dus het prudentieel toezicht, maar op de wijze waarop de gedragstoezichthouder haar taken uitoefent. Dit maakt een nauwkeurige beschrijving van de organisatie van DNB overbodig. Desondanks zal hieronder ter wille van de volledigheid in grove lijnen een beeld van DNB worden geschetst voor zover zij betrekking heeft op het gedragstoezicht van effectengerelateerde (rechts)personen.

De organisatie van DNB is in 2000, een periode waarin zij nog als gedragstoezichthouder fungeert, als volgt. Het is onderverdeeld in een directie en in verschillende directoraten. In de directie hebben de

⁴⁰⁴ Vlg. artikel 36e WvSr.

president van de Nederlandsche Bank en de directeuren van de voornoemde directoraten zitting. Onder de directie zijn er drie directoraten, te weten: het directoraat toezicht, het directoraat monetaire zaken en het directoraat betalingsverkeer en intern bedrijf. De directoraten zijn weer onderverdeeld in verschillende afdelingen. Deze worden ook wel (sub)sectoren genoemd. Voor dit onderzoek zou het directoraat toezicht een belangrijke rol kunnen spelen ware het niet dat de wijziging van het toezichtsmodel in 2002 deze gedachte heeft doorkruist. In de periode voor de wijziging van het toezichtsmodel waren er voor de uitvoering van het toezicht door DNB verschillende secties. Deze hielden zich onder meer bezig met het toezicht op de grote internationale instellingen; het toezicht op de strategie, het beleid en de voorzieningen van zowel binnenlandse als buitenlandse banken en tot slot een sectie die zich bezig hield met de uitvoering van de Wtb en de Wwk. Laatstgenoemde sectie richtte zich op het toezicht op de beleggingsinstellingen en wisselkantoren: de sectie toezicht banken, beleggingsinstellingen en wisselkantoren. De andere secties richtten zich onder meer op het toezicht op systemen voor de afwikkeling van het betalings- en effectenverkeer en informatietechnologie⁴⁰⁵. Binnen het directoraat toezicht waren er tevens twee afzonderlijke eenheden opgericht; de unit handhaving Wtk en de integriteitunit. Laatstgenoemde had onder meer tot taak om in het bijzonder voor de sectie beleggingsinstellingen en wisselkantoren, specialistische ondersteuning te bieden. Deze unit zorgde voor een effectieve ondersteuning door contacten met de verschillende instanties te onderhouden. Tot deze instanties behoorden: de Ministeries van Financiën en Justitie, het OM, de ECD, de CRI, politie, collega toezichthouders en functionarissen van de ondertoezicht staande instellingen⁴⁰⁶. Om haar toezicht goed uit te kunnen voeren had het directoraat, door de vorming van multidisciplinaire accountantsgroepen, de operationele toezichtstaken per (groep van) instelling(en) geordend. Dit heeft ertoe geleid dat de onder toezicht staande instellingen vaste aanspreekpunten binnen het directoraat toezicht kregen. DNB nam zich voor om, vanwege de snelle veranderingen in de financiële wereld, extra te investeren "in de ontwikkeling van kennis en functiemobiliteit van medewerkers"⁴⁰⁷.

⁴⁰⁵ Kamerstukken II, 1997/98, 25830, nr. 2, p. 7. Ook wel de nota Integriteit financiële sector genoemd.

⁴⁰⁶ Kamerstukken II, 1997/98, 25830, nr. 2, p. 8.

⁴⁰⁷ Kamerstukken II, 1997/98, 25830, nr. 2, p. 7.

Het directoraat toezicht trachtte bovendien een actief beleid te voeren voor de informatisering en automatisering. Om dit te verwezenlijken riep DNB de sectie facilitaire voorzieningen toezicht in het leven. In figuur 2.5 wordt de organisatie van DNB zoals die er in 1997 uitzag deels weergegeven.

FIGUUR 2.5 Het directoraat toezicht van DNB rond juli 1997

Bron: Brochure "Het toezicht op het bankwezen door de Nederlandsche Bank", uitgegeven door De Nederlandsche Bank NV, 1997

Op grond van de Wtb had DNB de volgende taken toegekend gekregen: het toezicht op de naleving van de regels van de Wtb; het voorbereiden van het te volgen beleid en de zorg voor de uitvoering van de Wtb. Voor het uitoefenen van het toezicht voor de structuurwijziging van het toezichtsmodel heeft DNB gebruik gemaakt van de interne controle-afdelingen van de onder toezicht staande instellingen⁴⁰⁸. Eerder is vermeld dat de instellingen die over een vergunning beschikten, zich aan de wettelijke regels en doelstellingen van de Wtb dienden te houden.

⁴⁰⁸ Samenhang en verschillen tussen de financiële toezichtwetten, notitie, Ministerie van Financiën, 30 augustus 1996, p. 3.

Deze instellingen moesten aan de in de artikelen 5 en 6 Wtb genoemde eisen voldoen. Indien dit niet het geval is en was, kon DNB op grond van artikel 19 en 20 Wtb:

"inlichtingen vragen of een onderzoek instellen of doen instellen ten einde na te gaan of kon worden voldaan dan wel werd voldaan aan de bij of krachtens deze wet gestelde eisen, regels, beperkingen of gegeven voorschriften".

Dergelijke inlichtingen of dergelijk onderzoeken mochten ook worden ingesteld ten behoeve van buitenlandse toezichthouders⁴⁰⁹. Naast inlichtingen vragen was DNB ook bevoegd om de vergunninghouders aanwijzingen te geven indien deze niet aan de eisen, regels, beperkingen of voorschriften van de Wtb voldeden⁴¹⁰. Aan voornoemde aanwijzingen diende binnen een door DNB gesteld termijn te worden voldaan. Met het geven van deze aanwijzingen beoogde DNB te bewerkstelligen dat door de desbetreffende instelling of bewaarder⁴¹¹ alsnog aan de regels van de Wtb werd voldaan. Daarnaast kon DNB beschikken over een zeer ingrijpend middel; de instelling van een "stille curator". Dit wil in dit geval zeggen dat:

"vanaf een bepaald tijdstip alle of bepaalde organen⁴¹² van de beleggingsinstelling of van de bewaarder hun bevoegdheden slechts mogen uitoefenen na goedkeuring door een of meer door Onze Minister (DNB) aangewezen personen en met inachtneming van de opdrachten van deze personen."⁴¹³

⁴⁰⁹ Vgl. artikel 27b Wtb.

⁴¹⁰ Vgl. artikel 21 Wtb jo 29 Wtb jo 3 Overdrachtsbesluit Wtb. Zie het overdrachtsbesluit Wet toezicht beleggingsinstellingen Besluit van 14 augustus 1990, houdende overdracht van taken en bevoegdheden ingevolge artikel 29 van de Wet toezicht beleggingsinstellingen aan De Nederlandsche Bank N.V., Stb. 1997, 703.

⁴¹¹ De bewaarder is volgens artikel 1 sub f Wtb: "*degenen die belast is met de bewaring van de activa van de beleggingsinstelling*". De bewaarder bewaart de vaste activa van een beleggingsfonds. Hij ziet er op toe dat de beheerder van het fonds volgens de statuten en de reglementen van het fonds handelt. De beheerder van een fonds kan niet zonder toestemming van de bewaarder over het vermogen van het fonds beschikken. Niet alle beleggingsfondsen zijn verplicht om een bewaarder in te stellen. De voornoemde ICBE's zijn op grond van artikel 6 lid 5 Wtb verplicht om een onafhankelijke bewaarder in te stellen Hillen, J.L.S.M., "*Effectenwetgeving*", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 227 - 229.

⁴¹² Bijvoorbeeld het bestuur of de raad van commissarissen.

⁴¹³ Artikel 22 Wtb. Er wordt gesproken over een stille curator omdat de ondercuratelestelling niet wordt gepubliceerd.

Met de stille curator heeft de Wtb beoogd om via het versterken van de organen, de beleggingsinstelling beter te laten functioneren⁴¹⁴. Vanaf het moment van ondercuratelestelling mogen alle of bepaalde organen van de betreffende beleggingsinstelling of van de bewaarder hun bevoegdheden alleen uitoefenen na goedkeuring door een of meer door onze Minister aangewezen personen en met inachtneming van de opdrachten van deze personen⁴¹⁵. Indien een orgaan van de beleggingsinstelling of van de bewaarder in strijd met een aanzegging van DNB bepaalde handelingen verrichtte waardoor er schade was ontstaan, waren de leden van dit orgaan persoonlijk aansprakelijk jegens de beleggingsinstelling of de bewaarder. In geval de wederpartij wist dat er geen goedkeuring was gegeven voor het verrichten van de handeling, kon de beleggingsinstelling of de bewaarder de ongeldigheid van de desbetreffende handeling inroepen⁴¹⁶. Verder was er in artikel 15 Wtb voor DNB de bevoegdheid neergelegd om de verleende vergunning weer in te trekken. Op grond van artikel 16 lid 2 Wtb kon DNB de rechtbank verzoeken om de beleggingsmaatschappij waarvan de vergunning is ingetrokken, te ontbinden. Indien tot ontbinding van een dergelijke beleggingsinstelling zou worden overgegaan, diende het vermogen op grond van artikel 16 lid 3 Wtb binnen een door DNB te bepalen termijn te worden vereffend. In de artikelen 39 en 40 Wtb j° artikel 1 sub 2 Wtb werd bepaald dat, indien de beleggingsinstelling niet mee werkte aan het geven van inlichtingen, het doen van een onderzoek, het opvolgen van een aanwijzing of niet meewerkte tijdens de stille ondercuratelestelling, dit als een economisch delict moest worden beschouwd. Tot slot de uitsluiting van een accountant. Evenals de rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM, de STE, was DNB bevoegd om te bepalen dat de accountant, die onderzoek had verricht naar een beleggingsinstelling teneinde een accountantsverklaring af te geven, belet kon worden om een dergelijke verklaring af te geven. Deze bevoegdheid van DNB was terug te vinden in artikel 21a Wtb⁴¹⁷. De overgang naar een nieuwe

⁴¹⁴ Volgens artikel 22 Wtb is ondercuratelestelling wenselijk wanneer bijzondere gebeurtenissen een adequate functionering van de beleggingsinstelling of de bewaarder in gevaar brengen én naar het oordeel van onze Minister versterking van de organen van de beleggingsinstelling of de bewaarder wenselijk maken. Hillen, J.L.S.M., "*Effectenwetgeving*", dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, t.a.p. noot 32, p. 251.

⁴¹⁵ Artikel 22 lid 1 Wtb.

⁴¹⁶ Artikel 22 lid 2 onder d Wtb.

⁴¹⁷ Vgl. artikel 21a j°29 Wtb j° 3 Overdrachtsbesluit Wet toezicht beleggingsinstelling.

toezichtsstructuur of een ander toezichtsmodel heeft ertoe geleid dat bepaalde taken en bevoegdheden vanaf 2002 naar de Autoriteit-FM worden overgeheveld. Gedacht moet worden aan taken en bevoegdheden die passen binnen het gedragtoezichtskader van de Autoriteit-FM zoals: het doen van onderzoek, om inlichtingen verzoeken en het geven van aanwijzingen⁴¹⁸. Bepaalde bevoegdheden die een specifiek prudentieel toezichtskarakter dragen heeft DNB behouden. In dit geval moet worden gedacht aan de instelling van de hiervoor genoemde stille curator.

Uit de voorafgaande paragrafen is duidelijk geworden dat effecteninstellingen voor de wijziging van het structuurmodel eerst in bezit van een vergunning moesten zijn voordat zij actief hun werkzaamheden mochten uitvoeren. Deze vergunning kan worden afgegeven door de nationale toezichthouder of door een toezichthouder in een lidstaat van de Europese Gemeenschappen alwaar de instelling is gezeteld. Om de vergunning toegewezen te krijgen, diende en dient er aan verschillende wettelijke vergunningseisen te zijn voldaan. Deze eisen hadden en hebben betrekking op deskundigheid, betrouwbaarheid van ondermeer bestuurders, bedrijfsvoering, administratieve organisatie, financiële waarborgen en overige sector-specifieke vergunningseisen en uitoefenvoorwaarden⁴¹⁹. Indien de desbetreffende toezichthouder aan een instelling een vergunning zou verlenen, blijft deze instelling constant onder het toezicht van de toezichthouder staan. Mede door de periodieke rapporten van de onder toezicht staande instellingen, kunnen toezichthouders nagaan of de voorschriften wel worden nageleefd. Indien de desbetreffende toezichthouder daartoe aanleiding ziet, kan deze het besluit nemen om zelf onderzoek bij de instelling te doen en zo nodig over gaan tot het afdwingen van de naleving van de wettelijke eisen. Het is dus zaak dat de instelling zich houdt aan de toezichtvoorwaarden c.q. vergunningsvereisten.

Naast de hiervoor besproken STE, de Autoriteit-FM en DNB is er nog een instantie die hier vermeld dient te worden: de International Organisation of Securities Commissions (IOSCO). IOSCO is een internationale samenwerkingsverband, een multilateraal overlegorgaan, van effecten-toezichthouders. De afspraken gemaakt binnen deze organisatie, die een betere regulering van de effectenmarkten en een effectiever toezicht op

⁴¹⁸ Vgl. Kamerstukken II, 2001/2002, 28 122, nr. 2, p. 30.

⁴¹⁹ Samenhang en verschillen tussen de financiële toezichtwetten, notitie, Ministerie van Financiën, 30 augustus 1996, p.5.

deze markten tot doelstelling heeft, werken door in het Nederlands toezicht. Ondanks het feit dat IOSCO-resoluties geen juridisch bindende kracht hebben, worden ze wel door hun leden, in ons geval de Autoriteit-FM, nageleefd⁴²⁰. Deze heeft namelijk sinds 1989, via de STE, het IOSCO-lidmaatschap van het Ministerie van Financiën overgenomen⁴²¹. Door met haar collega toezichthouders afspraken omtrent het effectentoezicht te maken, is er een officieus beleid op het internationale effectentoezichtsgebied ontstaan. Wellicht dat dat in de toekomst tot officieel beleid wordt verheven. De structuur van IOSCO, welke uit verschillende comités bestaat, wordt in figuur 2.6 weergegeven. In grote lijnen ziet de structuur van de IOSCO er als volgt uit. Zij wordt voorgezeten door een presidents committeë. In dit comite hebben de voorzitters van de toezichthouders die lid zijn van IOSCO zitting. De presidents committeë komt een keer per jaar samen. Om de belangen van IOSCO tussentijds te behartigen is het executive committee in het leven geroepen. Dit comite komt een paar keer per jaar samen en bestaat uit leden die deels door de presidents committee zijn gekozen, en deels door de vier regionale comites⁴²². De executive committee is bevoegd om alle beslissingen te nemen welke van belang, dan wel noodzakelijk zijn om de doelstellingen van IOSCO te verwezenlijken. In dit comite hebben ook de voorzitters van de emerging markets zitting genomen⁴²³. Daarnaast behoort ook de voorzitter van de technical committee tot de executive committee⁴²⁴. De steeds verdergaande ontwikkelingen op het gebied van het

⁴²⁰ Aldus Mulder, P.A.W., *Het internationale toezicht: IOSCO*, in de bundel Financiële integriteit, normafwijkend gedrag en (zelf)regulering binnen het financiële stelsel, Gouda Quint bv, Arnhem, 1995, p. 119.

⁴²¹ Informatie over de IOSCO is gebaseerd op de IOSCO-site. Zie <http://www.iosco.org> . (bijwerkt in mei 2002)

⁴²² De regio's zijn als volgt onderverdeeld: de Interamerican regional committee; de European regional Committee; de Asia-Pacific regional committee en de Africa-Middle East regional committee.

⁴²³ Emerging markets zijn de opkomende markten.

⁴²⁴ Met het technical committee wordt de technische commissie bedoeld. In dit comite zijn de toezichthouders van de grote effectenmarkten vertegenwoordigd. Zij beogen de belangrijke punten, die te maken hebben met de internationale aandelenhandel op het gebied van de regulering, te volgen. De technical committee is onderverdeeld in vijf grote deelgebieden te weten: Multinational disclosure and accounting; Regulation of secondary markets; Regulation of market intermediaries; Enforcement and the exchange of information en Investment management.

effectenverkeer, denk bijvoorbeeld al aan de ontwikkeling van het handelen via het internet en andere technologische of maatschappelijke ontwikkelingen zoals de terroristische aanslag in de Verenigde Staten op 11 september 2001, zullen er zeer waarschijnlijk voor zorgen dat er binnen de IOSCO de nodige aanpassingen zullen plaatsvinden.

FIGUUR 2.6 De structuur van IOSCO

bron: internetpagina van IOSCO: <http://www.iosco.org/gen-info.html>

Naast de hiervoor genoemde comités zijn er vier regionale comités. Binnen deze comités proberen de daarin vertegenwoordigde landen samen regionale problemen over het effectenverkeer op te lossen. Om te zorgen dat de problemen die in de deelgebieden⁴²⁶ voorkomende daadwerkelijk kunnen worden opgelost, heeft de IOSCO werkgroepen

⁴²⁵ Self regulatory organizations.

⁴²⁶ Neem bijvoorbeeld de problemen die zich kunnen voordoen bij grensoverschrijdende transacties.

ingesteld⁴²⁷. De Autoriteit-FM, als lid van het technical committee, maakt deel uit van de off-market tradingwerkgroep en de capital requirements for investment firms-werkgroep. Als lid van een werkgroep is zij – net als de STE – verplicht om een paar keer per jaar met de gehele werkgroep samen te komen om zo eventuele gesignaleerde problemen op te lossen. De eerder genoemde emerging markets committee, is in het leven geroepen om de efficiëntie van "nieuwe opkomende" markten te bevorderen. Deze commissie probeert haar doelstellingen te verwezenlijken door niet alleen minimumvoorwaarden voor deze markten te creëren, maar ook kennis-, informatie- en technologie overdracht te verzorgen⁴²⁸. Daarnaast worden er door laatstgenoemde commissie ook trainingsprogramma's voor het personeel van de leden verzorgd. Tot slot de SRO consultative committee⁴²⁹. Dit comité bestaat uit IOSCO-leden die tegelijkertijd zelfregulerende organisaties zijn. Door deze leden samen te laten werken beoogt IOSCO de dialoog tussen de zelfregulerende organisaties te houden⁴³⁰, wat weer tot positieve gevolgen voor IOSCO zal moeten

⁴²⁷ Werkgroep nr. 1: multinational disclosure and accounting doet onderzoek naar recente technieken voor multinationale emissies van aandelen. Voorts doet deze werkgroep onderzoek naar de mogelijke problemen die zich kunnen voordoen in geval van notering in meerdere landen. Tevens doet werkgroep nr. 1 onderzoek naar het identificeren van de verschillende soorten emittenten. Daarnaast stelt de werkgroep de door de regelgeving veroorzaakte problemen vast. Tot slot stimuleert de werkgroep regelgeving die het "1^e klas" emittenten mogelijk maakt om op een doelmatige wijze op de internationale kapitaalmarkten kapitaal aan te trekken. In werkgroep nr. 2, regulation of secondary markets, zijn de schermenhandel en de doorzichtigheid van handelssystemen het middelpunt. Binnen deze werkgroep worden op dit gebied niet alleen studies, maar ook aanbevelingen voorbereid. In werkgroep nr. 3: regulation of market professionals staan de kapitaaleisen voor effecteninstellingen centraal. Tot slot werkgroep nr. 4: enforcement and the exchange of information. Deze werkgroep houdt zich bezig met de uitwisseling van informatie tussen de toezichthouders. Vanaf 1992 houdt deze werkgroep zich bezig met fraude op elektronische markten en het witwassen van geld op de effectenmarkt. STE, *Jaarverslag 1991*, Amstelveen, mei 1992, p. 19 - 21.

⁴²⁸ Evenals het technical committee, is ook de emerging markets committee in vijf grote deelgebieden onderverdeeld. Deze deelgebieden welke (bijna) gelijk zijn aan de deelgebieden van de technical committee zijn: Disclosure and accounting; Regulation of secondary markets; Regulation of market intermediaries; Enforcement and the exchange of information en Investment management.

⁴²⁹ SRO's is een afkorting van Self-Regulatory Organizations of zelfregulerende organisaties.

⁴³⁰ Voorbeelden van IOSCO leden die tot de zelfregulerende organisaties behoren, zijn de National Association of Securities Dealers (NASD) en de New York Stock Exchange (NYSE).

leiden. Binnen dit comité zijn er personen aangewezen die contact met de werkgroepen van de technical committee moeten onderhouden.

Naar aanleiding van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat de afspraken die gemaakt zijn binnen IOSCO-verband wel degelijk hun doorwerking kunnen hebben op de wijze waarop de Autoriteit-FM in Nederland toezicht op het effectenverkeer uitoefent.

2.5 De verschillende handhavingsprocedures

Wanneer de Autoriteit-FM tijdens een door haar verricht onderzoek onregelmatigheden op het spoor is gekomen, kan dit verschillende gevolgen hebben. Zo kan zij zelf maatregelen treffen via de oplegging van bestuurlijke boetes, het opleggen van een last onder dwangsom of het intrekken van een vergunning. Het kan ook zijn dat de Autoriteit-FM aangifte doet bij de FIOD-ECD⁴³¹. Dit kan ertoe leiden dat het Openbaar Ministerie (OM) tot vervolging overgaat; het begin van een strafrechtelijke procedure omdat op grond van de Wet op de Economische Delicten (WED), overtredingen van bepaalde voorschriften uit de Wmz, de Wtb en de Wte'95 economische delicten zijn⁴³². Tot slot kan het zijn dat gedupeerde beleggers in een civiele procedure, via een onrechtmatige daadactie, schadevergoeding gaan vorderen. Deze drie procedures: de bestuursrechtelijke, de civielrechtelijke en de strafrechtelijke zullen vervolgens aan de orde komen.

2.5.1 De bestuursrechtelijke procedure

Zoals reeds uit paragraaf 2.2 naar voren is gekomen, hebben de oprichters van de STE de vorm van een stichting geprefereerd boven andere privaatrechtelijke vormen. Gevreesd werd dat een naamloze vennoot-

⁴³¹ Omdat de wetgever heeft geconstateerd dat financieel-economische fraude vaak samengaat met fiscale fraude heeft zij besloten om de ECD dat onder het Ministerie van Economische Zaken was gebracht, over te hevelen naar de belastingdienst. Hiermee werd de ECD onder regie van de fiscale opsporingsdienst, de FIOD, gebracht. De wetgever heeft met deze overheveling een samenwerking tussen het FIOD en de ECD beoogd om zo tot een betere opsporing van strafbare feiten te komen. Door deze samenvoeging van bovengenoemde bijzondere opsporingsdiensten wordt er dit punt in het onderzoek niet meer gesproken over of het FIOD of de ECD maar over de FIOD-ECD. Vgl. Kamerstukken II, 2001/02, 17 050, nr. 225, p. 2-7.

⁴³² Vgl. artikel 1 sub 2 WED.

schap of zelfs een vereniging de toentertijd voor ogen staande "onafhankelijke besluitvorming" van deze toezichthouder in de weg zou kunnen staan⁴³³. Critici hebben hun verbazing uitgesproken over de stichtingsvorm van zelfstandig bestuursorgaan⁴³⁴ (zbo). Zeker daar zelfstandige bestuursorganen overheidsinstanties zijn die:

*"bij of krachtens de wet in het leven (zijn: MJB) geroepen bestuursorganen (en: MJB) die niet bij een decentrale overheid behoren maar die ook niet deel uitmaken van een Ministerie, zodat ze niet hiërarchisch ondergeschikt zijn aan een Minister of staatssecretaris"*⁴³⁵.

⁴³³ Kamerstukken II, 1988/89, 21038, 3, p. 13 (MvT) en Mok, M.R., *Toezicht effectenverkeer (II)*, TVVS, 1989, nr. 89/4, p. 103.

⁴³⁴ In haar dissertatie omschrijft J.L.G. van Nus de STE als een zelfstandig bestuursorgaan. Vgl. Nus, J.G.L. van, *a.w.*, p. 607 - 608.

⁴³⁵ Aan het eind van de jaren tachtig schreven Van Wijk en Konijnenbelt dat "zelfstandig bestuursorganen (zbo's) overheidsinstanties zijn die wel - krachtens attributie of delegatie- bestuursbevoegdheden bezitten maar die geen bestuursorgaan van een openbaar lichaam zijn en evenmin ambtenaar, aan zo'n orgaan ondergeschikt". Deze definitie is inmiddels achterhaald omdat ook bestuursorganen van een openbaar lichaam zelfstandige bestuursorganen kunnen zijn. Zbo's zijn in beginsel zelfstandig en dus niet ondergeschikt aan de Minister tenzij dat bij Wet wordt vastgesteld. Vgl. Wijk, H.D. van en Konijnenbelt, W., *Hoofdstukken van administratief recht*, 1991, 7^{de} druk, 2^{de} oplage, Lemma B.V., Utrecht, p. 153 en Wijk, H.D. van, Konijnenbelt en Van Male, "Hoofdstukken van bestuursrecht", 11^{de} druk, Den Haag, 1999. hier is geciteerd. Een zbo is volgens Van Wijk en Konijnenbelt niet hiërarchisch ondergeschikt aan een Minister. Ook met betrekking tot de Autoriteit-FM is dit het geval. Immers, in artikel 40 van de Wte'95 is aangegeven dat de Minister (van Financiën) de hem geattributeerde taken en bevoegdheden ter uitvoering van de Wte'95, bij A.M.v.B. kan overdragen aan een of meer rechtspersonen. In dat geval gelden de verplichtingen op grond van voornoemde wet als verplichtingen jegens de rechtspersoon. De A.M.v.B. waar naar wordt verwezen is het Overdrachtsbesluit Wet toezicht effectenverkeer 1995 (overdrachtsbesluit Wte'95/ Delegatiebesluit Wte'95). In dit besluit d.d. 8 december 1995 (Stb. 1995, 646), dat bestaat uit 5 artikelen, worden de meeste taken en bevoegdheden die op grond van de Wte'95 aan de Minister van Financiën toekomen, aan de STE nu de Autoriteit-FM overgedragen. Het overdrachtsbesluit Wte'95 is meermalen gewijzigd. Vlg. Stb. 1997, 703 waarin wijzigingen in het kader van de Awb hebben plaatsgevonden; Stb. 1999, 360 waarin er wijzigingen van bepaalde bevoegdheden van de STE plaats hebben gevonden. De STE moest – en nu de Autoriteit-FM – desgevraagd aan de Minister van Financiën alle inlichtingen te verschaffen die noodzakelijk blijken te zijn om over te gaan tot een wijziging, intrekking en eventuele invoering van een nieuwe regeling (Nrte) en Stb. 2001, 286 waarmee het verbod is ingevoerd om zonder verklaring van geen bezwaar deelneming te vergroten, houden dan wel verwerven in de houder van een effectenbeurs wanneer deze deelneming de grens van 10% te boven gaat. De Autoriteit-FM dient te adviseren omtrent het al dan niet verlenen/intrekken

Immers, was het wel "*wenselijk (...) dat de overheid de uitvoering van een publiekrechtelijke taak delegeert aan privaatrechtelijke rechtspersonen*", aldus

van een verklaring van geen bezwaar. Zij kan aan voornoemde verklaring, indien nodig, nadere beperkingen dan wel nadere voorschriften verbinden. Om deze taak naar behoren uit te kunnen voeren, heeft de Autoriteit-FM de bevoegdheid om inlichtingen in te winnen. Op grond van dit overdrachtsbesluit moet de rechtsopvolger van de STE deze informatie aan de Minister van Financiën verstrekken. Wanneer we terug gaan naar het overdrachtsbesluit 1995, zien we dat er bepaalde taken aan de Minister voorbehouden blijven. Deze taken hebben volgens artikel 2 van voornoemd besluit betrekking op het gebruik van beschermingsconstructies door beursgenoteerde vennootschappen. In het vijfde lid van artikel 40 Wte'95 heeft de wetgever aangegeven dat de desbetreffende rechtspersoon eenmaal per jaar verslag aan de Minister (van Financiën) moet uitbrengen over de uitoefening van de overgedragen (lees gedelegeerde) taken en bevoegdheden. Uit de wet (artikel 40 Wte'95) en het hieraan verbonden Delegatiebesluit Wte'95 of het overdrachtsbesluit Wte'95 (artikel 3 lid 6), blijkt dat de STE en nu de Autoriteit-FM toestemming of goedkeuring van de Minister nodig heeft wanneer zij gebruik wil maken van haar bevoegdheid om bepaalde nadere regels te stellen, zoals de vereisten waaraan een prospectus moet voldoen. Dit suggereert dat de Autoriteit-FM als zbo wel afhankelijk is van de toestemming van de Minister, maar ondergeschikt. Zoals reeds gesteld is de Autoriteit-FM een zelfstandig bestuursorgaan en heeft de Minister van Financiën slechts die bevoegdheden die hem expliciet bij wet zijn toegekend. Tot deze bevoegdheden kan het volgende worden gerekend: op grond van artikel 40 lid 2 onder c Wte'95 is de Minister bevoegd om de bestuursleden van de Autoriteit-FM te benoemen, schorsen/of te ontslaan. De Minister van Financiën kan in bepaalde gevallen tevens goedkeuring aan de Autoriteit-FM onthouden, doordat bijvoorbeeld de door de Autoriteit-FM opgestelde regels van algemene strekking niet conform het beleid van de Minister zijn. Deze bevoegdheden van de Minister zorgen niet voor enige hiërarchische ondergeschiktheid aan de Minister. In tegenstelling tot departementsambtenaren, zijn bestuurders van zbo's geen hiërarchisch ondergeschikte ambtenaren. Hierdoor kan de Minister op grond van hiërarchische verhoudingen geen algemene of bijzondere aanwijzingen geven. Dat kan wel in geval van deconcentratie waar departementsambtenaren met eigen bevoegdheden, zoals de inspecteur der belastingen, verplicht zijn de aanwijzingen van de Minister op te volgen. Zie Stroink, F.A.M., "het leerstuk der deconcentratie"; uit de serie bestuurlijke verkenningen nr. 27, dissertatie RUU, Vuga boekerij, 's-Gravenhage, 1978 en vgl. artikel 3 lid overdrachtsbesluit Wte'95. Vlg. artikel 3 Delegatiebesluit Wte'95; KB d.d. 8 december 1995, inwerkingtreding 31 december 1995. Zie en Mok, M.R., *Toezicht effectenverkeer (II)*, TVVS, 1989, nr. 89/4, p. 103. Zie voor kritische opmerkingen betreffende zbo's in privaatrechtelijke zin: Schreuder, C.A., "Publiekrechtelijke taken, private personen", dissertatie RUG, Deventer 1994. Zie verder Zijlstra, S.E., "Zelfstandige bestuursorganen in een democratische rechtsstaat", dissertatie EUR, Den Haag, 1997 en tot slot, J.L., J. de Ridder en Scheltema, M., "Zelfstandige bestuursorganen in soorten; verslag van een onderzoek naar de praktijk van zelfstandige bestuursorganen, in opdracht van het Ministerie van Binnenlandse Zaken", Kluwer, Deventer, 1989.

Slagter⁴³⁶. Mok stelt:

"Gebruik van de stichting door hogere en lagere overheden voor de vervulling van overheids taken achten wij⁴³⁷ weinig gelukkig. (...). De overheidsstichting behartigt belangen waarvan de overheid de behartiging aan zich heeft getrokken, doch dit op verholde wijze door deze onder te brengen in een privaatrechtelijke organisatievorm".

Volgens Mok hadden de oprichters van de STE voor de uitvoering van deze publiekrechtelijke toezichthoudende taak, beter voor een publiekrechtelijke rechtspersoon kunnen kiezen, omdat dan de lijnen betreffende de Ministeriële verantwoordelijkheid en de rechtsbescherming duidelijker zouden zijn⁴³⁸.

Ondanks de vele kritische geluiden heeft de STE, als zbo⁴³⁹, destijds de bevoegdheid gekregen om regels te stellen waaraan de onder toezicht staande instellingen zich dienen te houden. Daarnaast moeten deze instellingen zich vanzelfsprekend ook houden aan de kaderwetgeving zoals de Wte'95. Mocht nu uit rapportages, een door de Autoriteit-FM ingesteld bijzonder of periodiek onderzoek, meldingen van onder meer belanghebbenden of via een andere weg blijken dat voornoemde instellingen zich niet aan de desbetreffende regelgeving houden en het aan medewerking schort, biedt de wet deze toezichthouder de mogelijkheid om gebruik te maken van bepaalde handhavingsinstrumenten. Indien nodig mag zij zelfs, binnen het bestuursrechtelijk toezicht-instrumentarium⁴⁴⁰, de hulp van de sterke arm inroepen⁴⁴¹. Dat blijkt

⁴³⁶ Vgl. Slagter, W.J., "Het fonds CSM uit de beursnotering", TVVS, 1994, nr. 94/12, p. 326 - 327.

⁴³⁷ In casu Asser en Van der Grinten.

⁴³⁸ Mok citeert hier Van der Grinten. Vgl. Mok, M.R. *Toezicht effectenverkeer (II)*, TVVS, 1989, nr.89/4, p. 103 en Grinten, Van der W.C.L. en Asser, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon*, de rechtspersoon, Zwolle, 1991, p. 172, Nus, J.G.L. van, a.w., p. 607 en ook F.A.M. Stroink en Nus, J.G.L. van, *Bestuursrechtelijke consequenties van privatisering*, in: *Privatisering; themanummer Stichting & Vereniging*, jrg. 1994, mei/juni, nr. 3, p. 66 - 69.

⁴³⁹ Was er in het begin nog sprake van een zbo in privaatrechtelijke vorm, vergelijk de hiervoor aangehaalde citaten van Mok en Van der Grinten, in haar eerste nieuwsbrief InZicht geeft zij aan een "publiekrechtelijke" zbo te zijn. Vgl. nieuwsbrief STE, nr. 1, jrg. 1, 2001, p. 3. In beginsel is een bestuursorgaan publiekrechtelijk, een zbo dus ook.

⁴⁴⁰ Grundmann-Van de Krol, C.M. en Van den Ingh, F.J.P., *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, Kluwer B.V., Deventer, 1996, p. 93.

⁴⁴¹ Dat mag slechts indien dit redelijkerwijs noodzakelijk blijkt te zijn.

bijvoorbeeld uit het hieronder weergegeven artikel 5:15 j° 5:11 Awb. Deze bevoegdheid is voor de Autoriteit-FM niet nieuw. Reeds op grond van het oude 29 lid 3 Wte'95 was haar rechtsvoorganger, de STE, hiermee bekend.

Artikel 5:15 Awb

1. *Een toezichthouder is bevoegd, met medeneming van de benodigde apparatuur, elke plaats te betreden met uitzondering van een woning zonder toestemming van de bewoner.*
2. *Zo nodig verschaft hij zich toegang met behulp van de sterke arm.*
3. *Hij is bevoegd zich te doen vergezellen door personen die daartoe door hem zijn aangewezen.*

Artikel 29 lid 3 Wte oud

3. *De door Onze Minister met het toezicht belaste personen zijn bevoegd elke plaats te betreden voor zover dat voor de vervulling van hun taak redelijkerwijs nodig is. Zonodig verschaffen zij zich toegang met behulp van de sterke arm. Zij zijn bevoegd zich te doen vergezellen door personen die daartoe door hen zijn aangewezen, voor zover dit voor het doel van het betreden redelijkerwijs nodig is.*

Tijdens een onderzoek mocht de rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM volgens lid 4 van artikel 29 Wte oud, om inzage van gegevens en bescheiden vragen, voor zover dat redelijkerwijs nodig is. Van deze gegevens en bescheiden mocht zij kopieën maken of de stukken zelfs voor korte tijd meenemen⁴⁴².

4. *De door Onze Minister met het toezicht belaste personen zijn bevoegd inzage te verlangen van zakelijke gegevens en bescheiden, voor zover dat voor de vervulling van hun taak redelijkerwijs nodig is. Zij zijn bevoegd van de gegevens en bescheiden kopieën te maken. Indien het maken van kopieën niet ter plaatse kan geschieden, zijn zij bevoegd de gegevens en bescheiden voor dat doel korte tijd mee te nemen tegen een door hen af te geven schriftelijk bewijs.*

Artikel 29 lid 5 Wte'95 oud, bepaalde dat een ieder verplicht is om medewerking aan een dergelijk onderzoek te verlenen. Momenteel is dat geregeld in artikel 29 lid 2 j° 5:20 Awb.

5. *Een ieder is verplicht aan de door Onze Minister met het toezicht belaste personen alle medewerking te verlenen die deze redelijkerwijs kunnen verlangen ter uitoefening van hun bevoegdheden.*

⁴⁴² Artikel 29 lid 4 Wte'95 oud. Nu is dat 29 Wte'95 j° 5:17 lid 2 Awb.

Vandaag de dag is bovengenoemd artikel 29 Wte'95 gewijzigd en heeft de wetgever voor de hantering van dezelfde bevoegdheden als in artikel 29 lid 3 en verder Wte oud, verwezen naar de artikelen 5:12 tot en met 5:17 en 5:20 Awb. Zo bepaalt artikel 5:16 Awb dat de toezichthouder, de Autoriteit-FM bevoegd is om inlichtingen te vorderen. Het hieropvolgend artikel geeft aan dat deze toezichthouder inzage mag vorderen van zakelijke gegevens en bescheiden, daarvan kopieën mag maken dan wel voornoemde informatie mee mag nemen teneinde deze te kopiëren.

Wanneer zij het vermoeden heeft dat een instelling in strijd met de Wte'95 handelt, kan de toezichthouder de beleggers op de markt waarschuwen door het geven van een openbare kennisgeving⁴⁴³. Net als de STE kan de Autoriteit-FM de effectenuitgevende instelling ook een aanwijzing geven⁴⁴⁴ en een verleende vergunning of verklaring van geen bezwaar aan nadere beperkingen of voorschriften onderwerpen en zelfs weer intrekken⁴⁴⁵. Tot het intrekken van een vergunning zal zij niet snel overgaan omdat de Autoriteit-FM dat als zwaarste sanctie en laatste redmiddel, een ultimum remedium, beschouwt.

Lange tijd heeft de rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM alleen de mogelijkheid gehad om de bovengenoemde handhavinginstrumenten toe te passen. Zij heeft gezocht naar een middenweg tussen het intrekken van een vergunning en het geven van een waarschuwing, immers eerstgenoemde was gedurende enige tijd haar enige geduchte sanctiemogelijkheid. Voor bepaalde overtredingen was de sanctie van intrekking van een vergunning volgens haar te vergaand. Daarnaast trof een ingetrokken vergunning ook derden en niet alleen de wetsovertreder⁴⁴⁶. Daarom restte het de STE destijds alleen de mogelijkheid om aangifte te doen bij de Economische Controle Dienst (ECD), maar zij was zich ervan bewust dat het strafrecht, gezien de tijdrovende en kostbare

⁴⁴³ Artikel 32 Wte'95.

⁴⁴⁴ Artikel 6 Wte'95 voor beursgenoteerde instellingen en artikel 28 Wte'95 voor niet-genoteerde instellingen. Met de aanwijzingsbevoegdheid is voor de STE en nu de Autoriteit-FM de mogelijkheid gecreëerd om de beurs(houder) te wijzen op zijn verplichting om bij overtreding van de beursregels passende maatregelen tegen de betrokkene te treffen. De aanwijzingen dienen, binnen een door de toezichthouder te bepalen termijn, te worden opgevolgd.

⁴⁴⁵ Artikel 19 en 20 Wte'95.

⁴⁴⁶ Kamerstukken II, 1997/98, 25 821, 3, p. 3. (MvT)

procedures, niet altijd de oplossing zou bieden⁴⁴⁷. Verder meende de STE dat door de toepassing van het strafrecht het justitiële apparaat ten onrechte met de lichte overtredingen zou worden belast⁴⁴⁸. De STE bleef zoeken naar sanctiemogelijkheden waarmee ze haar toezichtstaken directer en effectiever kon uitvoeren. Zij besloot mee te werken aan de totstandkoming van een wetsvoorstel dat het mogelijk zou maken om in de financiële sector bestuurlijke boeten en dwangsommen op te leggen. Op 1 januari 2000 is de Wet bestuurlijke sancties financiële sector (WBS) inwerking getreden en heeft de STE de mogelijkheid gekregen om naar gelang de ernst van de wetsovertreding een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete op te leggen⁴⁴⁹. Daarnaast heeft zij haar bevoegdheid gehouden om, indien gewenst, een vergunning in te trekken dan wel bestaande handhavingsinstrumenten toe te passen. Deze bevoegdheden zijn mee overgegaan op haar rechtsopvolger, de Autoriteit-FM.

De inwerking getreden WBS bestaat uit diverse wetswijzigingen. De wijzigingen hebben plaatsgevonden in 8 wetten te weten: de Wte'95, de Wmz, de Wet toezicht kredietwezen 1992 (Wtk'92), de Wet toezicht natura uitvaartverzekeringsbedrijf (Wtn), de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 (Wtv'93), de Wwk, de Wtb en de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994 (Wfbb'94). Voor al deze wetten is de Minister van Financiën verantwoordelijk. De toezichthoudende taken worden uitgevoerd door zowel de Autoriteit-FM, de Pensioen & Verzekeringskamer (PVK) en DNB⁴⁵⁰. Niet alleen de rechtsvoorganger van de Autoriteit-FM maar ook DNB hebben op grond van de WBS de bevoegdheid gekregen om de sanctie van een last onder dwangsom dan wel van een bestuurlijke boete toe te passen⁴⁵¹. In artikel 5:32 van de

⁴⁴⁷ Kamerstukken II, 1997/98, 25 821, 3, p. 3 - 4. (MvT)

⁴⁴⁸ STE, *jaarverslag 1995*, Amstelveen, april 1997, p. 20.

⁴⁴⁹ Wet van 28 oktober 1999, Stb. nr. 509, inwerkingtreding 1 januari 2000. Let wel, het is een zbo in privaatrechtelijk vorm in welk geval de Ministeriële verantwoordelijkheid ontbreekt. Zoals Hartmann reeds heeft opgemerkt, wordt "*de handhaving door middel van bestuurlijke boetes (...) verricht door publiekrechtelijke bestuursorganen*": Hartmann geeft aan dat het opleggen van een bestuurlijke boete een besluit is in de zin van de Awb. Vgl. Hartmann, A.R., "*De wettelijke regeling van de bestuurlijke boete naar vorm en inhoud*", in: Doelder, H. de, Meijer, M.E. de en Otto, D., *De bestuurlijke boete in perspectief*, in: SI-EUR-reeks, dl. 20, Gouda Quint, 1999, p. 39 - 62; in het bijzonder p. 41.

⁴⁵⁰ Kamerstukken II, 1997/98, 25 821, 3, p. 2. (MvT)

⁴⁵¹ Zie Kamerstukken I, 1999/00, 25 821, 9, p. 1. (MvA)

Algemene wet bestuursrecht (Awb), staat het volgende omtrent de dwangsom vermeld:

Artikel 5:32

1. *Een bestuursorgaan dat bevoegd is bestuursdwang toe te passen, kan in plaats daarvan aan de overtreder een last onder dwangsom opleggen.*
2. *Een last onder dwangsom strekt ertoe de overtreding ongedaan te maken of verdere overtreding dan wel een herhaling van de overtreding te voorkomen.*
3. *Voor het opleggen van een last onder dwangsom wordt niet gekozen, indien het belang dat het betrokken voorschrift beoogt te beschermen, zich daartegen verzet.*
4. *Het bestuursorgaan stelt de dwangsom vast hetzij op een bedrag ineens, hetzij op een bedrag per tijdseenheid waarin de last niet is uitgevoerd, dan wel per overtreding van de last. Het bestuursorgaan stelt tevens een bedrag vast waarboven geen dwangsom meer wordt verbeurd. Het vastgestelde bedrag staat in redelijke verhouding tot de zwaarte van het geschonden belang en de beoogde werking van de dwangsomoplegging.*
5. *In de beschikking tot oplegging van een last onder dwangsom die strekt tot het ongedaan maken van een overtreding of het voorkomen van verdere overtreding, wordt een termijn gesteld gedurende welke de overtreder de last kan uitvoeren zonder dat een dwangsom wordt verbeurd.*

Op grond van bovenvermeld artikel kan de toezichthouder de overtreders van de effectenwetgeving een last onder dwangsom opleggen. Het doel van een last onder dwangsom is, volgens lid 2, het ongedaan maken van een wetsovertreding en/of het voorkomen van verdere overtredingen. Een voorbeeld hiervan is het weigeren van de ondertoezicht gestelde om mee te werken aan een onderzoek van de toezichthouder. De toezichthouder kan medewerking eisen op straffe van een dwangsom. Bij een bestuurlijke boete⁴⁵² ligt het accent op genoegdoening. Hierdoor, vanwege haar repressieve aard, kan worden gesteld dat de bestuurlijke

⁴⁵² Van Russen Groen plaatst in zijn proefschrift, de bestuurlijke boete onder het bestuursstrafrecht. Volgens hem behoren deze geldboetes, die door het bestuur worden opgelegd, niet geheel tot het strafrecht, maar ook niet helemaal tot het bestuursrecht. Immers, de op te leggen sanctie – het betalen van een geldboete – kan gezien zijn bestraffende karakter, als criminal charge in de zin van artikel 6 EVRM worden beschouwd. Temeer daar de sanctie geen reparatoir karakter heeft, maar juist penalisierend; het heeft een leedtoevoegend karakter. Van Russen beschrijft het bestuursstrafrecht als volgt: "Het van het bestuursrecht en het strafrecht te onderscheiden deel van het recht waarin publiekrechtelijke bestuursorganen, zonder russenkomst van de betrokkene of een onafhankelijke rechter, sancties met een bestraffend karakter kunnen opleggen". Vgl. Van Russen Groen, P.M., "Rechtsbescherming in het bestuursstrafrecht", dissertatie EUR, Gouda Quint, 1998. p. 6, 7, 8 en 311.

boete een strafrechtelijk karakter heeft⁴⁵³. Het ne bis in idem beginsel staat in het algemeen een cumulatie van een bestuurlijke boete en een strafrechtelijke vervolging in de weg⁴⁵⁴. Immers, in Nederland mag men

⁴⁵³ Kamerstukken II, 1997/98, 25 821, 3, p. 5 (MvT). In de zaak Öztürk, EHRM 21 februari 1984, NJ 1988, 937, dat ging om het recht van gratis tolkenbijstand, zoals vervat in artikel 6 lid 3 onder e van het EVRM, werd door de Duitse aanklager gesteld dat de heer Öztürk daar alleen recht op had in geval zijn verkeersovertreding (aanrijding) kon worden aangemerkt als een "criminal offence". Volgens het Duits recht was een verkeersovertreding een administratief delict (Ordnungswidrigkeiten-gesetz) en geen strafrechtelijk feit. De ECRM vond dat het EVRM was geschonden en legde de zaak voor aan het hof. Dit Europees Hof voor de Rechten van de Mens gaf aan dat het er niet toe deed welk "etiket" een lid-staat plakt op een bepaalde gedraging. Het Hof gaf in dit arrest aan dat zij zelf (autonoom) bevoegd is om te bepalen of er wel of geen sprake is van een dergelijk "offence". Hierbij is niet alleen de plaats die de normschending inneemt binnen het rechtssysteem van de lid-staat (is het privaatrecht, straf- of administratief recht?); maar ook de aard van deze overtreding (allereerst: tot wie richt zich de overtreden norm; tot alle burgers of tot een bepaalde groep? Vervolgens wat is het doel van de sanctie? Is het afschrikwekkend en punitief? Draagt de overtreden norm een algemeen karakter en heeft de sanctie een afschrikwekkend en punitief doel, dan kan er gesproken worden van een strafsancie.) Tevens is de zwaarte van de opgelegde sanctie bepalend (Is er de maximale straf opgelegd of gaat het om de daadwerkelijke – oorspronkelijke – straf?) De laatste twee criteria zijn doorslaggevend. Wanneer deze dusdanig (onevenredig) zwaar zijn en een punitief karakter dragen, is er volgens het EHRM sprake van een "criminal charge" of een strafrechtelijke vervolging. In dit laatste geval heeft de betrokkene dan ook recht op de rechtswaarborgen zoals vervat in artikel 6 EVRM. Vgl. de arresten van het EHRM: Öztürk, EHRM 21 februari 1984, NJ 1988, 937; Engel and others, EHRM 8 juni 1976, NJ 1978, 705 waarin vijf Nederlandse dienstplichtige militairen procedeerden tegen de oplegging van tuchtrechtelijke straffen die niet voldeden aan de eisen zoals gesteld in artikel 6 EVRM. Het Hof is tot de conclusie gekomen artikel 6 EVRM wel van toepassing was omdat de gedraging reeds binnen het nationale recht als strafbaar werd aangemerkt maar vooral omdat de zwaarte van de opgelegde straffen hiertoe noopte. Verder Lutz, EHRM 25 augustus 1987, NJ 1988, 938 waarin gelijk Öztürk sprake was van een verkeersovertreding en de Ordnungswidrigkeit een rol speelde. Het EHRM plaatste in dit arrest de aard van de overtreding tegenover de aard en zwaarte van de sanctie en concludeerde dat reeds op grond van de "aard van de overtreding", artikel 6 EVRM toepasselijk bleek te zijn. Viering, M.L.W.M., "*Het toepassingsgebied van artikel 6 EVRM*", dissertatie KUN, W.E.J. Tjeenk Willink i.s.m. NISER, Zwolle, 1994, hfd. 5.

⁴⁵⁴ Daar is voor gekozen. In het algemeen is cumulatie van een bestuurlijke boete en strafrechtelijke vervolging wel mogelijk indien de beide sancties niet gelijktijdig worden opgelegd. Voorwaarde is dan dat er geen specifiek wettelijk verbod is gegeven. Doelder, H. de, Meijer, M.E. de en Otto, D., *De bestuurlijke boete in perspectief*, in: SI-EUR-reeks, a.w., p. 7.

niet tweemaal worden berecht terzake hetzelfde van feit. Deze regel is geformaliseerd in artikel 68 WvSr en terug te vinden in artikel 14 lid 7 van het Internationaal Verdrag inzake Burgerrechten en Politieke rechten (IVBPR)⁴⁵⁵. In de WBS is het ne bis in idem beginsel te vinden in het verbod om een boete op te leggen indien voor dezelfde overtreding reeds een strafvervolgning is ingesteld en het onderzoek ter terechtzitting reeds is aangevangen. Daarnaast mag de toezichthouder op grond van de WBS ook geen boete opleggen indien het recht tot strafvervolgning is vervallen doordat de overtreder aan een transactievoorstel van het Openbaar Ministerie heeft voldaan zoals vermeld in artikel 74 WvSr. Voorts is in de WBS aangegeven dat het recht tot strafvervolgning vervalt wanneer er terzake van dezelfde overtreding reeds een bestuurlijke boete is opgelegd. Het is derhalve aan de toezichthouder om te beslissen welke weg zij in wil slaan: de bestuursrechtelijke of de strafrechtelijke weg⁴⁵⁶. Om te voorkomen dat er teveel onduidelijkheid is omtrent de te kiezen weg, zijn er tussen de toezichthouders en het Openbaar Ministerie afspraken gemaakt. Deze afspraken zijn vastgelegd in het convenant bestuurlijke boete en strafrechtelijke sancties ook wel het "Convenant betreffende de afstemming over de keuze tussen de oplegging van bestuurlijke boeten

⁴⁵⁵ Verdrag van 19 december 1966, Trb. 1969, 99. Dit verdrag dat burger- en politieke rechten beschermt kent, evenals het later te behandelen EVRM, een individueel klachtrecht. Voornoemd klachtrecht dat door Nederland is erkend, vgl. Corstens, G.J.M., *Het Nederlandse Strafprocesrecht*, 2002, vierde druk, Kluwer, Deventer, p. 31 en 762 e.v., geeft slechts individuen de mogelijkheid om te klagen indien, volgens artikel 1 van het facultatief protocol van 19 december 1966, Tr. 1969, 99 (Nederlandse vertaling Trb. 1978, 177), deze personen onder de rechtsmacht vallen van een staat die partij is bij het IVBPR en die tevens voornoemd protocol heeft erkend, en die "beweren het slachtoffer te zijn van schending door die Staat, die partij is, van enig in dat Verdrag genoemd recht". Vgl. ook artikel 2 lid 1 IVBP: "Iedere Staat die partij is bij dit Verdrag verbindt zich de in dit Verdrag erkende rechten te eerbiedigen en deze aan eenieder die binnen zijn grondgebied verblijft en aan zijn rechtsmacht is onderworpen te verzekeren, zonder onderscheid van welke aard ook, zoals ras, huidskleur, geslacht, taal, godsdienst, politieke of andere overtuiging, nationale of maatschappelijke afkomst, welstand, geboorte of enige andere omstandigheid." Let wel: Nederland heeft niet het hele verdrag geratificeerd. In casu is er met betrekking tot bovenstaande verdragsartikel en met betrekking tot artikel 14 IVBPR, waaronder lid 7, geen voorbehoud gemaakt. Vgl. ook Viering, M.L.W.M., *"Het toepassingsgebied van artikel 6 EVRM"*, dissertatie KUN, W.E.J. Tjeenk Willink i.s.m. NISER, Zwolle, 1994. hfd. 3.2.3.

⁴⁵⁶ Volgens de memorie van toelichting wordt binnen de WBS het "una via systeem" toegepast; de keuze voor een eenmaal gekozen weg is bindend. Vgl. Kamerstukken II, 1997/1998, 25 821, 3, p. 6 (MvT)

of strafrechtelijke afdoening bij bepaalde overtredingen van de financiële wetgeving" (convenant). Het convenant bestaat uit 9 artikelen⁴⁵⁷. In artikel 2 van het convenant is aangegeven dat het Openbaar Ministerie de STE en nu haar rechtsopvolger de Autoriteit-FM aan moet geven wanneer het wel of niet tot vervolging zal overgaan⁴⁵⁸.

Artikel 2

Indien en zodra het Openbaar Ministerie bekend is met de feiten, omstandigheden of gedragingen die duiden op een overtreding, informeert het de betreffende toezichthouder daarover met het oog op de afstemming over de wijze van afdoening.

Volgens artikel 3 bestaat er ook aan de kant van de toezichthouder een verplichting om in voorkomende gevallen contact met het Openbaar Ministerie op te nemen. Dit zal het geval zijn indien de toezichthouder besluit om een bestuurlijke boete op te leggen van de hoogste categorie⁴⁵⁹. In alle lagere categorieën, 1 tot en met 4, dient de toezichthouder contact met het Openbaar Ministerie op te nemen, wanneer er sprake is van samenloop met minimaal een afzonderlijke gedraging die uitsluitend via het strafrechtelijk traject afgehandeld kan worden. In een dergelijk

⁴⁵⁷ Convenant bestuurlijke boeten en strafrechtelijke sancties, Stcrt., nr. 4, jrg. 2000. De partijen die dit convenant op 23 december 1999 hebben ondertekend zijn: het OM, de STE, DNB, De Pensioen & Verzekeringskamer (PVK), MvF, en de belastingdienst/ECD.

⁴⁵⁸ De "sfeerovergang", met andere woorden de sfeercummulatie (in casu een bestuurlijke en strafrechtelijke procedure naast elkaar) AFM en OM moet zich nog uitkristalliseren. AFM is bezig een beleid te ontwikkelen maar dat moet nog uitgewerkt worden. De geschiedenis is hard gegaan; in de jaren 80 kwam het controlebureau tot stand dat in eerste instantie aan VvdE gelieerd was en nu geheel onder is gebracht bij de AFM. Van een effectieve samenwerking met het OM is nog geen sprake, denk bijvoorbeeld aan Cor Boonstra. De AFM heeft aangifte van handelen met voorkennis gedaan, maar het OM ging niet over tot vervolging. De samenwerking tussen het OM en de AFM moet worden verrijnd. Zij moeten zich nog op elkaar afstemmen.

⁴⁵⁹ In de wet zijn de op te leggen bestuurlijke boetes afhankelijk van de verschillende tariefnummers (1-5) waarmee de wetsovertredingen corresponderen, het daaraan gekoppeld geldbedrag en de categorieën (I-V) die bepalen of een boete moet worden vermenigvuldigd met factor 1, 2, 3, 4, 5, 6 of 10. Wat tot de hoogste categorie behoort kan per wet verschillen. De WBS heeft aan haar hoogste tariefnummer een bedrag van f 10.000,- gekoppeld (± € 4.537,80). De Wmz'96 kent haar zwaarste overtredingen het tariefnummer 4 toe. De Wtb, Wte'95, Wtk'92, Wtz, Wtn en de Wwk hebben aan hun zwaarste overtredingen het tariefnummer 5 of boetebedragnummer 5 toegekend. De verschillende wetsovertredingen hebben ieder een eigen nummer toegewezen gekregen. De relatief minst

geval zou de toezichthouder door het opleggen van een bestuurlijke boete, het Openbaar Ministerie in de wielen kunnen rijden. Hetzelfde geldt in geval er sprake is van recidive van wetsovertredingen die het boetebedrag nummer 3 of 4 hebben toegewezen gekregen. Tot slot dient de toezichthouder contact met het Openbaar Ministerie op te nemen indien bijzondere omstandigheden daartoe aanleiding geven, zoals de ernst van het feit of de omvang van de schade.

Artikel 3

1. *Indien en zodra de toezichthouder voornemens is terzake een overtreding een bestuurlijke boete op te leggen, waarbij boetebedragnummer 5 van toepassing is, informeert hij het Openbaar Ministerie, in casu het arrondissementsparket Amsterdam, daarover met het oog op de afstemming over de wijze van afdoening.*
2. *Indien en zodra de toezichthouder voornemens is terzake een overtreding een bestuurlijke boete op te leggen, waarbij een boetebedragnummer van 1 tot en met 4 van toepassing is, informeert hij het Openbaar Ministerie, in casu het arrondissementsparket Amsterdam, daarover met het oog op afstemming over de wijze van afdoening:*
 - a *wanneer sprake is van samenloop van een overtreding met een of meer afzonderlijke gedragingen waarvoor uitsluitend strafrechtelijke afdoening open staat;*
 - b *wanneer sprake is van een herhaling van een overtreding (recidive) waarbij en boetebedragnummer van 3 of 4 van toepassing is; of*

erge overtredingen zijn ondergebracht onder het boetebedragnummer 1 en de ergste onder boetebedragnummer 5. Deze nummers verschillen per wet en zijn gekoppeld aan een geldbedrag of een vast tarief dat kan oplopen tot f 192.000,- (± € 87.125,80). Dit is bijvoorbeeld het geval in de Wte'95. In deze wet is nummer 1 gekoppeld aan f 1.000,- (± € 453,78); nummer 2 aan f 2.000,- (± € 907,56); nummer 3 aan een bedrag van f 12.000,- (± € 5.445,36); nummer 4 aan f 48.000,- (± € 21.781,45) en nummer 5 aan f 192.000,- (± € 87.125,80). De Wfbb kent daarentegen weer een andere indeling. In deze wet is de relatief minst erge overtreding, genummerd 1, gekoppeld aan een tarief van f 5.000,- (± € 2.268,90) en zijn de zwaardere overtredingen gekoppeld aan nummer 2 met een bedrag van f 10.000,- (± € 4.537,80). Aan de hand van de tariefnummer, de hieraangekoppelde boetebedragen en de bij het eigen vermogen van de (rechts)persoon bijbehorende categorie, wordt de uiteindelijke te betalen boete vastgesteld. Op grond van de Wte'95 zullen de boetebedragen voor (rechts)personen en vennootschappen met een eigen vermogen (EV) dan wel een privé-vermogen van minimaal f 10.000.000,- (± € 4.537.802,16) vermenigvuldigd worden met factor 5. (Rechts)personen met een EV of privé-vermogen van minder dan f 300.000,- (± € 136.134,06) zullen op grond van voornoemde wet onder worden gebracht bij categorie I, met het gevolg dat het boetebedrag zal worden vermenigvuldigd met factor 1. Vgl. WBS, Stb. nr. 509, 1999. p. 41- 58.

- c. *wanneer naar het oordeel van de toezichthouder sprake is van een overtreding waarbij de specifieke omstandigheden van het geval – beoordeeld in het licht van de ernst van de overtreding, de mate van opzet en verwijtbaarheid, de omvang van de schade en in relatie tot de bescherming van het publiek – aanleiding geven tot het informeren van het Openbaar Ministerie, in casu het arrondissementsparket Amsterdam.*

De hiervoor genoemde aard van de bestuurlijke boete vereist in het licht van de mensenrechtenverdragen een zorgvuldige werkwijze. Immers, de artikelen 6, 7 van het Europees Verdrag tot bescherming van de Rechten van de Mens en de fundamentele vrijheden⁴⁶⁰ (EVRM) en 14 IVBPR verplichten de Nederlandse wetgever om in de wetgeving de rechtswaarborgen op te nemen die voortvloeien uit voornoemde verdragen. Voor zover de bepalingen uit voornoemde en eventuele andere verdragen

⁴⁶⁰ Verdrag van 4 november 1950, Trb. 1951, 154. In dit verdrag is de Universele verklaring van de rechten van mens vervat. Het EVRM is van belang voor zowel het burgerlijke (proces)recht als het strafrechtelijke (proces)recht. Ter handhaving van de (grond)rechten en plichten voortvloeiende uit dit verdrag is er een Europese Commissie voor de Rechten van de Mens (ECRM) en een rechterlijk college, het Europees Hof voor de Rechten van de Mens (EHRM), in het leven geroepen. Dit Hof en het ECRM zetelen in Straatsburg. Zowel de landen die aangesloten zijn bij dit verdrag (Statenklachtrecht) als de burgers uit deze staten (individueel klachtrecht) zijn op grond van de artikelen 33 en 34 EVRM bevoegd om een klacht in te dienen bij de ECRM en vervolgens het EHRM over beweerde schendingen van het verdrag en of de bijbehorende protocollen. Het EHRM kan zelf besluiten dat de wetgeving van een "Hoge verdragsluitende Partij" (lidstaat) in strijd is met het verdrag en derhalve niet rechtsgeldig. Dit is geregeld in de artikelen 19 e.v. van het EVRM. Let wel, het EVRM beperkt de rechten die men nationaalrechtelijk geniet niet. Dat is bepaald in artikel 53 EVRM. Alvorens een burger toegang tot het ECRM of het EHRM kan krijgen, dienen wel alle nationale rechtsmiddelen te zijn uitgeput. Verder mag de klacht niet later dan zes maanden na de datum van de definitieve nationale beslissing bij het ECRM zijn ingediend. Overige voorwaarden voor het kunnen indienen van een klacht, zoals het verbod van anonieme verzoekschriften, zijn te vinden in artikel 35 EVRM. De hiervoor genoemde "aard" van de bestuurlijke boete, zorgt ervoor dat een dergelijke boete met de waarborgen omgeven moet zijn die gelden binnen het straf(proces)recht. Om in het kader van het straf(proces)recht een beroep te kunnen doen op het EVRM - in het bijzonder op de eerder genoemde waarborgen vervat in artikel 6 EVRM-, moet er sprake zijn van een "criminal charge" of een strafrechtelijke vervolging. Hierover later meer. Zie ook Viering, M.L.W.M., "Het toepassingsgebied van artikel 6 EVRM", dissertatie KUN, W.E.J. Tjeenk Willink i.s.m. NISER, Zwolle, 1994.

een ieder verbinden⁴⁶¹, kunnen en mogen de Nederlandse burgers er rechtstreeks een beroep op doen. Het kan zelfs zo zijn dat de burger via de rechter rechten aan dergelijke verdragsbepalingen kan ontleen en deze van de overheid kan afdwingen en zo krijgt het verdrag voorrang boven de nationale wet⁴⁶². Voornoemde verdragen, het EVRM en het IVBPR, verplichten de toezichthouders om onder meer de regels van een eerlijk proces in acht te nemen. Een uitvloeisel hiervan is expliciet terug te vinden in artikel 14 lid 3 onder g van het IVBPR⁴⁶³ en in de jurisprudentie van artikel 6 EVRM⁴⁶⁴.

Artikel 14 IVBPR

3. *Bij het bepalen van de gegrondheid van een tegen hem ingestelde strafvervolgning heeft een ieder, in volle gelijkheid, recht op de volgende minimumgaranties:...*

(g) *niet te worden gedwongen tegen zichzelf te getuigen of een bekentenis af te leggen.*

⁴⁶¹ Artikel 93 van de Grondwet luidt als volgt: "*Bepalingen van verdragen en van besluiten van volkenrechtelijke organisaties, die naar haar inhoud eenieder kunnen verbinden, hebben verbindende kracht nadat zij zijn bekendgemaakt.*".

⁴⁶² Vgl. artikel 94 van de Grondwet: "*Binnen het Koninkrijk geldende wettelijke voorschriften vinden geen toepassing, indien deze toepassing niet verenigbaar is met eenieder verbindende bepalingen van verdragen en van besluiten van volkenrechtelijke organisaties.*".

⁴⁶³ Het verbod om niet tegen zichzelf te hoeven getuigen wordt ook wel het zelfincriminatieverbod genoemd.

⁴⁶⁴ Vgl. bijvoorbeeld het Funke arrest van het EHRM d.d. 25 februari 1993, NJ 1993, 485 en het Saundersarrest, EHRM 17 december 1996, NJ 1997, 699. Meer over laatstgenoemd arrest in paragraaf 2.5.3 "de strafrechtelijke procedure". In het Funkearrest gaat het om een verdachte van belastingfraude. De in Frankrijk wonende Duitser Funke, weigerde in te gaan op de vordering van de Franse douane om bepaalde documenten af te geven omdat die als bewijs tegen hem zouden kunnen worden gebruikt. Funke's weigering resulteerde in een veroordeling tot een geldboete en een dwangsom voor elke dag dat hij te laat was met het verlenen van inzage in de desbetreffende stukken. Het Funke arrest is van belang voor het Nemo Tenetur beginsel, het niet verplicht zijn om mee te werken aan de eigen veroordeling. Dit beginsel is impliciet terug te vinden in artikel 6 lid 1 van het EVRM; namelijk in het recht op een "fair hearing", een eerlijk proces. Alvorens er een beroep op artikel 6 EVRM kan worden gedaan, dient er te worden vastgesteld of er sprake is van een "criminal charge". Hiervoor is het van belang dat er sprake is van een strafrechtelijke vervolging; de criminal charge. Het arrest Funke is vooral van belang voor de vaststelling van het moment waarop de strafrechtelijke vervolging aanbreekt. Immers, de desbetreffende persoon kan geen beroep doen op het EVRM indien er geen sprake is van een vervolging. In dat geval kan de "verdachte" verplicht worden om bewijs tegen zichzelf te leveren. In dit geval zouden de documenten van Funke wel afgegeven mogen worden. Let wel, dat bewijs moet op andere wijze tot stand zijn gekomen dan door zijn eigen verklaring.

Artikel 6 EVRM

Bij het vaststellen van zijn burgerlijke rechten en verplichtingen of bij het bepalen van de gegrondheid van een tegen hem ingestelde vervolging heeft een ieder recht op een eerlijke en openbare behandeling van zijn zaak, binnen een redelijke termijn, door een onafhankelijk en onpartijdig gerecht dat bij de wet is ingesteld. (...)

En tot slot artikel 7 EVRM. Uit dit artikel, in samenhang met artikel 6 EVRM, vloeien straf(proces)rechtelijke waarborgen voort die toepasselijk zijn bij boeteopleggingen welke beschouwd kunnen worden als punitieve sancties zoals bedoeld in artikel 6 EVRM⁴⁶⁵.

Artikel 7 EVRM

1. *Niemand mag worden veroordeeld wegens een handelen of nalaten, dat geen strafbaar feit naar nationaal of internationaal recht uitmaakte ten tijde dat het handelen of nalaten geschiedde. Evenmin mag een zwaardere straf worden opgelegd dan die, die ten tijde van het begaan van het strafbare feit van toepassing was.*
2. (...)

Op grond van deze artikelen zijn de toezichthouders verplicht om in het kader van toezichtshandelingen die kunnen leiden tot het opleggen van een bestuurlijke boete, de cautie te geven vanaf het moment van een "criminal charge"; het moment waarop voor de overtreder duidelijk is

Met andere woorden, materiaal waarvan het bestaan niet-afhankelijk is van de wil van de verdachte. Voor Funke was het dus zaak dat er sprake was van een criminal charge. Het EHRM heeft dat laatste dan ook vastgesteld. Volgens het Hof werd er in de zaak Funke "inbreuk (...) gemaakt op de onschuldpresumptie indien over iemands schuld in een tegen hem gewezen vonnis een oordeel wordt gegeven" *"without his having the opportunity of exercising his rights of defense"*. Volgens het Hof had Funke weinig keuze. De Franse douane had via de rechtbank een drukmiddel toegepast om bewijsmateriaal tegen Funke in handen te krijgen. Dit werd door het Hof ontoelaatbaar geacht. "The Court notes that the customs secured Mr Funke's conviction in order to obtain certain documents which they believed must exist, although they were not certain of the fact. Being unable or unwilling to procure them by some other means, they attempted to compel the applicant himself to provide the evidence of offences he had allegedly committed. The special features of customs law (...) cannot justify such an infringement of the right of anyone 'charged with a criminal offence' within the autonomous meaning of this expression in Art. 6, to remain silent and not to contribute to incriminate himself. This has accordingly been a breach of Art. 6 § 1." In het Saundersarrest verschafte het EHRM meer duidelijkheid over de ratio en de reikwijdte van het Nemo Tenetur beginsel. Zie paragraaf 2.5.3.

⁴⁶⁵ Meer hierover in de dissertatie van Karianne Albers hoofdstuk 3, in het bijzonder p. 84. Albers, C.L.G.F.H., "Rechtsbescherming bij bestuurlijke boeten; balanceren op een magische lijn?", dissertatie UM, Sdu Uitgevers B.V., Den Haag, 2002, p. 84.

dat hem een boete zal worden opgelegd. Immers, in geval van strafvervolgning of een sanctie die gezien de aard en zwaarte gelijk kan worden gesteld aan een strafsanctie, heeft men recht op berechting door een rechter in een "fair trial". Dat wil niet zeggen dat de bestuursrechtelijke instantie geen boete met een strafrechtelijke aard mag opleggen. Het kan, als de regels van voornoemde verdragsartikelen in acht worden genomen. Het EVRM stelt als eis dat men ergens in het gehele proces toegang moet krijgen tot een rechter en een rechterlijke procedure⁴⁶⁶. Deze procedure moet voldoen aan de eisen zoals gesteld in het EVRM. Daarnaast bepaalt het IVBPR het volgende:

Artikel 14 IVBPR

5. *Een ieder die wegens een strafbaar feit is veroordeeld heeft het recht de schuldigverklaring en veroordeling opnieuw te doen beoordelen door een hoger rechtscollege overeenkomstig de wet.*

De wetgever was zich ervan bewust dat de oplegging van een boete door een bestuursrechtelijke instantie zonder de mogelijkheid van een rechterlijke beoordeling een schending van voornoemd verdrag zou inhouden. Daarom heeft hij met de invoering van de WBS de bestaande rechtsgang in financiële zaken herzien. Met ingang van 1 januari 2000 is in eerste aanleg, na eerst een bezwaarschriftprocedure te hebben doorlopen, de rechtbank Rotterdam aangewezen als centrale administratieve rechter voor financiële wetten en in hoger beroep het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB)⁴⁶⁷. Omdat de cautieplicht en het zwijgrecht alleen van toepassing zijn bij de bestuurlijke boete, hoeft dit niet bij de oplegging van een last onder dwangsom te geschieden. Uit de herstellende

⁴⁶⁶ Corstens geeft in zijn afscheidsrede aan dat het bestuursrecht in beginsel niet is ingesteld op bestraffing. Hij meent dat de bestuursrechter in geval van een op te leggen bestuursboete de artikelen 6 EVRM en 14 IVBPR moet respecteren. Verder stelt Corstens dat "*Een stelsel van bestuursboeten (...) dusdanig moeten zijn ingericht dat het gemakkelijk hanteerbaar is, voldoende waarborgen voor onpartijdigheid biedt en de burger niet echt van de rechter afhoudt*". Corstens waarschuwt onder meer voor het teveel overhevelen van gedragingen uit het strafrecht; het decriminaliseren, waardoor de positie van het strafrecht – het klassieke strafrecht als zodanig – van karakter verandert en het gevaar van verharding op de loer ligt. Hij pleit voor een "punitief sanctierecht" let wel dat is geen bestuursstrafrecht. Binnen het punitief sanctierecht zouden de punitieve sancties die binnen de verschillende rechtsgebieden worden toegepast, onder kunnen worden gebracht. Vgl. Corstens, G.J.M., *Een stille revolutie in het strafrecht; afscheidsrede Katholieke Universiteit Nijmegen*, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1995, p. 26 - 29 en 31 - 38.

⁴⁶⁷ Kamerstukken II, 1997/98, 25 821, 3, p. 11. (MvT)

aard⁴⁶⁸ van de dwangsom⁴⁶⁹ vloeit voort dat het EVRM en het IVBPR niet van toepassing zijn op de procedure die daaraan vooraf gaat⁴⁷⁰. Bij de oplegging van een last onder dwangsom kunnen de toezichthouders hun gedragingen slechts baseren op de controlerende bevoegdheden die voortvloeien uit de verschillende effectenwetten. In dat geval kunnen de toezichthouders de onder toezicht gestelde (rechts)personen om informatie verzoeken en dienen laatstgenoemden deze te verstrekken. Een voorbeeld hiervan is het op grond van haar controlebevoegdheden gebaseerd verzoek van de Autoriteit-FM om inzage in boeken. Indien de ondertoezichtgestelde weigert om aan dit verzoek te voldoen en derhalve een overtreding begaat, kan de Autoriteit-FM een last onder dwangsom opleggen. Immers, hiermee tracht zij de overtreding ongedaan te maken; de Autoriteit-FM verlangt inzage in bepaalde boeken om zo te kunnen

⁴⁶⁸ In de zin van de Commissie Scheltema. Vgl. de algemene inleiding.

⁴⁶⁹ In haar promotieonderzoek heeft Karianne Albers de "herstellende" aard van de dwangsom kritisch bestudeerd en meent zij dat deze niet altijd een "herstellend" karakter hoeft te hebben. Volgens haar is het verdedigbaar dat het verbeuren van een last onder dwangsom punitief kan zijn. Vgl. Albers, C.L.G.F.H., "Rechtsbescherming bij bestuurlijke boeten; balanceren op een magische lijn?", dissertatie UM, Sdu Uitgevers B.V., Den Haag, 2002.

⁴⁷⁰ Ook al geldt hier de bescherming van het EVRM of het IVBPR niet, de toezichthouder blijft – zeker daar waar het beschikkingen betreft – gebonden aan rechtsnormen zoals neergelegd in de Awb en de nog niet gecodificeerde algemene beginselen van behoorlijk bestuur. Enkele algemene beginselen van behoorlijk bestuur zijn:

1. het materiële zorgvuldigheidsbeginsel (de overheid moet de voor de burger minst onaangename oplossing kiezen);
2. het verbod van detournement de pouvoir (de overheid mag de toegekende bevoegdheid slechts aanwenden voor het door de wetgever beoogd doel);
3. het gelijkheidsbeginsel (de overheid dient gelijke gevallen gelijk te behandelen);
4. het evenredigheidsbeginsel (de door de overheid opgelegde sanctie dient niet onevenredig te zijn aan de overtreden regel);
5. het vertrouwensbeginsel (de overheid houdt zich niet aan de door haar beleid gewekte verwachtingen);

Zoals Van Wijk en Konijnenbelt het stellen: "*De algemene beginselen van behoorlijk bestuur bevatten normen waaraan het bestuurshandelen altijd moet voldoen, ook als de wettelijke regels beleidsruimte laten; dat is de aanvullende werking van de beginselen*". Wijk, H.D. van en Konijnenbelt, W., *Hoofdstukken van administratief recht*, 1991, 7^{de} druk, 2^{de} oplage, Lemma B.V., Utrecht, p. 69 e.v. en p. 131, Wijk, H.D. van, Konijnenbelt en Van Male, *Hoofdstukken van bestuursrecht*, 11^{de} druk, Den Haag, 1999. Zie ook Stroink, F.A.M en Steenbeek, J.G., "*Inleiding in het staats- en administratief recht*", 1989, 3^{de} druk, Samsom H.D. Tjeenk Willink, Alphen aan den Rijn, p. 66 - 69 en p. 115.

voldoen aan haar controlerende taken⁴⁷¹. Bij de bestuurlijke boete zou het voorafgaande niet van toepassing zijn. De oplegging van dit specifieke bestuursrechtelijk handavingsinstrument heeft een vergeldend karakter, hetgeen zorgt voor de koppeling met de hiervoor genoemde wetten en verdragen. Dat betekent onder meer dat de Autoriteit-FM de desbetreffende persoon dient te wijzen op zijn zwijgrecht alvorens zij om informatie kan verzoeken. In dit geval is het van belang dat de toezichthouders, die nu tevens bevoegd zijn om naast de uitvoering van het toezicht ook sancties op te leggen, binnen hun organisatie een functiescheiding creëren. Met name de Eerste Kamer der Staten Generaal heeft dit benadrukt en is van mening dat:

*"de toezichthouders ervoor moeten zorgen dat niet dezelfde personen bij de uitoefening van toezichttaken een overtreding constateren en vervolgens zijn belast met het opleggen van dwangsommen en bestuurlijke boeten"*⁴⁷².

De STE en DNB zouden op grond van het voorafgaande een dergelijke functiescheiding in het leven moeten roepen omdat zij mogelijk door een rechter, die zich over oplegging van een bestuurlijke boete kan buigen, hierop gewezen zouden kunnen worden. Dit zou dan in het uiterste geval kunnen leiden tot een vernietiging van de opgelegde bestuurlijke boete. De STE en nu de Autoriteit-FM dient naast de speciale afdelingen die belast zijn met het toezicht, aparte secties in het leven te roepen die moeten beoordelen of er al dan niet gesanctioneerd dient te worden. De wetgever heeft een dergelijke scheiding in ieder geval voorzien en in verschillende voorschriften aansporingen hiertoe gegeven. Een voorbeeld is te vinden in de wettekst van artikel 48l Wte'95⁴⁷³.

Artikel 48l Wte'95

De werkzaamheden in verband met het opleggen van een dwangsom of van een boete worden verricht door personen die niet betrokken zijn geweest bij het vaststellen van de overtreding en het daaraan voorafgaande onderzoek.

⁴⁷¹ Een ander voorbeeld van een herstellende ofwel een reparatoire sanctie is het verwijderen van een illegaal bouwwerk. In dat geval is het handelen van de desbetreffende toezichthoudende bestuursorgaan gericht op het herstellen van de overtreden norm. Ofwel zoals K. Alberts stelt: *"De onrechtmatige situatie moet op last van het bestuur worden hersteld in een rechtmatige situatie"*. Vgl. Albers, K., *"'Etikettenschwindel' in het administratieve sanctierecht"*, NJB, jrg. 76, 2001. nr. 25.

⁴⁷² Kamerstukken I, 1999/00, 25821, nr. 9, p. 3-4. (MvA)

⁴⁷³ Zie ook de artikelen 33l Wtb; 90l Wtk'92; 23k Wwk en 13k Wmz.

Dat de STE en nu ook de Autoriteit-FM gepoogd heeft zich aan bovengenoemde functiescheiding te houden blijkt uit het feit dat zij de sector Juridische Zaken, die verantwoordelijk is voor het afhandelen van beroeps- en bezwaarschriften, de taak heeft gegeven om zorg te dragen voor de uitvoering van op te leggen boetes en dwangsommen. Dit geschiedt via een speciaal hiervoor gecreëerde functie: de boetefunctionaris⁴⁷⁴. Of hiermee ook daadwerkelijk (een schijn van) partijdigheid kan worden voorkomen, zal in hoofdstuk 4 worden besproken.

Kortom, in de bestuursrechtelijke procedure kan de Autoriteit-FM een openbare kennisgeving uitvaardigen, aanwijzingen aan de onder toezicht gestelde (rechts)personen geven, vergunningen dan wel verklaringen van geen bezwaar beperken of aan voorschriften onderwerpen, een last onder dwangsom opleggen, de overtreder verplichten tot het betalen van een bestuurlijke boete, de verleende vergunning intrekken of op grond van artikel 28 lid 6 Wte'95 een stille curator instellen. DNB heeft, in beginsel, de beschikking over gelijksoortige handhavingsinstrumenten⁴⁷⁵. Dat wil zeggen dat de door de Autoriteit-FM afgegeven verklaring van geen bezwaar niet bij DNB voorkomt. DNB geeft wel verklaringen af aan ICBE's dat zij voldoen aan de ICBE richtlijnen. Met deze verklaringen kunnen de desbetreffende beleggingsinstellingen ook actief zijn in andere EG lidstaten⁴⁷⁶.

Naast de bestuursrechtelijke procedure kan een overtreder van de effectenwetgeving ook met een civielrechtelijke procedure worden geconfronteerd. Hoe dat kan en wat dit inhoudt zal in de volgende paragraaf worden besproken.

2.5.2 *De civielrechtelijke procedure*

In de Nederlandse effectenregelgeving heeft onze wetgever zich voornamelijk gericht op sancties die voortvloeien uit de bestuursrechtelijke en/of strafrechtelijke procedure. Over eventuele middelen

⁴⁷⁴ STE, jaarverslag 2000, Amstelveen, maart 2001, p. 13.

⁴⁷⁵ Vgl. voor het geven van aanwijzingen en aanzeggingen, de artikelen 21 en 22 lid 1 Wtb; voor het intrekken dan wel verbinden van voorschriften aan vergunningen, de artikelen 15 en 30 Wtb. De wijziging in toezichtstructuur en de hieraan inherente overdracht van bevoegdheden aan de Autoriteit-FM zullen hoogstwaarschijnlijk ook op dit vlak gevolgen voor de bevoegdheden van DNB hebben.

⁴⁷⁶ Vgl. artikel 13 Wtb.

die voortvloeien uit een civielrechtelijke procedure, de civielrechtelijke "sancties", heeft de overheid zich bewust dan wel onbewust zuinig uitgelaten. Naar alle waarschijnlijkheid is dat een weloverwogen keuze geweest, beïnvloed door de aard van een civiele procedure. De ordenende houding van onze wetgever komt vooral tot uiting in procedures waar de burger zich, al dan niet in de hoedanigheid van belegger, ten opzichte van de "sterkere, beter geïnformeerde" (overheids)partij in een zwakkere positie bevindt en daardoor (wettelijke) bescherming behoeft. Zowel de bestuursrechtelijke als de straf(proces)rechtelijke wetsbepalingen zijn beide een goed voorbeeld van ordenend overheidsoptreden. Om de (grond)rechten van de burger te waarborgen, worden de overheid en eventuele andere partijen aan regels gebonden. Een voorbeeld hiervan is de in paragraaf 2.5.1 genoemde cautieplicht. Het civiele recht kent in beginsel gelijke (burger)partijen waardoor het niet in aanmerking komt voor beschermend overheidsoptreden.

Binnen de effectenwet- en overige regelgeving is de wetgever terughoudend geweest met het opnemen van civielrechtelijke middelen. In tegenstelling tot het bestuursrecht en het strafrecht, hebben de toezichthouders weinig civielrechtelijke middelen tot hun beschikking. Wanneer wij de toezichthouders gaan vergelijken met de gedupeerde beleggers/aandeelhouders, kunnen de eerstgenoemde instellingen hun toevlucht niet nemen tot het instellen van een onrechtmatige daadactie. Dit zou waarschijnlijk wel mogelijk zijn indien de toezichthouders zouden kunnen aantonen dat *zij* schade hebben geleden door het onrechtmatig handelen van de beleggingsinstelling of van de effectenhandelaar en dat er een causaal verband zou bestaan tussen de schade en de gewraakte gedraging. Let wel, daarnaast dient er ook nog rekening te worden gehouden met het relativiteitsbeginsel. Dit beginsel kan roet in het eten gooien. Het is niet ondenkbaar dat de overtreden norm niet strekt tot bescherming van de belangen van de toezichthouders⁴⁷⁷. Zoals we hieronder zullen zien, strekken de bepalingen uit de effectenwetgeving voornamelijk ter bescherming van de belangen van de beleggers en trachten zij door middel van regulering een betrouwbare en zo transparant mogelijke effectenhandel te creëren. Weliswaar lijkt het mij niet mogelijk om een directe link te leggen tussen de taken van de toezichthouders en de doelstellingen van de effectenwetgeving. Wel zou het een uitkomst

⁴⁷⁷ Vgl. artikel 6:162 jo 163 BW.

voor de toezichthouders zijn wanneer het relativiteitsbeginsel dusdanig zou kunnen worden "opgerekt" dat de belangen van de beleggers (in-)direct onder de belangen van de toezichthouders kunnen worden gebracht. Of dit reël is en de toezichthouders daardoor, bij het overtreden van de effectenregelgeving, een beroep op 6:162 BW kunnen doen lijkt mij erg ver gezocht. Daarom zullen we hieronder alleen de civiel-rechtelijke mogelijkheden voor gedupeerde beleggers bekijken. De Autoriteit-FM en DNB worden hierdoor tijdelijk op de achtergrond geplaatst.

Aldus is reeds aangegeven dat de wetgever terughoudend was in het vaststellen van civielrechtelijke middelen bij overtredingen van de effectenregelgeving. Slechts in de Wmz'96 en in de Wtb heeft hij expliciet verwezen naar dergelijke "sancties". De Wte'95 kent als enige civiel-rechtelijk middel, de onrechtmatige daadactie. Voornoemde middelen die toegepast kunnen worden bij overtredingen van de effectenwetten, zijn onder te verdelen in maatregelen die door de rechtbank kunnen worden opgelegd en in de onrechtmatige daadactie zoals genoemd in artikel 6:162 BW. Allereerst zullen de maatregelen genomen via de rechtbank aan bod komen, daarna de onrechtmatige daad.

Maatregelen bij de rechtbank

In zowel de Wmz'96 als in de Wtb heeft de wetgever bepalingen opgenomen die het de (gedupeerde) belegger, vennootschap en/of andere belanghebbenden⁴⁷⁸ mogelijk maken om, buiten het strafrecht of het bestuursrecht om, juridische stappen te ondernemen tegen de beleggingsinstelling, de beleggingsmaatschappij, het beleggingsfonds en/of de bewaarder. Op grond van artikel 9 Wmz'96 en artikel 2:15 BW kunnen bepaalde aandeelhouders, de vennootschap⁴⁷⁹ en belanghebbenden, bij de rechtbank⁴⁸⁰ maatregelen tegen de desbetreffende vennootschap

⁴⁷⁸ Wellicht kunnen ook de toezichthouders, voorheen de STE, nu de Autoriteit-FM en indien van toepassing DNB, als belanghebbende instellingen maatregelen bij de rechtbank vorderen.

⁴⁷⁹ Artikel 9 lid 2: Tot het instellen van een vordering zijn bevoegd:
a een of meer houders van aandelen in het kapitaal van de vennootschap die alleen of gezamenlijk ten minste een twintigste gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen;
b. de vennootschap.

⁴⁸⁰ De arrondissementsrechtbank in de vestigingsplaats van de desbetreffende vennootschap. Vgl. art. 9 lid 1 Wmz'96.

vorderen⁴⁸¹. Deze maatregelen kunnen op grond van artikel 2:15 lid 3 onder b BW daarnaast ook tegen een ander, een door de president van de rechtbank aangewezen persoon, worden ingesteld. Alvorens de maatregelen kunnen worden opgelegd, dient vastgesteld te worden dat de betrokken vennootschap zich niet aan de reeds bekende meldplicht van de Wmz'96 heeft gehouden⁴⁸². Wanneer dit het geval is en de vennootschap het passeren van een drempel niet heeft gemeld, kan dit volgens lid 4 van voornoemd artikel leiden tot:

- een veroordeling tot het melden overeenkomstig de meldingsplicht;
- de schorsing van de uitoefening van het stemrecht van (alle⁴⁸³) aandelen voor de duur van max. 3 jaar;
- de schorsing van een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders (ava) totdat over de vernietiging van een besluit van de ava door de rechter onherroepelijk is beslist;
- de vernietiging van een besluit van de ava voor zover kan worden aangetoond dat het besluit niet zou zijn genomen wanneer de stemmen van de meldingsplichtige niet zouden zijn uitgeoefend;
- het gerechtelijke bevel aan de meldingsplichtige om voor de duur van maximaal 5 jaren geen beschikking over aandelen in het kapitaal van de vennootschap te mogen verkrijgen of het verbod om beschikking over stemmen te mogen verkrijgen die op het geplaatste kapitaal van die vennootschap kunnen worden uitgebracht.

De civielrechtelijke middelen die voortvloeien uit de Wtb kunnen door de rechter worden opgelegd wanneer blijkt dat de beleggingsinstelling of het beleggingsfonds niet heeft voldaan aan de wettelijke verplichting om onder meer informatie te verstrekken. De informatie dient op grond van artikel 5 lid 1 onder d Wtb te worden verstrekt. Onderstaand artikel

⁴⁸¹ Vgl. artikel 9 Wmz'96 jo 2:15 lid 3 sub a BW. Artikel 2:15 lid 3 luidt als volgt: Vernietiging geschiedt door een uitspraak van de rechtbank van de woonplaats van de rechtspersoon:

- a. op een vordering tegen de rechtspersoon van iemand die een redelijk belang heeft bij de naleving van de verplichting die niet is nagekomen, of
- b. op vordering van de rechtspersoon zelf, ingesteld krachtens bestuursbesluit tegen degene die door de president der rechtbank is aangewezen op een daartoe gedaan verzoek van de rechtspersoon; in dat geval worden de kosten van het geding door de rechtspersoon gedragen.

⁴⁸² Vgl. paragraaf 2.3.1.

⁴⁸³ Vgl. Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994", Kluwer B.V., Deventer, 1996, p. 39.

5 Wtb verplicht iedere vergunninghouder om aan DNB⁴⁸⁴, de deelnemers in de beleggingsinstelling en aan het publiek informatie te verstrekken.

Artikel 5 Wtb

Onze Minister verleent een beleggingsinstelling, op verzoek en met inachtneming van artikel 6, een vergunning indien de aanvrager aantoont dat de beleggingsinstelling en de bewaarder, indien aan de beleggingsinstelling verbonden, voldoet aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen eisen met betrekking tot:

- a. deskundigheid en betrouwbaarheid;*
- b. financiële waarborgen;*
- c. bedrijfsvoering; en*
- d. aan de deelnemers in de beleggingsinstelling en aan het publiek te verstrekken informatie.*

Naast artikel 5 voorziet de Wtb ook via artikel 11 in civielrechtelijke mogelijkheden. Laatstgenoemd artikel bepaalt dat Nederlandse ICBE's niet bevoegd zijn om hun statuten of reglementen zodanig te wijzigen dat zij geen ICBE's meer zijn. Lid 2 van dit artikel j° 2:14 BW bepaalt dat een verboden wijziging van statuten of reglementen nietig is en dat het OM de rechter mag verzoeken om een bewindvoerder te benoemen die de gevolgen van de nietige handeling ongedaan kan maken⁴⁸⁵. Voorts kent de Wtb ook de ontbinding van de rechtspersoon als civielrechtelijke "sanctie". Wanneer een beleggingsinstelling zich niet aan de vergunnings-eisen heeft gehouden, kan DNB op grond van artikel 15 j° 29 lid 4 Wtb besluiten om de verleende vergunning in te trekken. Indien de intrekking van de vergunning is geschied bij een beleggingsmaatschappij, kan DNB op grond van artikel 16 lid 2 j° 33 Wtb de rechtbank verzoeken om over te gaan tot ontbinding van de desbetreffende rechtspersoon⁴⁸⁶. In geval het een beleggingsfonds betreft, is ontbinding niet mogelijk omdat we

⁴⁸⁴ Artikel 29 lid 4 Wtb delegeert de taken en bevoegdheden van de Minister aan DNB: "Indien bij algemene maatregel van bestuur taken en bevoegdheden als bedoeld in het eerste lid zijn overgedragen aan De Nederlandsche Bank N.V., is de Bank bevoegd deze taken uit te voeren en deze bevoegdheden uit te oefenen."

⁴⁸⁵ Vgl. Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994", t.a.p. noot 483, 25-28.

⁴⁸⁶ Vgl. de artikelen 2:19¹ onder f en 2:19⁵ BW. Zie Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994", t.a.p. noot 483, p. 25.

niet met een rechtspersoon te maken hebben. De rechter kan in dat geval besluiten dat het vermogen van het desbetreffende fonds, binnen een door hem te bepalen termijn, moet worden vereffend⁴⁸⁷.

De Wte'95 kent, in tegenstelling tot de Wtb en de Wmz, geen bepalingen met civielrechtelijke middelen welke door de rechter kunnen worden opgelegd. Op grond van de Wte'95 kunnen (gedupeerde) aandeelhouders wel een onrechtmatige daadactie instellen.

Onrechtmatige daad

Wanneer beleggingsinstellingen of de hieraan verbonden tussenpersonen buiten een besloten kring effecten aanbieden, en dat aanbod achteraf in strijd met de wet blijkt te zijn geschied, kunnen beleggers op grond van de artikelen 3 lid 1 Wte'95 jo 3:40 lid 2 jo 6:162 BW, een onrechtmatige daadactie entameren. De reden hiervoor is gelegen in de strijdigheid van het aanbod met de wet⁴⁸⁸. Omdat artikel 3 lid 1 Wte'95 strekt tot de bescherming van slechts 1 partij bij een meerzijdige rechtshandeling, te weten de beleggers en spaarders, is vernietigbaarheid volgens het tweede lid van artikel 3:40 BW de juiste sanctie⁴⁸⁹. Naast voornoemd artikel uit de Wte'95, kan ook het niet naleven van artikel 7 lid 1 Wte'95, het zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland aanbieden of verrichten van diensten, tot een civiele "sanctie" leiden. Een overtreding van artikel 3 lid 1 en/of artikel 7 lid 1 is niet alleen een economisch delict⁴⁹⁰, maar kan ook civielrechtelijke gevolgen hebben. Te denken valt aan het nietig verklaren van de bemiddelingsovereenkomst met de effectenbemiddelaar of het vernietigen van voornoemde overeenkomst op grond van artikel 3:40 BW⁴⁹¹,

⁴⁸⁷ Zie artikel 16 lid 3 jo 33 Wtb.

⁴⁸⁸ Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "*Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994*", t.a.p. noot 483, p. 11.

⁴⁸⁹ Vgl. Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "*Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994*", t.a.p. noot 483, p. 9.

⁴⁹⁰ Op grond van artikel 49 Wte'95 jo 1 sub 1 WED zijn overtredingen van beide artikelen economische delicten.

⁴⁹¹ 1. "Een rechtshandeling die door inhoud of strekking in strijd is met de goede zeden of de openbare orde, is nietig.
2. Strijd met een dwingende wetsbepaling leidt tot nietigheid van de rechtshandeling, doch, indien de bepaling uitsluitend strekt ter bescherming van een der partijen bij een meerzijdige rechtshandeling, slechts tot vernietigbaarheid, een en ander voor zover niet uit de strekking van de bepaling anders voortvloeit"

maar hierover verschillen de meningen. Volgens critici zou in beginsel de nietigheid van de bemiddelingsovereenkomst ingeroepen kunnen worden, maar omdat artikel 7 Wte'95 strekt tot bescherming van slechts 1 partij bij een meerzijdige rechtshandeling, te weten de belegger, menen zij dat vernietigbaarheid het juiste middel is⁴⁹². Anderen menen dat de bemiddelingsovereenkomst niet (ver)nietig(baar) is, maar geldig⁴⁹³. In geval de nietigheid of vernietigbaarheid van de bemiddelingsovereenkomst heeft geleid tot aanwijsbare schade bij de belegger, wat niet ondenkbaar is, kan deze een onrechtmatige daadactie instellen en schadevergoeding vorderen.

Naast de Wte'95, kan ook de Wmz'96 een basis bieden voor een vordering tot schadevergoeding naar aanleiding van een onrechtmatige daad jegens gedupeerde. In geval de meldingsplichtige heeft verzuimd om de

⁴⁹² Vgl. Franken, A., *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving – recente ontwikkelingen in: Vennootschap & Onderneming*, 1999, afl. 5, mei, p. 57.

⁴⁹³ Van der Grinten spreekt over twee soorten overeenkomsten:

- a. de bemiddelingsovereenkomst tussen de bemiddelaar in effecten (X) en de cliënt (Y) en
- b. de overeenkomst tussen cliënt X en de (ver)koper van effecten (Z), tot stand gekomen door de eerdere bemiddelingsovereenkomst (X-Y).

Volgens Van der Grinten zijn de overeenkomsten onder de punt a en b geldig en hiermee spreekt hij de president van de Rechtbank Amsterdam tegen (President Rechtbank Amsterdam, 2 maart 1995, KG 1995, nr. 204). Laatstgenoemde heeft bepaald dat de overeenkomst onder a vernietigbaar is. In casu vroeg eiser om restitutie van zijn inleggeld, dat hij had gestort om onder meer gedaagde American Futures & Options GmbH overeenkomstig een bemiddelings-contract, termijntransacties op naam en voor rekening van eiser te laten verrichten. Hiervoor zou American per afgesloten contract commissie ontvangen. Nadat eiser zich aan zijn deel van de bemiddelingsovereenkomst had gehouden, te weten het voldoen van inleggeld, is gebleken dat de bemiddelaar in effecten niet over de wettelijk vereiste vergunning van 6 Wte'92 (nu 7 Wte'95) beschikte. En dat de STE openlijk verklaarde niet met het bedrijf "in zee te gaan". De president van de rechtbank heeft het volgende bepaald: "...de overeenkomst op grond van het bepaalde in art. 3:40 lid 2 BW vernietigbaar is; artikel 6 Wte strekt immers ter bescherming van een der partijen bij een meerzijdige rechtshandeling, terwijl uit de strekking van de bepaling niet anders voortvloeit. Het beroep op vernietigbaarheid wordt dus aanvaard..." Zie Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994", t.a.p. noot 483, p. 15 - 18 en Franken, A., *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving – recente ontwikkelingen in: Vennootschap & Onderneming*, 1999, afl. 5, mei, p. 57.

overschrijding van een bandbreedte te melden zou dat, op grond van artikel 2 Wmz'96 j° 6:162 BW, via een onrechtmatige daadactie tot een schadevergoeding voor de gedupeerde (belegger) kunnen leiden. Een voorbeeld van Perrick is de schade van een belegger die door een aan- of verkoop van aandelen is ontstaan omdat de meldingsplichtige niet heeft aangegeven een bepaalde hoeveelheid aandelen te hebben ge- of verkocht. Dit zal zeker het geval zijn indien de belegger aan kan tonen dat hij de desbetreffende aandelen niet zou hebben ver- of gekocht indien de meldingsplichtige zijn meldplicht onmiddellijk zou zijn nagekomen en de belegger over deze extra informatie had kunnen beschikken. Hetzelfde geldt voor een gedupeerde vennootschap. Ook in dat geval kan volgens Perrick schade ontstaan door het niet nakomen van de meldingsplicht. Het kan namelijk zijn dat de vennootschap kosten heeft gemaakt om, na het ontstaan van de meldingsplicht, fusieonderhandelingen voort te zetten terwijl dat misschien niet nodig zou zijn geweest omdat er meer aandelen dan wel stemrechten zouden zijn verkregen⁴⁹⁴.

Naast de Wte'95 kent ook de Wtb een informatieplicht. Dit suggereert dat ook de Wtb een grond voor schadevergoeding uit onrechtmatige daad kan zijn. Vanzelfsprekend betreft het beleggingsinstellingen. In een dergelijk geval zal de vordering gebaseerd moeten worden op artikel 5 Wtb J° 6:162 BW. Artikel 5 Wtb verplicht iedere vergunninghouder aan DNB, de deelnemers in de beleggingsinstelling, en het publiek informatie verstrekken. Wanneer het verzuimen van voormelde plicht tot schade heeft geleid bij de deelnemers en/of andere belanghebbenden, kan de beleggingsinstelling verplicht worden de geleden schade te vergoeden⁴⁹⁵.

In regstelling tot de enkele hiervoor genoemde civiele "sancties" dan wel middelen of handhavingsmogelijkheden, kunnen er bij overtredingen van de effecten wet en regelgeving verschillende strafrechtelijke sancties worden opgelegd. Welke dat zijn zullen we in de volgende paragraaf bespreken.

⁴⁹⁴ Zie Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994", t.a.p. noot 483, 1996, p. 53.

⁴⁹⁵ Van der Grinten en Kortmann in: Van der Grinten, W.C.L., Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., "Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994", t.a.p. noot 483, p. 28-29.

2.5.3 *De strafrechtelijke procedure*

De tot nu toe besproken toezichtprocedures zouden in beginsel beide door de Autoriteit-FM kunnen worden geëntameerd. Bij het instellen van een strafrechtelijke procedure heeft de Autoriteit-FM minder invloed omdat zij niet de bevoegdheid heeft om tot vervolging over te gaan. De Autoriteit-FM is hiervoor aangewezen op het Openbaar Ministerie. Eerstgenoemde kan alleen aangifte doen bij het Openbaar Ministerie waarna deze kan besluiten om de desbetreffende zaak nader de onderzoeken en eventueel te vervolgen. Naast aangifte van de Autoriteit-FM, kan het Openbaar Ministerie ook zelfstandig overgaan tot het instellen van een strafrechtelijk onderzoek bijvoorbeeld naar aanleiding van klachten of berichten in de media. Het kan namelijk voorkomen dat krantenkoppen de aandacht van het Openbaar Ministerie trekken, maar het Openbaar Ministerie maakt in beginsel geen actief gebruik van de openbare bronnen. Een andere mogelijkheid om een strafrechtelijk onderzoek te entameren is via de aangifte van gedupeerden. Mocht bijvoorbeeld een belegger menen dat hij of zij is benadeeld door onder meer frauduleus handelen, kan er aangifte bij het Openbaar Ministerie worden gedaan. Wat er na een aangifte kan gebeuren zal in deze derde en laatste procedure worden besproken.

Het Functioneel Openbaar Ministerie

Het Openbaar Ministerie, dat de regie heeft over de strafrechtelijke procedure, heeft de exclusieve bevoegdheid te beslissen om tot vervolging over te gaan. In beginsel kan de Autoriteit-FM daar geen direct invloed op uitoefenen. Wel bestaat er de mogelijkheid om via artikel 12 WvSv schriftelijk beklag bij het gerechtshof te doen omtrent het niet-vervolgen⁴⁹⁶. Voornoemde bevoegdheid van het Openbaar Ministerie

⁴⁹⁶ Vgl. artikel 12 WvSv:

1. Wordt een strafbaar feit niet vervolgd of de vervolging niet voortgezet, dan kan de rechtstreeks belanghebbende daarover schriftelijk beklag doen bij het gerechtshof, binnen het rechtsgebied waarvan de beslissing tot niet vervolging of niet verdere vervolging is genomen. Indien de beslissing tot niet vervolging is genomen door de officier van justitie bij het landelijk parket, is bevoegd het gerechtshof te 's-Gravenhage.
2. Onder rechtstreeks belanghebbende wordt mede verstaan een rechtspersoon die krachtens zijn doelstelling en blijkens zijn feitelijke werkzaamheden een belang behartigt dat door de beslissing tot niet vervolging of niet verdere vervolging rechtstreeks wordt getroffen.

wordt het opportuniteitsbeginsel genoemd⁴⁹⁷. Over het algemeen is, hiërarchisch gezien, het parket waartoe de locus delicti behoort bevoegd om strafbare feiten te vervolgen. Dat wil zeggen dat waar het feit wordt gepleegd, er vervolgd kan worden. Er zijn uitzondering op deze regel. Een voorbeeld hiervan is het geval van misbruik van voorwetenschap; het overtreden van artikel 46 Wte'95⁴⁹⁸. Dat wordt niet regionaal, locus delicti, maar landelijk afgedaan. Ook al ontdekte het Openbaar Ministerie een overtreding van artikel 46 Wte'95 in Den Haag, toch was dan het parket in Amsterdam bevoegd om te vervolgen omdat zij de exclusieve bevoegdheid toegewezen had gekregen. In de praktijk zou het verschil tussen een regionaal of landelijke bevoegdheid niet zo zeer opvallen daar zowel de Autoriteit-FM als DNB in Amsterdam gevestigd zijn en zij de partijen zijn die in beginsel overtredingen zouden kunnen ontdekken. Een uitzondering hierop is de Pensioens- en Verzekeringskamer (PVK); die in Den Haag is gevestigd. In 2002 is het Functioneel Openbaar Ministerie (FOM) in het leven geroepen. Het FOM is een nieuw opgericht parket dat evenals de 19 arrondissementsparketten, het landelijk parket te Rotterdam en de 5 resortsparketten, onderdeel uitmaakt van het Openbaar Ministerie. Met de oprichting van een FOM heeft de wetgever een parket voor ogen gehad dat zich niet bezig zou houden met een bepaald territoire, maar zich zou richten op een bepaald belang; een functie: namelijk het bestrijden van bepaalde soorten van fraude. Hier moet gedacht worden aan het centraal stellen van de integriteit van de financiële sector; van zowel de fiscale fraude, het milieu, de sociale zekerheid en de voedselveiligheid⁴⁹⁹. Met dit speciaal hiervoor

⁴⁹⁷ Vgl. artikel 167 lid 1 en 2 WvSv:

1. Indien naar aanleiding van het ingestelde opsporingsonderzoek het openbaar Ministerie van oordeel is dat vervolging moet plaats hebben, gaat het daartoe zoo spoedig mogelijk over.
2. Van vervolging kan worden afgezien op gronden aan het algemeen belang ontleend...

⁴⁹⁸ Ter herinnering artikel 46 lid 1 Wte'95:

1. Het is eenieder verboden om, beschikkende over voorwetenschap, in of vanuit Nederland een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in:
 - a. effecten die zijn genoteerd aan een opgrond van artikel 22 erkende effectenbeurs dan wel aan een buiten Nederland gevestigde en van overheidswege toegelaten effectenbeurs of effecten waarvan aannemelijk is dat deze spoedig aan een zodanige beurs zullen worden genoteerd; of
 - b. effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van onder a bedoelde effecten.

⁴⁹⁹ Kamerstukken II, 2001/2002, 17 050, nr. 234, p. 16.

opgerichte parket zou het expertiseniveau van het Openbaar Ministerie moeten worden vergroot. Dit door de bij het Openbaar Ministerie aanwezige specialistische kennis samen te bundelen en door bepaalde bijzondere opsporingsdiensten (BOD) centraler aan te sturen. Het FOM zal niet alleen een centraal aanspreekpunt moeten zijn voor de vier grote BOD-en⁵⁰⁰ zoals de FIOD-ECD van het Ministerie van Financiën, de AID van het Ministerie van Landbouw Natuur en Visserij, de SIOD van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en de Inlichtingen en Opsporingsdienst van het Ministerie van VROM⁵⁰¹, maar ook voor de financiële toezichthoudende Autoriteit-FM⁵⁰². De afdoening van zaken en aangiften met een karakter dat past binnen de doelstellingen van het FOM, zullen onder verantwoordelijkheid van dit onderdeel van het Openbaar Ministerie worden afgedaan⁵⁰³. Met het FOM en haar doelstellingen hoopt het Openbaar Ministerie slagvaardiger op te kunnen treden in zaken waar zij in het verleden "*publicitair gevoelige nederlagen (heeft) geleden*"⁵⁰⁴⁵⁰⁵.

De oprichting van het FOM lijkt op het eerste gezicht veel voordelen voor het Openbaar Ministerie te hebben. Zo zou een versplintering van beleid tegen kunnen worden gegaan doordat er een vervolgingsbeleid gehanteerd zal kunnen worden waardoor er geen verschil tussen de diversen parketten ontstaat. Het wilde wel eens voorkomen dat bijvoorbeeld het parket van Amsterdam het besluit nam om een bepaald financieel economisch feit niet te vervolgen omdat zij dit niet opportuun

⁵⁰⁰ Stolwijk, E., "Functioneel OM zal beschikbare capaciteit beter kunnen benutten", *Opportuun*, 8^{de} jaargang, nr. 6, februari 2002, p. 13 en een interview van Marijke Vromans met de directeur van FIOD-ECD en met de directeur-generaal van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW). Vgl. Vromans, M., "De bijzondere opsporingsdiensten en de bijbehorende vakdepartementen krijgen binnen enkele maanden een centraal aanspreekpunt: het Functioneel OM (FOM). Wat zijn de verwachtingen van dit nieuwe parket? Twee reacties.", *Opportuun*, 8^{de} jaargang, nr. 6, februari 2002, p. 14-15 m.n. p. 14.

⁵⁰¹ Kamerstukken II, 2001/2002, 17050, nr. 234, p. 15 - 16.

⁵⁰² Het NRC Handelsblad, d.d. 21 mei 2002, "OM wil 'fraude' centraliseren."

⁵⁰³ Kamerstukken II, 2001/2002, 28 106, nr. 4, p. 25.

⁵⁰⁴ Neem bijvoorbeeld de Clickfondszaak waarin het OM niet alleen enkele veroordelingen heeft kunnen verkrijgen, maar ook zware nederlagen heeft geleden zoals het vonnis van de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001, inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V.. Het NRC Handelsblad, d.d. 21 mei 2002, "OM wil 'fraude' centraliseren."

⁵⁰⁵ Kamerstukken II, 2001/2002, 28 300, nr. 3, p. 12.

achte wegens overbelasting terwijl het parket in Maastricht of Leeuwarden een soortgelijk feit wel besloot te vervolgen. Het voordeel van het ontwikkelen van een centraal vervolgingsbeleid, is dat er bijvoorbeeld een centraal transactiebeleid tot stand kan komen. Vóór de totstandkoming van een functionele OM kon het zo zijn dat het parket Maastricht contact op moest nemen met het parket Amsterdam hoe te handelen bij een bepaalde overtreding omdat het zelden in aanraking kwam met een dergelijke wetsovertreding en het desondanks een lijn wilde trekken. Dit kwam voor, maar een vaste regel was het niet. Om niet al te veel versplintering binnen het vervolgen van onder meer financieel economische delicten te hebben, maakte het Openbaar Ministerie reeds voor de oprichting van het FOM gebruik van "fraudeclusters". Volgens De Graaff, destijds Officier van Justitie te Amsterdam⁵⁰⁶, waren deze clusters een stap in de goede richting. Over verschillende geografische gebieden onderzochten en/of vervolgden gespecialiseerde fraudeteams een bepaald type fraude. Met de oprichting van het FOM moet in de toekomst de afdoening van onder meer financieel economische delicten centraal worden aangestuurd. Dat betekent voor het Amsterdamse parket, dat voor de oprichting van het FOM de beursgerelateerde en fraudezaken afhandelde, een verschuiving van werkzaamheden naar het FOM⁵⁰⁷. Het pas opgerichte FOM zal zich nog moeten bewijzen, waarna uitgemaakt zal kunnen worden of de bundeling van expertise en het centraal aansturen van ondermeer het FIOD-ECD daadwerkelijk tot een geconcentreerd, effectiever en efficiënter beleid heeft kunnen leiden.

De aangifte: van Autoriteit-FM naar het (F)OM

Aan het begin van dit hoofdstuk is er aangegeven welke regelgeving tot het terrein van het effectenrecht behoren. Dit recht is niet alleen erg dynamisch maar is vooral overwegend civielrechtelijk getint en genormeerd. Welke plaats heeft het strafrecht dan ten opzichte van het

⁵⁰⁶ Oranje, J., "Officier de Graaff stopt met 'fraude'", in het NRC-Handelsblad, d.d. 20 november 2001.

⁵⁰⁷ Oranje, J. "Aanpak fraude heeft lange weg te gaan", het NRC-Handelsblad, d.d. 22 mei 2002.

effectenrecht⁵⁰⁸? Waar en wanneer komt het strafrecht aan bod? Dat kan op verschillende manieren geschieden zoals via de WED of via het Wetboek van Strafrecht. In beginsel doet de toezichthouder, de Autoriteit-FM of zelfs DNB, aangifte van het overtreden van wet- of regelgeving waarvan het primaat van de handhaving bij hen ligt. Indien het (F)OM besluit om een aangifte nader te onderzoeken kan dit uitmonden in een verdere vervolging en kan men stellen dat het strafrechtelijk traject wordt doorlopen. Vanwege procedureafspraken tussen het Openbaar Ministerie en de toezichthouders⁵⁰⁹, gaan in beginsel vele aangiften door naar het FIOD in samenwerking met de Economische Controle Dienst (FIOD-ECD). Alleen aangiften van het overtredingen van artikel 46 Wte'95, misbruik van voorwetenschap, gingen in beginsel via het parket Amsterdam. De instelling van het FOM zal dit hoogstwaarschijnlijk veranderen omdat het FOM bij haar oprichting te kennen heeft gegeven als landelijke organisatie de financiële en economische criminaliteit aan te willen pakken. Wat er over blijft voor het parket Amsterdam en hoe de onderlinge verhoudingen op het gebied van de afhandeling van financieel economische zaken zullen liggen is vooralsnog onbekend.

Indien het strafrechtelijk traject via bijvoorbeeld een aangifte wordt gestart kan het Openbaar Ministerie, met betrekking tot de effectenhandel, een strafrechtelijk onderzoek instellen in geval de financiële regelgeving is overtreden. In dit geval ontstaat de strafbaarheid via de bijzondere strafwetgeving, de WED of wanneer het commune delicten betreft zoals valsheid in geschrifte⁵¹⁰ via het commune strafrecht. Wanneer de WED er op wordt nageslagen, worden in artikel 1 van deze wet verschillende (financiële) wetten aangeduid die tot economisch

⁵⁰⁸ De tot nu toe gehanteerde term "effectenrecht", is voor de behandeling van het strafrechtelijk toezicht een te ruim begrip. Het strafrechtelijk traject kan niet via alle "effectenwetten" worden betreden. Het zou dan ook onterecht zijn om deze term aan te houden. Daarom zal in deze paragraaf, waar nodig, nader gespecificeerd worden welke wet- en/of regelgeving van toepassing is. Deze zal dan ook expliciet aangehaald worden.

⁵⁰⁹ Zoals het eerder genoemde Convenant. Vgl. het Convenant bestuurlijke boeten en strafrechtelijke sancties, Stcrt., nr. 4, jrg. 2000.

⁵¹⁰ Vgl. de artikelen 225 WvSr en verder.

delict⁵¹¹ worden verheven. Volgens artikel 2 van de WED zijn de delicten genoemd in artikel 1 onder sub 2 misdrijven wanneer ze opzettelijk zijn gepleegd. Wanneer opzet ontbreekt worden deze strafbare feiten tot de overtredingen gerekend. De delicten genoemd onder sub 3 zijn alleen misdrijven dan wel overtredingen wanneer dat in de desbetreffende voorschriften ook als zodanig wordt aangegeven. Artikel 2 besluit met het gegeven dat de economische delicten zoals genoemd onder sub 5 van artikel 1 tot de misdrijven dienen worden gerekend.

Wanneer een of meerdere bovengenoemde artikelen wordt overtreden is er sprake van een economisch delict en kan via de gespecialiseerde opsporingsdienst van de WED, de ECD (nu samen met de FIOD), de opsporing al dan niet plaatsvinden. Op het terrein van de financiële regelgeving bestaan er (nog) geen aanwijzingen omtrent opsporing en vervolging van strafbare feiten. Daarnaast heeft het Openbaar Ministerie op dit gebied ook (nog) geen beleidslijnen dan wel beleidsafspraken gemaakt⁵¹² en is er dus geen regelgeving die kan worden uitgelegd als recht in de zin van 99 Wet op de rechterlijke organisatie (RO). Dit maakt het moeilijker om het beleid inzake opsporing en vervolging van financieel economische feiten te controleren. Bij de belastingwetgeving worden wel beleidsregels of – richtlijnen aangetroffen; de Algemene Wet inzake Rijksbelastingen (AWR). De reden hiervoor kan gelegen zijn in het gegeven dat het financieel economisch strafrecht relatief jong is wanneer deze wordt vergeleken met zowel het financieel economisch recht als met de belastingwetgeving. De AWR blijkt dan een voorsprong van zo'n twee eeuwen op de financiële wetgeving te hebben. Het is dan ook niet verwonderlijk dat er binnen de AWR reeds richtlijnen omtrent vervolging bestaan⁵¹³. Het belang van het al dan niet bestaan van

⁵¹¹ Zoals eerder is aangegeven wordt in deze studie worden de definitie van economische delicten aangehouden zoals De Roos deze in het kader van zijn proefschrift beschrijft. Kortom: hij omschrijft een economisch delict als "*delicten begaan door ondernemingen en personen in de economische sfeer; dat wil zeggen: door ondernemingen, in het kader van hun deelneming aan het economische verkeer alsmede door personen in het kader van de economische activiteit van ondernemingen.*". Vgl. Roos, Th.A. de, "*Strafbaarstelling van economische delicten; een crimineel-politieke studie*", a.w., p. 1.

⁵¹² Uitgaande van december 2000.

⁵¹³ Vgl. de ATV-richtlijnen waarin een lijn wordt gehanteerd aangaande het opsporen, vervolgen of transigeren inzake fiscale delicten. ATV staat voor: Aanmeldings-, transactie- en vervolgingsrichtlijnen voor fiscale delicten en douanedelicten. Vastgesteld op 13 april 1993. Stcrt. 1993/75.

richtlijnen is dat de desbetreffende instanties daar niet zomaar van mogen afwijken. Indien het Openbaar Ministerie wel zou afwijken van bestaande richtlijnen kan de gelaedeerde een beroep op de rechter doen en stellen dat het gelijkheidsbeginsel is geschonden. De Hoge Raad der Nederlanden (Hoge Raad) kan vervolgens toetsen of er inderdaad sprake is van recht in de zin van artikel 99 RO en/of het gelijkheidsbeginsel daadwerkelijk is geschonden door in te gaan tegen een bestaande richtlijn, aanwijzing of beleidsregel. Op grond van het vertrouwensbeginsel mag het Openbaar Ministerie niet zomaar afwijken van dergelijke regels. Kortom, het gegeven dat het financieel economische (straf)recht een relatief jong rechtsgebied is dat zich feitelijk nog steeds ontwikkelt, draagt eraan bij dat het Openbaar Ministerie nog geen richtlijnen of beleidsregels heeft ontworpen. Zowel hieruit als uit de bestudering van de financiële regelgeving kan worden afgeleid dat de positie van strafrecht binnen de financiële wetgeving tot nu toe marginaal is. Zo kan namelijk uit de wettelijk toebedeelde rol van strafrecht binnen het gehele financiële handhavingstraject worden geconcludeerd dat dit recht overwegend bestuursrechtelijk wordt gehandhaafd en dat er zeer weinig directe verwijzingen naar het strafrecht zijn. Een voorbeeld van een directe verwijzing naar het strafrecht zijn de artikelen 46 j° 48 Wte'95 waarin expliciet wordt vermeld dat het misbruiken van voorwetenschap een misdrijf is.

Het (F)OM en het verloop van het strafrechtelijk traject

Indien er een strafklacht is ingediend tegen een overtreder van de financieel economische wet- en/of regelgeving en het Openbaar Ministerie meent tot verdere opsporing en vervolging over te moeten gaan, kan het volgende geschieden. Het verloop van het strafrechtelijk traject voor overtredingen van de financiële regelgeving is niet anders dan wanneer het commune delicten betreft. Een verschil is dat de FIOD-ECD in sommige gevallen opsporingsonderzoeken kan verrichten. De vervolging kan ook in deze gevallen alleen maar plaatsvinden door de Officier van Justitie. Tot de oprichting van het FOM was dat de Officier van Justitie van het arrondissementsparket te Amsterdam⁵¹⁴. Een overzicht van het strafproces toont het volgende aan. Net als elk ander

⁵¹⁴ Of dat in de toekomst ook zo zal blijven zal nog moeten worden uitgemaakt, daar het FOM kort na haar oprichting nog blijkt te werken aan de invulling van de kaders van haar taken. Vgl. Oranje, J., "Aanpak fraude heeft lange weg te gaan", in het NRC-Handelsblad, d.d.d 22 mei 2002.

opsporings- en vervolgingsonderzoek, begint dit met een onderzoek bij voldoende verdenking van het begaan van een strafbaar feit. Of er sprake is van "voldoende" verdenking, moet blijken uit onderliggend feitencomplex. In het geval er onvoldoende verdenking is, kan de Officier van Justitie in bepaalde gevallen besluiten om een verkennend onderzoek⁵¹⁵ in te stellen. Dit is alleen mogelijk bij bepaalde zware delicten waaronder het handelen met voorwetenschap⁵¹⁶. Wanneer er wel voldoende bewijs is, kan de Officier van Justitie gebruik maken van de mogelijkheden die

⁵¹⁵ Vgl. artikel 126gg WvSv: "Indien uit feiten of omstandigheden aanwijzingen voortvloeien dat binnen verzamelingen van personen misdrijven worden beraamd of gepleegd als omschreven in artikel 67, eerste lid, die gezien hun aard of de samenhang met andere misdrijven die binnen die verzamelingen van personen worden beraamd of gepleegd een ernstige inbreuk op de rechtsorde opleveren, kan de officier van justitie bevelen dat opsporingsambtenaren daarnaar een onderzoek instellen met als doel de voorbereiding van opsporing". Voorafgaand aan de opsporing van strafbare feiten, te weten alle onderzoek die niet door een rechter wordt verricht en die dient ter opheldering van strafbare feiten die al dan niet reeds gepleegd zijn (vgl. artikel 126o Sv waarin reeds het beramen van bepaalde misdrijven de mogelijkheid tot het uitoefenen van bepaalde opsporingsbevoegdheden doet ontstaan.) en die tot doel heeft het voorbereiden van een strafrechtelijke sanctie, kan een verkennend onderzoek plaatsvinden. In tegenstelling tot een opsporingsonderzoek is niet een redelijk vermoeden van schuld aan een strafbaar feit de aanleiding, maar zijn aanwijzingen de basis voor het entameren van een verkennend onderzoek. Vgl. Corstens, G.J.M., "*Het Nederlandse Strafprocesrecht*", t.a.p. noot 455, p. 242.

⁵¹⁶ Een verkennend onderzoek is mogelijk in geval het delicten betreft die worden genoemd in artikel 67 lid 1 WvSv. Het eerste lid van voornoemd artikel luidt als volgt:

Een bevel tot voorlopige hechtenis kan worden gegeven in geval van verdenking van:

- a. een misdrijf waarop naar de wettelijke omschrijving een gevangenisstraf van vier jaren of meer is gesteld;
- b. een der misdrijven omschreven in de artikelen 132, 250bis, 285, eerste lid, 318, 321, 326, 326a, 326c, 395 en 417 bis van het Wetboek van Strafrecht;
- c. de overtreding omschreven in artikel 432, onder 3^o, van het Wetboek van Strafrecht;
- d. een der misdrijven omschreven in:
 - artikel 175, tweede lid, onderdeel b, van de Wegenverkeerswet 1994;
 - artikel 30, tweede lid, van de Wet buitengewone bevoegdheden burgerlijk gezag;
 - de artikelen 52, 53, eerste lid en 54 van de Wet gewetensbezwaren militaire dienst;
 - artikel 31 van de Wet op de kansspelen;
 - artikel 11, tweede lid, van de Opiumwet;
 - artikel 55, tweede lid, van de Wet wapens en munitie;
 - artikel 46 van de Wet toezicht effectenverkeer 1995.

de (bijzondere) strafwet hem biedt. Hij kan zo besluiten om te transigeren waardoor er vervolging wordt voorkomen of de verdachte aan te brengen bij de rechtbank; tot een zitting overgaan. In dit laatste geval is het laatste woord aan de rechter. Deze beslist of er sprake is van wettig en overtuigend bewijs om tot een veroordeling te kunnen komen. De Officier van Justitie kan in beginsel waar de overtreding een economisch delict betreft gebruik maken van extra bevoegdheden zoals aangegeven in titel III van de WED. Zo kan hij beslissen tot het in beslag nemen van bepaalde voorwerpen, daarnaast mogen de in het kader van de WED bevoegde opsporingsambtenaren, de ECD, gegevens en bescheiden inzien en/of kopieën hiervan maken. Ook het binnentreden van een woning behoort tot de extra bevoegdheden van de FIOD-ECD⁵¹⁷.

Bij het nemen van zijn besluit om het niet tot een rechtszaak te laten komen en de verdachte niet aan te brengen bij de rechtbank, kunnen er voor de Officier van Justitie verschillende indicatoren een rol meespelen. Deze "negatieve" indicatoren kunnen zuiver economisch of financieel economische dan wel sociaal economische overwegingen zijn. Een voorbeeld van een zuiver economische overweging om het niet tot een zitting te laten komen, maar het via een transactie af te doen is in geval het vervolgen en de publiciteit daar om heen zouden kunnen leiden tot de ondergang van een organisatie omdat het vertrouwen van aandeelhouders in de organisatie verdwijnt. Een financieel economische reden zou kunnen zijn dat de gevolgen van het vervolgen de desbetreffende organisatie op financieel gebied mogelijkerwijs zou belemmeren hetgeen voor de economische positie zeer ongewenst zou zijn omdat dit bedrijf een zo belangrijke plaats in onze economie inneemt⁵¹⁸. Een voorbeeld hiervan is het vervolgen van Euronext Amsterdam. Indien het beleggers ter ore komt dat deze beurs wordt vervolgd wegens overtreding van de financiële wetgeving, kan dit het vertrouwen van (potentiële) beleggers schaden. De immer zo belangrijke integriteit van de Nederlandse

⁵¹⁷ De bevoegdheden van de FIOD-ECD worden als "extra" aangeduid omdat allereerst natuurlijk de opsporings-bevoegdheden zoals genoemd in het Wetboek van Strafvordering gelden. Vgl. artikel 25 WED: Voor zover daarvan niet in deze wet of de in artikel 1 en artikel 1a genoemde wetten en besluiten is afgeweken gelden ten aanzien van de opsporing van economische delicten de bepalingen van het Wetboek van Strafvordering.

⁵¹⁸ Vgl. de toenmalige Officier van Justitie De Graaff in een vraaggesprek d.d. 20 november 2000 op het Parket te Amsterdam.

financiële wereld staat hiermee op het spel. De gevolgen zouden kunnen zijn dat beleggers wegblijven en de beurs uiteindelijk zou moeten sluiten. Dit kan er zelfs toe leiden dat de Nederlandse economie ervan te lijden zou kunnen hebben wanneer er vele miljarden (al dan niet met potentiële beleggers) naar het buitenland zouden vertrekken. Een ander negatieve indicator is sociaal economische getint. Indien het Openbaar Ministerie meent dat de vervolging van een instelling, deze onderneming in een zodanige positie kan brengen dat de solvabiliteit en/of de liquiditeit ervan in gevaar komt waardoor het voortbestaan van de organisatie wordt bedreigd en een grote groep buitenstaanders er nadeel van zou kunnen ondervinden, kan het besluiten om te transigeren. Een voorbeeld hiervan is een grote nationale bank. Vervolging en een mogelijke faillissement kunnen ertoe leiden dat cliënten van deze bank hun spaartegoeden kwijtraken. Dit maatschappelijk belang kan het Openbaar Ministerie ervan weerhouden om tot vervolging over te gaan. Voorts kan een uitleveringsverzoek het Openbaar Ministerie redenen geven om niet tot (verdere) vervolging over te gaan. Zo kan het voorkomen dat een rechtspersoon reeds in het buitenland, bijvoorbeeld de USA, in een strafrechtelijke onderzoek verwickeld is. Voorts kunnen behalve de economische redenen en eventuele uitleveringsverzoeken, ook de werkdruk een beslissende rol spelen⁵¹⁹. Naast de hiervoor niet-limitatief opgesomde negatieve indicatoren, zijn er in beginsel geen andere redenen om van vervolging af te zien. In de praktijk kunnen zich natuurlijk altijd situaties voortdoen op grond waarvan het Openbaar Ministerie besluit om een vervolging achterwege te laten. Wanneer er sprake is van een verdachte, er voldoende bewijs is, er geen negatieve indicatoren zijn, het transigeren niet de oplossing biedt en er geen andere redenen zijn om van vervolging af te zien, kan de Officier van Justitie besluiten om over te gaan tot vervolging van deze verdachte. Hierbij kan het ontbreken van een eenduidig beleid betreffende de opsporing en vervolging van financiële wetsovertreders, nog voor enige moeilijkheden zorgen. Bij de vervolgingsbeslissing moet het Openbaar Ministerie namelijk aangeven

⁵¹⁹ Volgens De Graaff speelt "*prioritering in de opsporingscapaciteit*" een rol en moet het OM volgens hem "*vrij terughoudend zijn met het rücksichlos inzetten van opsporingscapaciteit*". Alleen in geval het OM genoeg bewijs heeft dat zij tot een duidelijke zaak kan komen, maakt zij reeds in een vroeg stadium gebruik van een transactie. Er vindt dan geen opsporing plaats. Mocht de verdachte ontkennen dan kan het OM alsnog overgaan tot het instellen van een vervolgingsonderzoek. Vgl. de toenmalige Officier van Justitie Henk de Graaff in een vraaggesprek d.d. 20 november 2000 op het Parket te Amsterdam.

waarom het de voor op te leggen sanctie heeft gekozen en hoe zij tot de hoogte van de aangegeven boete is gekomen. Het financieel economisch (straf)recht is een rechtsgebied in ontwikkeling. Het gegeven dat er (nog) niet veel verschillende strafrechterlijke uitspraken op dit gebied zijn, maakt het enerzijds moeilijker. Ook het "tekort" aan kennis bij de (straf)kamers van de arrondissementsrechtbanken draagt bij aan het minder soepel verlopen van de rechtspraak. De vrij specialistische effectenwereld heeft namelijk zijn eigen terminologie en handelswijze. Niet alle rechters zijn (al) thuis op dit (jonge) rechtsgebied.

Van aangifte tot kwalificatie

Zoals vermeld aan het begin van paragraaf 2.5.3, kan het strafrecht zowel via de WED als via het wetboek van Strafrecht de effectenwereld binnentreden. Wil een strafrechtelijke procedure via de WED worden geëntameerd, dient er in de desbetreffende financiële regelgeving aangegeven te zijn dat overtredingen daarvan economische delicten zijn. In dat geval is de brug met de WED geslagen en kan een dergelijke overtreding strafrechtelijk worden afgedaan. Welk deviant gedrag wordt door het Openbaar Ministerie strafbaar geacht? Wanneer de financiële regelgeving er op wordt naslagen, worden verschillende wetten aangetroffen die binnen het kader van dit onderzoek kunnen worden gehanteerd. In paragraaf 2.3 zijn de volgende wetten aan bod gekomen, te weten de Wte'95, de Wmz en deels de Wtb. Hieronder zullen wetsovertredingen uit de Wte'95 en de Wmz, die via de WED zijn gecriminaliseerd, worden besproken. Gezien de gewijzigde toezichtsrol van DNB waarin deze zich nu richt op het prudentieel toezicht, zal de aandacht worden gericht op het gedragstoezicht door de Autoriteit-FM. In deze context komen de Wte'95 en de Wmz aan bod⁵²⁰. Wanneer deze twee wetten in samenhang met de WED worden bekeken, kan de conclusie worden getrokken dat de genoemde wetsartikelen voornamelijk die strafbare feiten opleveren die indruisen tegen hun doelstellingen.

⁵²⁰ In casu dus niet de Wtb. Dit om reden dat het gewijzigde toezichtsmodel in samenhang met de toename van toezichtsbevoegdheden en de overheveling van gedragstypische toezichtsbevoegdheden van DNB naar de Autoriteit-FM, tot gevolg heeft dat de redactie van de Wtb op korte termijn zal moeten worden gewijzigd. Een behandeling van de bevoegdheden waar de Autoriteit-FM reeds over beschikt is bevordelijker voor de consistentie van dit geheel. Zie onder meer Kamerstukken II, 2001/02, 28 737, nr. 3 en Kamerstukken 2001/02, 28 122, nrs. 1 - 3.

Niet alleen overtredingen van de kaderwetten – de Wte'95⁵²¹ en de Wmz⁵²² – leiden tot strafbaarheid, ook schending van lagere voorschriften heeft hetzelfde gevolg⁵²³.

Op grond van artikel 1⁵²⁴ onder sub 2 en sub 3 van de WED blijken de aangehaalde wetsovertredingen tot de economische delicten te worden gerekend. Dit artikel en het hierop volgende artikel 1a criminaliseren

⁵²¹ Een voorbeeld van een artikel uit de Wte'95 is artikel 3 lid 1. Dit artikel stelt onder meer strafbaar: het buiten een besloten kring bij uitgifte aanbieden van effecten dan wel het aankondigen van een dergelijke effectenuitgifte. Een ander voorbeeld is te vinden in artikel 4 lid 2. Daarin wordt bepaald dat de Minister van Financiën, dan wel de door delegatie bevoegde Autoriteit-FM, vrijstelling of ontheffing kan verlenen van het verbod zoals neergelegd in artikel 3 lid 1 Wte'95. Wanneer artikel 1 van de WED nader wordt bestudeerd blijkt dat er naast sub 2, ook onder sub 3 naar de Wte'95 wordt verwezen. Sub 3 geeft aan dat overtredingen van de artikelen 46 en 47 Wte'95 ook economische delicten zijn. In artikel 46 Wte'95 is het verbod neergelegd om met voorwetenschap effectentransacties in of vanuit Nederland te verrichten of te bewerkstelligen. Tot slot artikel 47 van de Wte'95. In dit artikel wordt het misleiden van het publiek bij de uitgifte en/of plaatsing van effecten strafbaar gesteld. De misleiding is alleen strafbaar indien het tot doel had het publiek tot de aanschaf van effecten over te halen. Volgens artikel 48 Wte'95 zijn de overtredingen van de artikelen 46 en 47 van deze wet misdrijven ongeacht of dat wat er in artikel 2 lid 1 van de WED staat vermeld en als aanvulling op het derde lid van artikel 2 WED.

⁵²² In artikel 2 Wmz wordt eenieder die de beschikking krijgt of verliest over aandelen dan wel over stemmen in het kapitaal van een vennootschap en deze (rechts)persoon weet of behoort te weten dat het percentage van de aandelen en/of stemmen waarover hij beschikt in een andere bandbreedte valt dan voordien het geval was, verplicht hier onmiddellijk melding van te doen aan de vennootschap en aan de Autoriteit-FM. Het overtreden van bovenstaande verplichting leidt tot het begaan van een economisch delict. Hetzelfde geldt voor lid 1 van het derde artikel van de Wmz. Dit artikel beschrijft de initiële meldingsplicht. Wanneer men een belang van aandelen en/of stemmen van minimaal 5% niet (op tijd) meldt aan de vennootschap en aan de Autoriteit-FM, begaat men een economisch delict.

⁵²³ Vgl. bijvoorbeeld artikel 1 onder sub 2° WED alwaar wordt gesteld dat overtredingen van voorschriften, gesteld bij of krachtens de in dat artikel genoemde wetten, economische delicten zijn. Dit houdt in dat zowel de kaderwetten als de uitvoeringsregels tot de werkingssfeer van de WED behoren.

⁵²⁴ Artikel 1 WED:

Economische delicten zijn:

2° overtredingen van voorschriften, gesteld bij of krachtens:

(...) de Wet toezicht effectenverkeer 1995, de artikelen 3, eerste lid, 4, tweede lid, 5, eerste en derde lid, 6, tweede lid, 7, eerste, derde en zevende lid, 10, tweede lid, 11 eerste en vijfde lid, 11a, derde, vierde en zesde lid, 12, tweede en vierde lid, 13, zesde en achtste lid, 16, eerste achtste, negende, elfde, twaalfde en dertiende lid, 17, eerste en tweede lid, 18, tweede lid, 19, tweede lid, 22, eerste, derde en vijfde lid, 24, eerste

bepaalde gedragingen. Verder zijn in artikel 2⁵²⁵ WED de maatstaven te vinden waarmee kan worden vastgesteld of er van een misdrijf of een overtreding dient te worden gesproken. Voor de strafmaxima wordt verwezen naar artikel 6 WED. Tot slot wordt er onder sub 5° van artikel 1 WED verwezen naar drie artikelen uit de WED. Overtredingen van deze artikelen, te weten de artikelen 26, 33 en 34 WED, zijn ook economische delicten⁵²⁶. Via laatstgenoemde artikelen heeft de wetgever getracht om te voorkomen dat er problemen met de uitvoering van de WED zouden ontstaan doordat er bijvoorbeeld geen gehoor zou worden gegeven aan de vorderingen gebaseerd op deze wet.

Zoals hiervoor is aangetoond, kan het strafrecht op grond van de Wte'95 en de Wmz via de WED in werking worden gesteld. Het is niet altijd het geval dat alle feiten onder zijn te brengen onder de hierboven genoemde wetten. Hier doet zich het kwalificatieprobleem voor. Dat houdt in de praktijk in dat Officieren van Justitie moeite kunnen hebben om een bepaalde gedraging onder een passende delictsomschrijving te plaatsen.

en derde lid, 25, tweede lid, 27, derde lid, 28, derde lid, 29, vijfde lid, 31, eerste en tweede lid, 36, tweede en derde lid, 37, tweede lid, 45, vierde lid, 46a, eerste lid, 46b, eerste, derde en vijfde lid, eerste volzin en 46d; (...)

3° overtredingen van voorschriften, gesteld bij of krachtens:

(...)de Wet toezicht effectenverkeer 1995, de artikelen 46 en 47; (...)

⁵²⁵ Artikel 2

1. De economische delicten, bedoeld in artikel 1, onder 1° en 2°, en artikel 1a, onder 1° en 2°, zijn misdrijven, voor zover zij opzettelijk zijn begaan; voor zover deze economische delicten geen misdrijven zijn, zijn zij overtredingen. (...)

3. De economische delicten, bedoeld in artikel 1, onder 3°, zijn misdrijven of overtredingen, al naar gelang zij in de desbetreffende voorschriften als misdrijf dan wel als overtreding zijn gekenmerkt.

⁵²⁶ Artikel 1 sub 5° gaat als volgt: "Economische delicten zijn: (...) de delicten genoemd in de artikelen 26, 33 en 34." Vervolgens staat er in artikel 26 WED: "Het opzettelijk niet voldoen aan een vordering, krachtens enig voorschrift van deze wet gedaan door een opsporingsambtenaar, is een economisch delict." Artikel 33 stelt het volgende: "Het opzettelijk handelen of nalaten in strijd met een bijkomende straf, als bedoeld in artikel 7, onder a, c of f, een maatregel, als vermeld in artikel 8, een regeling als bedoeld in artikel 10, of een voorlopige maatregel, of het ontduiken van zodanige bijkomende straf, maatregel, regeling of voorlopige maatregel is een economisch delict." Tot slot is het volgende in artikel 34 WED bepaald "Het opzettelijk, al dan niet door middel van een ander, onttrekken van vermogensbestanddelen aan verhaal of tenuitvoerlegging van een krachtens deze wet opgelegde straf, maatregel of voorlopige maatregel is een economisch delict".

Het gevolg is dan ook dat het Openbaar Ministerie de gedraging in de formulering van de tenlastelegging tracht "om te buigen", naar een passende en bestaande delictsomschrijving⁵²⁷. Enkele voorbeelden van het kwalificeren van gedragingen die niet letterlijk in de strafwetgeving is terug te vinden zijn:

- *de pink sheets fraud;*
- *churning/ provisiejagen;*
- *de frontrunning;*
- *opereren vanuit boilerrooms;*
- *speculeren met daily haircut.*

In geval het Openbaar Ministerie de pink sheet fraud ten laste legt is er volgens het Openbaar Ministerie sprake van een vorm van fraude, "*waarbij men probeert om de waarde van de effecten op te krikken, terwijl die waarde niet bestaat, om op het juiste moment de markt te laten klappen (ineenstorten: MJB)*"⁵²⁸. Dit vertoont sterke gelijkenis met de in het eerste hoofdstuk genoemde windhandel welke reeds ten tijde van de VOC hevig woedde. Een andere gedraging die niet letterlijk in de strafwetgeving terug te vinden is, is churning; het provisie jagen of "*het (onder de werking van een algemene volmacht) voor rekening van cliënten uitvoeren van snelopeenvolgende en/of grote effectentransacties, louter om commissie-opbrengsten te genereren zonder dat er sprake is van een uitdrukkelijke op eigen initiatief van de cliënt gegeven opdracht*"⁵²⁹. In een dergelijk geval heeft de tussenpersoon er belang bij dat er hij zoveel mogelijk transacties voor zijn cliënt uitvoert, of dit nu in het voordeel van de cliënt is of niet.

Een andere vorm van laakbaar gedrag welke ook niet direct in de strafwetgeving terug te vinden is, is frontrunning. Dat houdt in het "meelopen" met grote effectentransacties. Een voorbeeld hiervan is een tussenpersoon die voor zijn cliënt een (grote) effectenorder moet plaatsen. Alvorens hij daartoe over gaat besluit hij snel aandelen te kopen of verkopen, afhankelijk van de soort order teneinde mee te profiteren van

⁵²⁷ Volgens de Officieren van Justitie kan dit afdoen aan het oorspronkelijke feit. Vgl. het eerder genoemd vraaggesprek met de toenmalige Officier van Justitie Henk de Graaff, d.d. 20 november 2000.

⁵²⁸ Aldus Henk de Graaff, destijds Officier van Justitie te Amsterdam, vraaggesprek d.d. 20 november 2000.

⁵²⁹ Aldus Grundmann-Van de Krol in: Grundmann-Van de Krol, C.M., *Recente wetgeving effectentransacties*, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1995, p. 77.

de koersstijgingen of koersdalingen. In de praktijk wil men frontrunning onder handel met voorwetenschap scharen. Verder zijn er ook de "boilerrooms", die aan het begin van dit hoofdstuk ook ter sprake zijn gekomen⁵³⁰. Tot slot de gedraging die men binnen de professionele wereld kan aantreffen; het ruimer uitkomen in de "daily haircut". Dit houdt in dat de professionele handelaar, kort voor sluiting, koersen uitbrengt die hoger liggen dan het normale daggemiddelde bedraagt. Het gevolg hiervan is dat de handelaar hoger afsluit dan hij in werkelijkheid heeft. Hierdoor lijkt zijn winstvermogen groter. Het gevaar bestaat dat indien de handelaar wordt aangesproken, hij dat bedrag niet daadwerkelijk in kas heeft waardoor kan worden gesteld dat er sprake is van een vorm van misleiding. Voornoemde afkeurenswaardige gedragingen worden door een gebrek aan wetgeving vaak gekwalificeerd als publiek-misleiding of het verspreiden van vervalste berichten⁵³¹ dan wel als valsheid in geschrifte⁵³², maar ook als oneigenlijke concurrentie⁵³³. Het gemis aan passende wetgeving kan er toe leiden dat het kwalificeren onder de huidige wetgeving tot gevolg heeft dat er, volgens het Openbaar Ministerie, afbreuk aan de oorspronkelijke gedraging wordt gedaan⁵³⁴. Met behulp van wat "creativiteit" kwalificeert het Openbaar Ministerie de laakbare gedragingen als strafbare feiten. Deze creativiteit van het OM draagt bij aan het ontstaan van het gevaar voor dark numbers. Dat wil zeggen dat er in de statistieken een vertekend beeld kan ontstaan over de gepleegde feiten. Op deze wijze zal men na een statistisch onderzoek niet snel tot de conclusie kunnen komen dat er veel strafbare feiten binnen de effectensfeer worden gepleegd zoals bijvoorbeeld churning- of boilerroom feiten. Een dergelijk onderzoek zal eerder de conclusies bevatten dat er een toename is van artikel 47 Wte'95 overtredingen, publieksmisleiding, hetgeen een verkeerd beeld naar de wetgever toe creëert omdat deze in de veronderstelling is dat feiten zoals de boilerrooms of churning niet vaak voorkomen. Dit vertekenend signaal kan, zoals hierboven aangegeven, leiden tot een vicieuze cirkel met als gevolg dat er geen veranderingen optreden. Het Openbaar Ministerie blijft dan aangewezen op creatief kwalificeren met alle gevolgen van dien. Zo blijft de kans groot dat de door de Officieren van Justitie

⁵³⁰ Een "boilerroom" is een ruimte waarin via een agressieve telefonische verkoop-methode, in effecten wordt gehandeld.

⁵³¹ Vgl. artikel 47 Wte'95 j° artikel 1 sub 3° j° 2 lid 3° j° 6 lid 1 onder sub 2° WED.

⁵³² Vgl. de artikelen 225 en 226 WvSr e.v.

⁵³³ Zie artikel 328bis WvSr.

gekozen kwalificering volgens de rechter niet past bij de bewezen feiten, waardoor dit niet tot de door het OM gewenste veroordelingen kan leiden maar wel weer tot een debacle voor het OM.

De straffen en maatregelen

Op grond van het voorafgaande kan worden gesteld dat het strafrechtelijk traject in beginsel via het commune strafrecht, het WvSr in samenhang met het WvSv, wordt afgelegd. In bepaalde gevallen komt het commune strafrecht op een indirecte manier aan bod, namelijk via de bijzondere wetgeving zoals de desbetreffende wet- en of regelgeving die naar de WED verwijst. In dat geval begint men bijvoorbeeld met een artikel uit de Wte'95 of de Wmz die de gewraakte handeling verbiedt. Vervolgens kan via artikel 1 van de WED worden vastgesteld of de handeling daadwerkelijk wordt gecriminaliseerd en dus binnen de sfeer van het financieel(economisch)strafrecht wordt getrokken. Zo ja, dan geeft de WED op grond van artikel 6⁵³⁵ zelf aan wat de strafmaxima zijn. Wanneer dit artikel nader wordt bestudeerd, kan het volgende worden opgemerkt:

⁵³⁴ Zie het eerder genoemde vraaggesprek met H. de Graaff, Officier van Justitie te Amsterdam, d.d. 20 november 2000.

⁵³⁵ Artikel 6:

1. Hij, die een economisch delict begaat, wordt gestraft:

1° in geval van misdrijf, voor zover het betreft een economisch delict, bedoeld in artikel 1, onder 1°, of in artikel 1a, onder 1°, met gevangenisstraf van ten hoogste zes jaren of geldboete van de vijfde categorie;

2° in geval van een ander misdrijf met gevangenisstraf van ten hoogste twee jaren of geldboete van de vierde categorie;

3° in geval van overtreding, voor zover het betreft een economisch delict, bedoeld in artikel 1, onder 1°, of in artikel 1a, onder 1°, met hechtenis van ten hoogste een jaar of geldboete van de vierde categorie;

4° in geval van een andere overtreding, met hechtenis van ten hoogste zes maanden of geldboete van de vierde categorie.

Indien de waarde der goederen, waarmede of met betrekking tot welke het economisch delict is begaan, of die geheel of gedeeltelijk door middel van het economisch delict zijn verkregen, hoger is dan het vierde gedeelte van het maximum der geldboete welke in de gevallen onder 1° tot en met 4° kan worden opgelegd, kan, onverminderd het bepaalde in artikel 23, zevende lid, van het Wetboek van Strafrecht, een geldboete worden opgelegd van de naast hogere categorie.

2. Bovendien kunnen de bijkomende straffen, vermeld in artikel 7, en de maatregelen, vermeld in artikel 8, worden opgelegd, onverminderd de oplegging, in de daarvoor in aanmerking komende gevallen, van de maatregelen, elders in de wettelijke bepalingen voorzien.

3. (...)

- de strafmaxima zijn, zes/ twee of een jaar gevangenisstraf dan wel hechtenis voor maximaal zes maanden;
- geldboetes van (voorheen f 25.000,-) € 11.250,-; (f 100.000,-) € 45.000,- dan wel van (f 1.000.000,-) € 450.000,-.

Op grond van het vermelde in artikel 6 lid 2 WED en artikel 9 van dezelfde wet kan het Openbaar Ministerie een cumulatie van straffen en maatregelen vorderen. Laatstgenoemd artikel luidt als volgt:

Artikel 9

De maatregelen vermeld in artikel 8, onder b en c, kunnen te zamen met straffen en met andere maatregelen worden opgelegd.

De te stellen vraag is op welke straffen en maatregelen de wetgever heeft gedoeld? Gedacht moet worden aan zowel de hoofdstraffen als de bijkomende straffen. Via de schakelbepaling van artikel 91 WvSr zijn de straffen en maatregelen zoals vermeld in het Wetboek van Strafrecht ook van toepassing op de economische delicten zoals vermeld in de WED. Daarmee belanden wij via de effectenregelgeving, via het bijzondere strafrecht te weten de WED, op het terrein van het commune strafrecht

Artikel 91 WvSr

De bepalingen van de Titels I - VIII A van dit Boek⁵³⁶ zijn ook toepasselijk op feiten waarop bij andere wetten of verordeningen straf is gesteld, tenzij de wet anders bepaalt.

Aldus meermalen gesteld kan een overtreding van de effectenregelgeving worden gesanctioneerd via twee wegen, te weten direct op grond van het commune strafrecht of via de WED. De eerste weg wordt in beginsel gekozen in geval de Officier van Justitie een gemeen delict als valsheid in geschrifte, artikel 225 of bijvoorbeeld artikel 226 WvSr ten laste legt. Bij de vervolging van een gemeen delict kan de Officier van Justitie de straffen en maatregelen⁵³⁷ vorderen zoals zij zijn aangegeven in het Wetboek van Strafrecht. In titel II van het eerste boek van het Wetboek van Strafrecht zijn de straffen te vinden in artikel 9. De straffen die

⁵³⁶ Met "de Titels I - VIII A van dit Boek" wordt verwezen naar het eerste boek van het WvSr waarin de algemene bepaling zijn te vinden.

⁵³⁷ Puur theoretisch is het verschil tussen straffen en maatregelen dat er bij de maatregelen geen verband bestaat tussen de ernst van het strafbare feit en het leed dat de maatregel aan de veroordeelde zal toebrengen. Het gegeven dat het strafbare feit is gepleegd, is reden genoeg om de maatregel op te leggen. Bij de straffen bestaat er wel een relatie tussen het gepleegde feit en het leed van de op te leggen straf.

opgelegd kunnen worden variëren van hoofdstraffen tot bijkomende straffen te weten de gevangenisstraf; hechtenis, dienstverlening⁵³⁸; de geldboete, ontzetting uit bepaalde rechten; verbeurdverklaring en openbaarmaking van het vonnis. Verder kan de Officier van Justitie, indien toepasselijk, maatregelen vorderen. Deze maatregelen zijn te vinden in titel II A van het eerste boek van het Wetboek van Strafrecht. Tot voornoemde maatregelen behoren: de onttrekking aan het verkeer van in beslag genomen voorwerpen⁵³⁹, betaling van een geldbedrag aan de staat ter ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel⁵⁴⁰. Het is in bijzondere gevallen zelfs mogelijk om de maatregel van plaatsing in een psychiatrisch ziekenhuis of om terbeschikkingstelling te vorderen⁵⁴¹. Voorwaarde is wel dat in geval van plaatsing in voormeld ziekenhuis, de verdachte gevaarlijk is voor zichzelf, voor anderen of voor de algemene veiligheid van personen of goederen. In geval het de terbeschikkingstelling betreft, dient vast te staan dat er niet alleen een misdrijf is gepleegd waar een gevangenisstraf van vier jaren of meer op staat, maar ook dat er bij de verdachte tijdens het begaan van het strafbare feit een gebrekkige ontwikkeling of een ziekelijke stoornis van de geestvermogens bestond. De tweede weg wordt gekozen in geval de Officier van Justitie een economisch delict ten laste legt. Een voorbeeld hiervan is het in de Wte'95 neergelegd verbod om als effectenbemiddelaar of als vermogensbeheerder in of vanuit Nederland zonder vergunning, diensten aan te bieden of te verrichten. Op grond van artikel 7 lid 1 Wte'94 jº 1 onder sub 2º jº artikel 2 lid 1 WED, is er dan sprake van een economisch delict. Zo arriveert men via de effectenregelgeving, de Wte'95, bij de WED. In titel II van de WED, de artikelen 5 - 16, zijn de straffen en maatregelen aangegeven: de hoofdstraffen zoals genoemd in artikel 6 lid 1 WED, de bijkomende straffen te vinden in artikel 7 WED en de maatregelen in het daaropvolgend artikel 8. Tot de hoofdstraffen behoren de gevangenisstraf, de hechtenis en de geldboete. Afhankelijk van de aanwezigheid van opzet en dus van het feit of er sprake is van een misdrijf of overtreding, kan er een gevangenisstraf of hechtenis worden gevorderd. De duur van de gevangenisstraf, dan wel van de hechtenis of de hoogte van de geldboete is afhankelijk van het economisch delict. Op grond van artikel

⁵³⁸ Of het verlenen van onbetaalde arbeid ten algemenen nutte; vgl. artikel 9 lid 1 onder a sub 3º WvSr.

⁵³⁹ Vgl. artikel 36b en verder WvSr.

⁵⁴⁰ Vgl. artikel 36e WvSr.

⁵⁴¹ Vgl. artikel 37 e.v. WvSr.

9 lid 2 WvSr j° artikel 91 WvSr kan er een cumulatie van hoofdstraffen plaatsvinden. Dat wil zeggen dat er zowel een gevangenisstraf als een geldboete kan worden opgelegd welke kan oplopen tot € 450.000,- per strafbare feit⁵⁴². Daarnaast kunnen op grond van artikel 6 lid 2 WED ook bijkomende straffen worden opgelegd. Natuurlijk kan er ook alleen een bijkomende straf worden gevorderd en opgelegd. De bijkomende straf kan zelfs gepaard gaan met de oplegging van een maatregel. Zie hiervoor artikel 9 lid 3 WvSr j° 91 WvSr. Tot deze bijkomende straffen behoren de ontzetting van rechten; de gehele of gedeeltelijke stillegging van de onderneming van de veroordeelde; de verbeurdverklaring van bepaalde voorwerpen; de gehele of gedeeltelijke ontzetting van bepaalde rechten en/of voordelen die de veroordeelde in verband met zijn onderneming van overheidswege had of zou krijgen⁵⁴³ en de openbaarmaking van de rechterlijke uitspraak. Tot slot de maatregelen. Zoals reeds vermeld zijn de maatregelen te vinden in artikel 8 WED. Onder a van voornoemd artikel is een schakel te vinden met het commune strafrecht aangezien hier is aangegeven dat de maatregelen zoals vermeld in titel II A, boek 1 van het WvSr, ook in geval van economische delicten kunnen worden opgelegd. Daarnaast kent de WED als maatregel ook de onder bewindstelling van de onderneming van de veroordeelde en de reparatoire maatregel om dat wat is nagelaten alsnog te verrichten of om dat wat wederrechtelijk is verricht, ongedaan te maken. Verder kan als reparatoire maatregel gevorderd worden dat er prestaties worden verricht die het een en ander goedmaken. Dit alles op kosten van de veroordeelde. Artikel 9 WED vermeld, naast artikel 6 lid 2 WED, dat de maatregelen zoals genoemd in artikel 8 onder b en c WED, kunnen cumuleren met andere maatregelen. Verder kunnen de maatregelen ook cumuleren met hoofdstraffen en/of bijkomende straffen. Simpel gezegd bestaat de mogelijkheid dat een veroordeelde (rechts)persoon op grond van de WED en het WvSr een geldboete opgelegd kan krijgen van vele miljoenen. Daarnaast kan de onderneming worden stilgelegd. Dit kan leiden tot vele miljoenen of afhankelijk van de soort onderneming, tot vele miljarden aan schade. Verder kan als bijkomende straf de vergunning ingetrokken worden waardoor de onderneming niet meer actief kan zijn

⁵⁴² Vgl. artikel 23 lid 7 WvSr in geval het een rechtspersoon betreft. Natuurlijk is een vrijheidsstraf niet toepasselijk op een rechtspersoon, wel op de feitelijk leidinggevende of de opdrachtgever dan wel een andere daadwerkelijke pleger van het strafbare feit.

⁵⁴³ Denk aan de reeds verkregen vergunning of ontheffing.

binnen de effectenwereld. Tevens kan de onderneming als maatregel "kaalgeplukt" worden. Op grond van artikel 8 onder a WED j° 91 WvSr j° 36e WvSr kan de Officier van Justitie het wederrechtelijk verkregen voordeel van de veroordeelde (onderneming) ontnemen. De impact van een veroordeling voor een economisch delict kan aldus verstrekkend zijn. In schema ziet het er als volgt uit:

FIGUUR 2.7 Sanctionering van overtredingen van de effectenregelgeving

Een strafrechtelijke procedure sluit een andere procedure niet uit. Het is namelijk niet ondenkbaar dat zich de situatie voordoet dat er ten tijde van een strafrechtelijke procedure, een civielrechtelijke procedure aanhangig wordt gemaakt. Een voorbeeld is het geval dat een vennootschap extra aandelen aanschafft, waardoor de 5% grens wordt overschreden. Indien de desbetreffende onderneming dit niet meldt aan de Autoriteit-FM, begaat zij een economisch delict. Dit kan uiteindelijk ertoe leiden dat het Openbaar Ministerie wordt ingeschakeld. Wanneer deze het opportuun acht, kan de Officier van Justitie besluiten om tot vervolging van de desbetreffende onderneming over te gaan. Zeer waarschijnlijk kan, indien zij het van belang acht, de Autoriteit-FM als belanghebbende civielrechtelijke maatregelen bij de rechtbank vorderen teneinde te voorkomen dat de vennootschap bij voorbeeld voor de duur van maximaal 5 jaren beschikking over de aandelen in het kapitaal van de vennootschap kan verkrijgen⁵⁴⁴. Indien er daadwerkelijk een civielrechtelijke procedure naast een strafrechtelijke procedure wordt gevoerd,

⁵⁴⁴ Vgl. paragraaf 2.5.2. De civielrechtelijke procedure.

zou dit bewijsrechtelijke gevolgen kunnen hebben. Het is van belang te weten welke procedure reeds in gang is gezet. Ingeval het de civielrechtelijke procedure betreft, kan op grond van artikel 14 WvSv worden besloten om de strafrechtelijke vervolging te schorsen totdat de burgerlijke rechter uitspraak heeft gedaan om vervolgens deze uitspraak – indien mogelijk – mee te nemen in het strafrechtelijk proces⁵⁴⁵. De vermelding "indien mogelijk" heeft betrekking op de wijze waarop het bewijs is vergaard. Daar artikel 14 WvSv expliciet vermeldt dat het de burgerlijke rechter betreft, kan er van uit worden gegaan dat in geval het om een bestuursrechtelijke procedure gaat, de strafrechtelijke vervolging op grond van dit wetsartikel niet kan worden geschorst⁵⁴⁶. Het strafprocesuele recht heeft regels en normen gesteld aangaande het bewijs. De aard van het strafrecht en de bijbehorende strafprocedure vereisen een bescherming van de positie van de verdachte. De acceptatie van bewijs in een civielrechtelijk proces houdt nog geen acceptatie in een strafrechtelijk proces in. Aan het bewijs in een strafrechtelijke procedure worden zwaardere eisen gesteld. Het bewijs moet onder meer rechtmatig zijn verkregen. Daarom zal eerst moeten worden vastgesteld hoe het bewijs is vergaard in geval er civielrechtelijk of bestuursrechtelijk bewijsmateriaal tijdens de strafrechtelijke procedure wordt aangeboden. De aard van zowel de bestuursrechtelijke als de civielrechtelijke procedure vereist een zorgvuldige omgang met het bewijs dat is verkregen op grond van specifieke bevoegdheden van de toezichthouder, zoals bijvoorbeeld de Autoriteit-FM. Het kan namelijk zijn dat de Autoriteit-FM een leidinggevende, een directeur of een werknemer van een onderneming op grond van bijvoorbeeld artikel 36 lid 2 en 3 Wte'95 j°1 sub 2° WED om inlichtingen verzoekt. Indien de desbetreffende (rechts)persoon dit zou weigeren zou er sprake zijn van een economisch delict⁵⁴⁷. De persoon is aldus gedwongen om te spreken. Deze afgelegde verklaringen kunnen

⁵⁴⁵ Artikel 14 WvSv luidt als volgt:

1. Indien de waardering van het te laste gelegde feit afhangt van de beoordeling van een geschilpunt van burgerlijk recht kan de rechter, in welken stand der vervolging ook, de vervolging voor een bepaalden tijd schorsen, ten einde de uitspraak van den burgerlijken rechter over het geschilpunt af te wachten.
2. De schorsing kan telkens voor een bepaalden tijd worden verlengd en te allen tijde worden opgeheven.

⁵⁴⁶ Volgens Corstens kan de strafrechter wel het onderzoek ter terechtzitting schorsen in geval dit in het belang van het onderzoek noodzakelijk is. Vgl. Corstens, G.J.M., "*Het Nederlands Strafprocesrecht*", t.a.p. noot 455, p. 209.

⁵⁴⁷ Vgl. artikel 26 WED.

niet zonder meer in een strafrechtelijke procedure worden gebruikt. De jurisprudentie heeft ons geleerd dat dergelijk bewijs "geschoond" moet worden van alle toezichtinformatie wil het in een strafrechtelijke procedure worden gebruikt⁵⁴⁸. Het is wel mogelijk om de uitspraak van de strafrechter in een civiele proces of een bestuursrechtelijke procedure te gebruiken⁵⁴⁹. Aldus kunnen we stellen dat ook de gevolgen van een strafrechtelijke procedure verstrekkend kunnen zijn. Betekent dit dan ook dat het strafrecht in Nederland als ultimum remedium de (potentiële) overtreders van de effectenregelgeving het meest afschrikt of is deze rol toch beter weggelegd voor het bestuursrecht? Deze vraag kan niet met

⁵⁴⁸ In het arrest Saunders, EHRM 17 december 1996, NJ 1997, 699. Dit arrest gaat over twee Engelse drank- en voedingsmiddelenconcerns die beide in 1986 probeerden om een derde bedrijf "Distillers", over te nemen. Zowel het bedrijf Guinness als Argyll proberen in het kader van de overname aandelen Distillers te bemachtigen. Dit doen zij door een aandelenruil aan te bieden. Hiervoor was de beursnotering van Guinness als van Argyll van doorslaggevende betekenis. Uiteindelijk bleek de koers van Guinness het meest aantrekkelijk voor de aandeelhouders van Distillers en kon eerstgenoemde Distillers overnemen. Al ontstond het vermoeden dat de koersstijging van Guinness-aandelen het gevolg waren van een onrechtmatige manipulatie. Dit heeft ertoe geleid dat er vanuit de Engelse overheid een onderzoek werd ingesteld naar de overname van Distillers door Guinness. In het kader van dit onderzoek werd ook de directeur van Guinness, Saunders, gehoord. In dit arrest stond onder meer de vraag centraal of de tijdens het onderzoek door Saunders afgelegde verklaringen in de latere strafzaak gebruikt mochten worden. Hoe ver reikt het Nemo Tenetur beginsel; het recht om niet mee te hoeven werken aan de eigen veroordeling? Immers, in de strafzaak had Saunders als verdachte het recht om te zwijgen terwijl hij tijdens het onderzoek door de Engelse toezichthouder een inlichtingenplicht had. Mogen verklaringen die de burger gedwongen was af te leggen (denk aan de inlichtingenplicht), in een strafrechtelijke procedure – met name een strafproces – tegen hem worden gebruikt? Het antwoord is negatief. Het EHRM heeft in dit arrest beslist dat artikel 6 lid 1 EVRM, niet toestaat dat afgelegde verklaringen die door middel van dwang, dus tegen de wil van de verdachte zijn verkregen, als bewijs in een strafzaak toe worden gelaten. Materiaal dat *onafhankelijk van de wil* van de verdachte bestaat, bijvoorbeeld bloedmonsters of documenten, mag ook wanneer het onder dwang is verkregen, in een strafrechtelijke procedure tegen de verdachte worden gebruikt. Met andere woorden: het Nemo Tenetur beginsel strekt zich niet uit over het gebruik van afgenomen bewijsmaterialen die onafhankelijk van de wil van de verdachte bestaan. Wanneer er in de fase voor de criminal charge, zoals vervat in artikel 6 EVRM, verklaringen door de verdachte zijn afgelegd (bijvoorbeeld in een administratieve onderzoeksfase), mogen deze worden gebruikt tenzij deze verklaringen als bewijsmateriaal zullen worden gebruikt bij de vaststelling van een eventuele strafvervolgning. Vgl. ook het eerder genoemde Funke arrest.

⁵⁴⁹ Vgl. Corstens, G.J.M., "*Het Nederlands Strafprocesrecht*", t.a.p. noot 455, p. 209.

een simpel ja of nee worden beantwoord. Enerzijds kan worden gesteld dat de openbaarheid van het strafrechtelijk proces, de (negatieve) aandacht van de media niet aantrekkelijk zijn voor een onderneming. Men wil de "goede naam" van het bedrijf niet op een negatieve manier onder de aandacht van het grote publiek brengen. Dit kan leiden tot onder meer koersdalingen, winstwaarschuwingen en zelfs een ondergang van het bedrijf. Indien mogelijk vermijdt een bedrijf negatieve publiciteit. Dat wil niet zeggen dat het strafrecht dus als ultimum remedium binnen de wereld van het effectenrecht geldt. Waar vennootschappen, bestuurders van deze ondernemingen beducht voor zijn, is allereerst een reële bedreiging van de onderneming; dat wil zeggen een zeer grote kans dat de onderneming ten onder gaat. Verder vermijden de (leidinggevende) personen uit een onderneming de situatie dat zij niet meer op het terrein van het effectenwezen werkzaam kunnen zijn. Beide situaties kunnen zowel via het strafrecht als via het bestuursrecht worden bewerkstelligd. Het is namelijk mogelijk dat het Openbaar Ministerie maatregelen op grond van de WED toepast en realiseert dat de onderneming van de veroordeelde directeur onder bewind wordt gesteld⁵⁵⁰. Verder kan het Openbaar Ministerie besluiten om als bijkomende straf, naast bij voorbeeld de hoofdstraf van een geldboete van € 450.000,- voor de periode van maximaal een jaar tevens de gehele of gedeeltelijke stillegging van de onderneming te vorderen⁵⁵¹. Dit alles, te samen met de in artikel 8 onder c genoemde verplichting om dat wat wederrechtelijk is verricht of nagelaten, op kosten van de veroordeelde weer ongedaan te maken, is afschrikwekkender voor de verdachte daar het een grote impact kan hebben op zowel zijn bedrijf als op zijn persoonlijke situatie. Hij kan immers niet vrijelijk over zijn onderneming beschikken. Daarnaast kan het strafrechtelijk vonnis ertoe leiden dat de veroordeelde directeur, werknemer moeilijker binnen de effectenwereld aan de slag kan komen. Dit, omdat een strafrechtelijke veroordeling de toekomstige afgifte van een vergunning via bij voorbeeld de Autoriteit-FM bemoeilijkt. De Autoriteit-FM ziet een strafrechtelijke veroordeling, zeker wanneer deze veroordeling gerelateerd kan worden aan eerdere werkzaamheden binnen de sfeer van de effectenwereld, als een belemmering voor de afgifte van een dergelijke vergunning. Immers, de veroordeelde kan dan niet als betrouwbaar worden geacht. Het bedreigende van bovenstaande maatregelen ligt niet in de veroordeling, maar reeds in de fase ervoor. Al

⁵⁵⁰ Zie artikel 8 WED.

⁵⁵¹ Vgl. de artikelen 7 jo 8° 9 WED.

wanneer tegen de verdachte ernstige bezwaren zijn gerezen en in geval de belangen die door het vermoedelijk overtreden wetsartikel of wettelijk voorschrift worden beschermd een spoedig ingrijpen vereisen, kunnen voorlopige maatregelen worden opgelegd⁵⁵². Dat kan betekenen dat de (rechts)persoon zich dient te onthouden van bepaalde handelingen dan wel dat hij ervoor dient te zorgen dat de door het Openbaar Ministerie aangeduide voorwerpen die in beslag genomen zouden kunnen worden, opgeslagen en bewaard worden. Verder kan bij wijze van voorlopige maatregel de onderneming op grond van artikel 29 WED geheel of gedeeltelijk stil worden gelegd; onder bewind worden gesteld, de verdachte kan geheel of gedeeltelijk worden ontzet van bepaalde rechten of voordelen die in verband met zijn onderneming van overheidswege zijn of zouden kunnen worden toegekend. Wanneer verdachte de (rechts)persoon in strijd met de bovengenoemde straffen of (voorlopige) maatregelen handelt, begaat hij volgens artikel 33 WED e.v. opnieuw een economisch delict, met alle gevolgen van dien.

Het strafrecht: een ultimum remedium?

Op grond van het voorafgaande zou verondersteld kunnen worden dat het strafrecht een afschrikwekkende werking heeft. Toch wil dit niet zeggen dat het dan maar als ultimum remedium moet worden beschouwd. Hiervoor moeten eerst de andere procedures naast worden gelegd, te beginnen met de civiele procedure. Wanneer de civiele procedure nader wordt bekeken, kan tot de conclusie worden gekomen dat de dreiging van een mogelijke civiele procedure minder afschrikwekkend is dan in geval het een strafrechtelijke procedure betreft. Dit, daar onder meer de uitkomsten van een civielrechtelijke procedure niet "hoeven"⁵⁵³ door te werken in de strafrechtelijke procedure. Andersom is dat wel het geval. Wanneer de bestuursrechtelijke procedure nader wordt bestudeerd, valt op te merken dat een strafvonnis wél zou kunnen leiden tot bijvoorbeeld de weigering van de Autoriteit-FM om een vergunning op grond van artikel 7 Wte'95 af te geven. De Autoriteit-FM kan namelijk bepalen dat de vergunningaanvrager niet voldoet aan dat wat er in artikel 7 lid 4 onder a wordt vereist.

⁵⁵² Vgl. de artikelen 28 WED e.v.

⁵⁵³ Zo zou een uitspraak van een burgerlijke rechter op grond van artikel 14 WvSv door kunnen werken in het vonnis van de strafrechter. Vgl. hiervoor artikel 14 WvSv.

Artikel 7 Wte'95

1. *Het is verboden zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten. (...)*
2. *Onze Minister verleent, op verzoek, een vergunning als bedoeld in het eerste lid indien de aanvrager aantoont dat wordt voldaan aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels ten aanzien van:*
 - a. *deskundigheid en betrouwbaarheid;*
 - b. *financiële waarborgen, al dan niet tevens op geconsolideerde basis;*
 - c. *bedrijfsvoering en vestiging van het hoofdkantoor;*
 - d. *aan het publiek te verstrekken informatie; en*
 - e. *waarborgen voor een adequaat toezicht op de naleving van de bij of krachtens deze wet gestelde regels. (...)*

De regels die bij of krachtens AMvB waar naar hierboven wordt verwezen zijn te vinden in het eerder genoemde Besluit toezicht effectenverkeer 1995⁵⁵⁴ (Bte'95). In artikel 10 lid 2 Bte'95 wordt nader omschreven wat er onder betrouwbaarheid dient te worden verstaan.

Artikel 10 Bte'95

1. *Een ieder die een effecteninstelling krachtens wet, statuten of reglementen vertegenwoordigt dan wel het dagelijks beleid van een effecteninstelling bepaalt, dient naar het oordeel van de toezichthoudende autoriteit voldoende deskundig te zijn in verband met de bedrijfsvoering van de effecteninstelling.*
2. *De betrouwbaarheid van de in het eerste lid bedoelde personen, de personen die het dagelijks beleid van de effecteninstelling mede bepalen en de personen die rechtstreeks of middellijk bevoegd zijn de in het eerste lid bedoelde personen te benoemen of te ontslaan dient naar het oordeel van de toezichthoudende autoriteit buiten twijfel te staan.*

Alvorens de toezichthouder overgaat tot het verlenen van een vergunning, zal zij eerst oordelen of de vertegenwoordigende personen zoals genoemd in artikel 10 lid 1 Bte'95 wel betrouwbaar zijn. Mede aan de hand van een soort "verklaring omtrent het gedrag" bepaalt de Autoriteit-FM of zij de vergunning zal verlenen. In artikel 20 onder a Bte'95 staat aangegeven dat de voornoemde personen gegevens moeten overleggen op grond waarvan de STE kan oordelen of zij bijvoorbeeld wel aan het betrouwbaarheidsvereiste voldoen.

⁵⁵⁴ Besluit d.d. 8 december 1995, Stb. 623, gewijzigd bij het Besluit d.d. 8 december 1999, Stb. 530 en 590. In de artikelen 10 tot en met 20, hoofdstuk IV van dit besluit, wordt uitvoering gegeven aan artikel 7, lid 4 Wte'95.

Artikel 20 Bte '95

Een effecteninstelling legt, voor zover op haar van toepassing, de volgende gegevens aan de toezichthoudende autoriteit over:

- a. een verklaring omtrent de identiteit en de antecedenten van de personen, bedoeld in artikel 10, alsmede gegevens en bescheiden op basis waarvan de toezichthouder kan beoordelen of deze personen voldoen aan de in dat artikel bedoelde vereisten; (...)*

Een strafrechtelijke veroordeling zal voor de toezichthouder een reden kunnen zijn om te twifelen aan de betrouwbaarheid van de vergunning-aanvragers. Het gevolg van het feit dat deze personen geen vergunning wordt verleend, is dat zij niet kunnen opereren op de effectenmarkt. Wanneer hier de vraag wordt opgeworpen welke procedure afschrikwekkender is, de strafrechtelijke of de bestuursrechtelijke procedure, dan kan dat niet direct worden beantwoord. Zoals hiervoor is aange-toond, kan een strafrechtelijke veroordeling verstreckende gevolgen hebben. Dat zijn niet alleen alle sancties die op grond van het WvSr en op grond van de WED kunnen worden toegepast, waaronder de voorlopige maatregelen, maar ook de directe gevolgen voor het bestuursrecht te weten de weigering van de afgifte van een vergunning. Wanneer het daadwerkelijk tot een veroordeling komt heeft het strafrecht, als handhavingsinstrument, naar mijn mening een terechte afschrikwekkende functie en fungeert het als ultimum remedium.

In het volgende hoofdstuk zal de Amerikaanse toezichthouder, de Securities and Exchange Commission (SEC), centraal staan. Rekening houdend met een verschil van staatsbestel, rechtssysteem en rechtscultuur, zal worden getracht een beeld te schetsen van het Amerikaans toezicht op het effectenverkeer aldaar, mede omdat de USA vaak als voorbeeld dient en diende voor rechtsontwikkelingen in Europa c.q. in Nederland. In hoofdstuk 3 zal worden getracht om de bevoegdheden van de SEC te spiegelen aan die van de Autoriteit-FM zodat de verschillen en overeenkomsten tussen beide toezichthouders in hoofdstuk vier duidelijk kunnen worden weergegeven. Voor zover mogelijk zal dat hoofdstuk daarom een zelfde opbouw hebben als hoofdstuk twee. De verschillende rechtssystemen brengen beperkingen met zich mee. Zo zal in het volgende hoofdstuk de nadruk liggen op het vergelijken van bevoegdheden van de toezichthouders, binnen het Amerikaans federale (effecten)recht en zullen niet alle lagen van het Amerikaans recht, met hun interstatelijke verschillen met name op straf(proces)rechtelijke gebied, doorgrond kunnen worden zoals is vereist bij een zuiver rechtsvergelijkend onderzoek.

Toezicht en regulering van de Amerikaanse effectenwetgeving

Inleiding

In de jaren twintig en dertig van de vorige eeuw waren de Amerikaanse effectenmarkten, ondanks de op dat moment bestaande wettelijk verankerde sturings- en controlemechanismen, instabiel. De reden hiervoor was terug te vinden in de vele malafide praktijken¹. Naar aanleiding hiervan besloot de Amerikaanse overheid om niet alleen federale wetgeving in te voeren, maar om ook een semi-overheidslichaam in het leven te roepen dat toezicht op de effectenhandel moest houden. Dit lichaam, de Securities and Exchange Commission (SEC) moest het beleggen voor de (particuliere) belegger toegankelijk en veiliger maken. Dit trachtte de SEC te bereiken door onder meer ervoor te zorgen dat (potentiële) beleggers toegang kregen tot alle benodigde informatie betreffende de aankoop van effecten.

Tot op heden geniet de SEC een buitengewoon hoog aanzien. Zowel handelaren als beleggers die te maken hebben met Amerikaanse aandelen gaan omzichtig met haar om. Daarnaast maken haar buitenlandse collega-toezichthouders, zoals in Nederland de Autoriteit-FM; de ECD en het Openbaar Ministerie, graag gebruik van de kennis en ervaring van de SEC. Dit is dan ook de reden dat de SEC in dit hoofdstuk nader wordt bekeken. In het volgende hoofdstuk zullen de bevoegdheden van de Nederlandse toezichthouder vergeleken worden met de SEC en zullen verschillen en overeenkomsten worden behandeld.

Hieronder zal het historisch kader worden geschetst door de situatie vóór de instelling van de SEC te beschrijven. Vervolgens zal de SEC worden besproken waarbij niet alleen naar de oorspronkelijke doelstellingen zal

¹ Skousen, K.F. *An introduction to the SEC*, Cincinnati 1987, South-Western publishing Co., p. 4.

worden gekeken, maar ook naar de huidige doelstellingen en bevoegdheden. Hier zal worden aangegeven welke rol de SEC thans speelt en over welke machtsmiddelen zij beschikt. Om een duidelijk beeld van de reikwijdte van de taken en bevoegdheden van de SEC te krijgen, mag een kleine introductie in het Amerikaans recht(systeem) niet ontbreken.

3.1 Een introductie in het Amerikaans recht

Het Amerikaans rechtssysteem wordt beheerst door het beginsel van scheiding der machten en de leer van Checks and Balances. Dit houdt in dat een strikte scheiding wordt aangelegd tussen: de Wetgevende macht, de Uitvoerende macht en de Rechtsprekende macht. Hiermee wordt getracht om het volk te beschermen tegen enige vorm van tirannie door te voorkomen dat een bepaalde macht de controle over de gehele overheid, het gehele land, uitoefent. Deze scheiding van machten brengt met zich mee dat elke macht bevoegd en in staat is om de gedragingen van de andere twee machten te controleren. Alvorens specifiek op de SEC in te gaan, die overigens onder de uitvoerende macht ondergebracht kan worden, volgt een korte inventarisatie van de machtsblokken.

3.1.1 De verdeling van machten

De wetgevende macht

Op grond van de constitutie is alle wetgevende macht aan het Amerikaans Congres gedelegeerd. Het Congres wordt gevormd door de Senaat en het Huis van Afgevaardigden². Alvorens een wetsvoorstel naar de President van de Verenigde Staten gaat voor goedkeuring (of voor een veto), moet het door zowel de Senaat, als het Huis van Afgevaardigden zijn goedgekeurd. In de Senaat zijn er, per staat, 2 senatoren aanwezig³. In het Huis van Afgevaardigden wordt een andere verdeelsleutel gehanteerd. Dat wil niet zeggen dat er een ongelimiteerd aantal afgevaardigden is. Vastgesteld is dat het Huis van afgevaardigden niet meer dan 435 leden zal toelaten. In artikel I, section 8 van de U.S. Constitution worden de bevoegdheden van het Congres beschreven.

² U.S. Constitution, article I, section 1:

All legislative powers herein granted shall be vested in a Congress of the United States, which shall consist of a Senate and House of Representatives.

³ U.S. Constitution, article I, section 3:

The Senate of the United States shall be composed of two Senators from each state, chosen by the legislature thereof, for six years; and each Senator shall have one vote...

Voorts zijn in de volgende sections, 9 en 10, de grenzen van de bevoegdheden van het Congres vastgesteld.

De uitvoerende macht

De constitutie heeft de uitvoerende macht op nationaal niveau aan de president van de Verenigde Staten van Amerika toegekend.

U.S. Constitution, article II, section 1

The executive power shall be vested in a President of the United States of America. He shall hold his office during the term of four years, and, together with the Vice President, chosen for the same term, be elected, as follows:

Artikel II, section 1 van de U.S. Constitution bepaalt dat de president voor de tijd van vier jaren wordt gekozen. Een Amerikaanse president is op grond section 2 voornoemde artikel van de U.S.C. bevoegd om gezag over het leger te voeren; verdragen te sluiten; personen aan te stellen in topfuncties van overheidsdiensten; ambassadeurs aan te wijzen en rechters te benoemen.

U.S. Constitution, article II, section 2

The President shall be commander in chief of the Army and Navy of the United States, and of the militia of the several states, when called into the actual service of the United States; he may require the opinion, in writing, of the principal officer in each of the executive departments, upon any subject relating to the duties of their respective offices, and he shall have power to grant reprieves and pardons for offenses against the United States, except in cases of impeachment. He shall have power, by and with the advice and consent of the Senate, to make treaties, provided two thirds of the Senators present concur; and he shall nominate, and by and with the advice and consent of the Senate, shall appoint ambassadors, other public ministers and consuls, judges of the Supreme Court, and all other officers of the United States, whose appointments are not herein otherwise provided for, and which shall be established by law: but the Congress may by law vest the appointment of such inferior officers, as they think proper, in the President alone, in the courts of law, or in the heads of departments. The President shall have power to fill up all vacancies that may happen during the recess of the Senate, by granting commissions which shall expire at the end of their next session.

De rechterlijke macht

Tot slot de rechterlijke macht. Volgens de Amerikaanse constitutie zijn er twee soorten rechtbanken. De eerste is de onafhankelijke Supreme Court, te vergelijken met onze Hoge Raad der Nederlanden die op grond van de constitutie tot stand is gekomen. Ten tweede zijn er de lagere

rechtbanken die door het Congres worden ingesteld⁴. De Supreme Court is volgens artikel III sections 1 en 2 van de U.S.C. bevoegd om hoger beroep en in enkele gevallen zaken in eerste aanleg te behandelen.

U.S. Constitution, article II, section 2

The judicial power shall extend to all cases, in law and equity, arising under this Constitution, the laws of the United States, and treaties made, or which shall be made, under their authority;--to all cases affecting ambassadors, other public ministers and consuls;--to all cases of admiralty and maritime jurisdiction;--to controversies to which the United States shall be a party;--to controversies between two or more states;--between a state and citizens of another state;--between citizens of different states;--between citizens of the same state claiming lands under grants of different states, and between a state, or the citizens thereof, and foreign states, citizens or subjects. In all cases affecting ambassadors, other public ministers and consuls, and those in which a state shall be party, the Supreme Court shall have original jurisdiction. In all the other cases before mentioned, the Supreme Court shall have appellate jurisdiction, both as to law and fact, with such exceptions, and under such regulations as the Congress shall make. The trial of all crimes, except in cases of impeachment, shall be by jury; and such trial shall be held in the state where the said crimes shall have been committed; but when not committed within any state, the trial shall be at such place or places as the Congress may by law have directed.

Zoals reeds vermeld heeft de machtenscheiding tot gevolg dat de drie machten elkaar moeten kunnen controleren. Zo kan de wetgevende macht, het Congres, het gedrag van de uitvoerende macht, de President van de Verenigde Staten van Amerika, controleren door hem of haar óf ieder andere uitvoerende ambtenaar te ontheffen uit haar functie, via een impeachment procedure, indien bewezen kan worden dat deze tijdens de uitvoering van zijn functie een misdaad heeft begaan⁵.

U.S. Constitution , article II, section 4

The President, Vice President and all civil officers of the United States, shall be removed from office on impeachment for, and conviction of, treason, bribery, or other high crimes and misdemeanors.

⁴ U.S. Constitution, article III, section 1:

The judicial power of the United States, shall be vested in one Supreme Court, and in such inferior courts as the Congress may from time to time ordain and establish. The judges, both of the supreme and inferior courts, shall hold their offices during good behaviour, and shall, at stated times, receive for their services, a compensation, which shall not be diminished during their continuance in office.

⁵ U.S. Constitution, article II, section 4. Diverse Amerikaanse Presidenten, te weten Johnson, Nixon en Clinton hebben op directe of indirecte wijze te maken gehad met een (mogelijke) impeachment. Geen van deze presidenten is ooit afgezet in een dergelijke procedure. Vgl. Simon, W., *International Securities Regulation: United States booklet 1*, Oceana Publications inc., April 1994, p. 4.

De President kan op zijn beurt het gedrag van de wetgevende macht controleren door zijn veto uit te spreken over wetsvoorstellen van het Congres. Het effect van zo'n presidentiële veto is relatief omdat het Congres bevoegd is om een veto van de President met tweederde meerderheid van zowel de Senaat als van het Huis van Afgevaardigden te overrulen.

U.S. Constitution, article I, section 7

All bills for raising revenue shall originate in the House of Representatives; but the Senate may propose or concur with amendments as on other Bills. Every bill which shall have passed the House of Representatives and the Senate, shall, before it become a law, be presented to the President of the United States; if he approves he shall sign it, but if not he shall return it, with his objections to that House in which it shall have originated, who shall enter the objections at large on their journal, and proceed to reconsider it. If after such reconsideration two thirds of that House shall agree to pass the bill, it shall be sent, together with the objections, to the other House, by which it shall likewise be reconsidered, and if approved by two thirds of that House, it shall become a law. (...) Every order, resolution, or vote to which the concurrence of the Senate and House of Representatives may be necessary (except on a question of adjournment) shall be presented to the President of the United States; and before the same shall take effect, shall be approved by him, or being disapproved by him, shall be repassed by two thirds of the Senate and House of Representatives, according to the rules and limitations prescribed in the case of a bill.

De rechterlijke macht kan wetten die inhoudelijk indruisen tegen de principes zoals vastgelegd in de Amerikaanse Constitutie, ongrondwettelijk verklaren. Tot slot kan ook de rechterlijke macht, zij het indirect, door het Congres en/of de President worden gecontroleerd. Het Congres kan in theorie die rechtbanken instellen die zij nodig acht ter aanvulling op de United States Supreme Court⁶. Daarnaast kan het Congres ook besluiten om het aantal rechters bij de Supreme Court te verhogen. Ondanks deze bevoegdheid heeft het Congres daar sinds 1869 geen gebruik van gemaakt⁷. De President kan de rechters benoemen van zijn voorkeur. Vaak zijn het rechters met dezelfde politieke kleur. Een der-

⁶ Zie U.S. Constitution, article I, section 8:

The Congress shall have power to lay and collect taxes, duties, imposts and excises, to pay the debt and provide for the common defense and general welfare of the United States; but all duties, imposts and excises shall be uniform throughout the United States;... To constitute tribunals inferior to the Supreme Court; " en zie ook article III onder section 1: "... The judicial power of the United States, shall be vested in one Supreme Court, and in such inferior courts as the Congress may from time to time ordain and establish.

⁷ Simon, W., *International Securities Regulation: United States booklet 1*, Oceana Publications inc., April 1994, p. 4.

gelijke benoeming door de President kan tot slot weer door de Senaat worden tegengehouden. Immers, de Senaat dient de keuze van de President te bevestigen. Dat de drie machten van elkaar gescheiden zijn, houdt in de praktijk niet in dat zij elkaar niet kunnen beïnvloeden. De SEC bijvoorbeeld, een zelfstandig bestuursorgaan⁸, zou in beginsel zelfstandig en dus onafhankelijk van wetgevende en uitvoerende macht moeten beslissen. Toch wil het voorkomen dat zij zich door deze machten laat beïnvloeden en dat kan worden gesproken van "politieke controle". Zoals later uit paragraaf 3.5.1 zal blijken, kan de wetgevende macht de SEC "stimuleren" om bepaalde onderzoeken te verrichten. De SEC zal in haar beslissing om een zaak wel of niet nader te onderzoeken, op haar beurt gevoelig zijn voor een dergelijke "stimulus" omdat zij enerzijds voor haar budget en anderzijds voor het delegeren en toekennen van bepaalde bevoegdheden afhankelijk is van de wetgevende macht, het Congres. Daarnaast kan de uitvoerende macht, de President, uit onvrede met het door de SEC gevoerd beleid, besluiten om een andere voorzitter te benoemen.

Uit het voorafgaande is gebleken dat het ideaal van de scheiding der machten, niet in alle "lagen van de overheid" zijn uitwerking vindt. Bij de handhaving van de effectenregelgeving kan de SEC door de twee hierboven genoemde machten beïnvloed worden. De taak van de rechterlijke macht is om de beslissingen genomen door het administratieve bestuursorgaan, de SEC, te beoordelen. In de volgende paragraaf zal de rechterlijke macht nader worden bekeken en zal worden getracht het systeem van Amerikaanse rechtbanken in kaart te brengen.

3.1.2 *De verschillende rechtsprekende instanties*

De in paragraaf 3.1.1 genoemde rechtbanken zijn, in grote lijnen, onder te verdelen in rechtspraak door federale rechtbanken, statelijke rechtbanken en administratieve (hoor)zittingen. De administratieve (hoor)zittingen, of administrative tribunals, worden gehouden door de

⁸ De SEC wordt beschreven als "the agency charged with principal responsibility for the enforcement and administration of the federal securities laws." Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 13. Verder wordt het volgende over de SEC vermeld: "The SEC is an independent agency; it is not attached to the Congress nor is it a part of any executive department". Vgl. Gellhorn, E. en Levin, R.M., *Administrative Law and Process in a nutshell*, West Group, St. Paul: Minnesota, 1997, p. 11.

administratieve agencies waar de SEC toe behoort. Deze agentschappen behoren tot de uitvoerende macht en zijn in het leven geroepen om bepaalde functies uit te voeren. In de wetgeving waarin is bepaald dat een specifieke administratieve agentschap/organisatie in het leven dient te worden geroepen, zijn de bevoegdheden van een dergelijk agentschap te vinden. Een administratieve agentschap of organisatie heeft over het algemeen de bevoegdheid om hoorzittingen te houden. Dat houdt in dat de desbetreffende partijen de zaak voorleggen aan een Administrative Law Judge (ALJ); een hearing officer ofwel een overheidsdienaar in dienst gesteld om hoorzittingen voor te zitten. Met de uitspraak van een administrative law judge, "rulings", kunnen de desbetreffende partijen in hoger beroep gaan bij de hoogste instantie van de administratieve organisatie. In geval van de SEC zou het beroep plaatsvinden voor het voltallige bestuur van de Securities and Exchange Commission. Voorts kunnen partijen met een ruling ook in beroep gaan bij de rechtbank⁹. De federale rechtbank mag volgens section 2 van artikel 3 van de U.S. Constitution, alleen die zaken behandelen die terug te leiden zijn tot de federale wetgeving of tot de verdragen van Amerika en de Amerikaanse grondwet; de Constitutie. De federale rechtbanken worden ook wel Federal trial- of district courts genoemd. In elke Amerikaanse staat is er ten minste één federale district court te vinden. In 1999 waren er in de United States of America 94 district courts waar federale zaken werden behandeld. Deze district courts zijn bevoegd om in eerste aanleg zowel civiele als federale strafzaken te behandelen. In geval een zaak alleen statelijke wetgeving betreft, maar deze wetgeving te maken heeft met federale wetten, dan is de federale rechtbank bevoegd. Ook zaken tussen burgers van verschillende staten; burgers van een staat en een ander land, een buitenlandse burger of een buitenlandse ondernemer, worden voor de federale rechtbank behandeld. Boven deze federale district courts, zijn de United States Courts of Appeals, de circuit courts, te vinden. Hier komt het hoger beroep van zaken die door de federale district court en/of door andere speciale rechtbanken zijn behandeld, aan bod. Er zijn 13 circuits, dat wil zeggen: twaalf circuits die de diverse staten geografisch

⁹ Simon, W., *International Securities Regulation: United States booklet 1*, Oceana Publications inc., april 1994, p. 7.

vertegenwoordigen¹⁰ en een circuit te weten de Federal Circuit. Laatstgenoemde behandelt beroepszaken afkomstig van speciale rechtbanken waarvan de U.S.A. kamer van internationale handel er een is. Boven de United States Courts of Appeals – de circuit courts – is de United States Supreme Court te vinden. In geval een partij de zaak in hoger beroep, bij een van de Courts of Appeals – de circuit courts – verliest, heeft deze niet het recht om dezelfde zaak nog eens te laten behandelen door de United States Supreme Court, Amerika's hoogste rechtsprekende instantie. Het kan wel voorkomen dat de Supreme Court zelf geïnformeerd wil zijn en besluit om de zaak te bekijken, maar dan geschiedt dat vanuit de Supreme Court zelf. In een dergelijk geval laat het U.S.A. Supreme Court de lagere rechtbank weten dat het de zaak nader wil bekijken. Dit wordt ook wel de "certiorari jurisdiction" genoemd. Daarnaast heeft het U.S.A. Supreme Court ook de "obligatory appellate jurisdiction"¹¹. Dit laatste houdt in dat alle zaken die te maken hebben met de vraag of statelijke wet- of regelgeving niet indruisen tegen de federale Constitutie, automatisch bij het U.S.A. Supreme Court terechtkomen. Voorts heeft het Supreme Court ook een "original jurisdiction". Dat wil zeggen dat bepaalde zaken direct voor het Supreme Court komen zonder dat er een andere rechtsinstantie naar kan kijken. Een voorbeeld hiervan is een geschil tussen twee Amerikaanse staten. Tot slot heeft het U.S. Supreme Court de "exclusive jurisdiction" over procedures tegen buitenlandse ambassadeurs.

¹⁰ Voorbeelden van een paar circuits zijn: het eerste circuit bestaat uit Maine, Massachusetts, New Hampshire, Rhode Island en Puerto Rico. Het tweede circuit bestaat uit Connecticut, New York en Vermont. Zo worden alle staten van de U.S.A. verdeeld in 11 circuits. Het twaalfde circuit bestaat geheel uit de District of Colombia. Het laatste en dertiende circuit is het Federal Circuit. Everett, P.I., *Legal Secretary Federal Litigation*, 4th edition, 1997, James Publishing Inc., p. 1-2 tot 1-3.

¹¹ U.S. Constitution, article III, section 2.

FIGUUR 3.1 *Het systeem van Amerikaanse rechtbanken*

Bron: Bureau of National Affairs' directory of State and Federal Courts, Judges and Clerks, 1999 edition p. 1

3.2 De ontstaansgeschiedenis van de SEC

De in de inleiding genoemde malafide praktijken, waar de manipulatie van effectenkoersen een voorbeeld van is, zorgden voor instabiele effectenmarkten. Bij prijs- of koersmanipulatie creëerden effectenhandelaren op een kunstmatige wijze hoge prijzen of koersen door grote hoeveelheden effecten op de markt te brengen of uit de markt te halen. Hierdoor kreeg de belegger de illusie dat de vraag naar bepaalde aandelen gedaald, of juist gestegen was. De kans was dan zeer groot dat de belegger daar naar ging handelen. De handelaar kon nu de aandelen tegen een lagere koers kopen of juist tegen een te hoge koers verkopen. Door zo spoedig mogelijk te handelen kon de malafide handelaar zijn voordeel halen alvorens de koersen weer stegen of daalden naar hun werkelijke (markt)waarde. Naast prijs- of koersmanipulatie werd in voornoemde periode ook grif gebruik gemaakt van "kopen op krediet". Dat wil zeggen dat ook de minder kapitaal krachtige beleggers de mogelijkheid hadden om te kunnen beleggen. Hiertoe werd door de effectenhandelaren ongelimiteerd krediet aan de beleggers verleend. Dit ging goed totdat de koersen instortten. Vanaf dat moment waren de effecten minder waard dan dat wat de beleggers hadden geleend. Deze beleggers moesten er voor zorgen dat zij hun crediteuren voldoende aanvullende zekerheid konden bieden c.q. konden terugbetalen. Tot slot maakten ingewijde personen binnen een bedrijf misbruik van bepaalde bedrijfskennis. Hierdoor konden zij voortijdig maatregelen treffen om zo te profiteren

van de koersfluctuaties wanneer de betreffende informatie publiekelijk bekend werd¹².

De effectenwetgeving, welke niet in staat was om deze ongeregelde heden tegen te gaan, bestond uit federale en statelijke regelingen. Een van de eerste federale effectenwetten was de Sherman Act¹³. Deze wet werd aan het eind van de 19^{de} eeuw ingevoerd. In 1898 werd door het Amerikaans Congres een commissie geïnstalleerd die de positie van de (potentiële) beleggers onder de loep nam. Deze commissie, The Industrial Commission, rapporteerde in 1902 aan het Congres dat het voor (potentiële) beleggers mogelijk moest zijn om toegang te kunnen krijgen tot bepaalde bedrijfsinformatie, waaronder de jaarverslagen. Op deze wijze zou de belegger meer vertrouwen in de markt kunnen krijgen. Er werden diverse pogingen gedaan om wetten in te voeren die bedrijfsinformatie toegankelijker voor beleggers moesten maken, maar veel verder dan deze pogingen kwam de federale wetgever niet. De statelijke wetgever bereikte op dat gebied veel meer. In 1913 werd de verkoop van effecten reeds in 23 staten gereguleerd¹⁴. Deze regelgeving bestond enerzijds uit regels die op het plegen van fraudeleuze handelingen met betrekking tot de verkoop van effecten diverse sancties stelden. Anderzijds gaven deze regels de voorwaarden aan waaraan voldaan moest worden bij de verkoop van effecten. De statelijke wetgeving uit de beginperiode kreeg al gauw de bijnaam: "blue sky laws". Uit diverse rechterlijke uitspraken en vonnissen was immers gebleken dat deze statelijke wetgeving voorkwam dat beleggers aandelen van malafide handelaren kochten die achteraf evenveel waard bleken te zijn als een hoopje blauwe lucht¹⁵. Weliswaar waren er meer statelijke dan federale regels, maar toch bleken eerstgenoemde regels niet altijd in de praktijk te volstaan. De verschillende statelijke regels maakten het de fraudeurs niet onmogelijk om hun praktijken voort te zetten. Immers, dat wat in staat A was verboden,

¹² Skousen, K.F. *a.w.*, p. 4.

¹³ Deze wet behoort tot de categorie: "anti-trust acts". Dat zijn wetten tegen prijs- en monopolievorming die de vrije handel in het algemeen beperken. De belangrijkste Amerikaanse anti-trust wetten zijn: de Sherman Act uit 1890, de Clayton Act uit 1914, de Federal Trade Commission Act uit 1914 en de Robinson Patman Act uit 1936.

¹⁴ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, Plano, Texas, 1986, Business publications inc., p. 9.

¹⁵ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, *a.w.*, p. 9.

werd niet altijd in staat B of C strafbaar gesteld. Daarnaast schortte het ook vaak aan de uitvoering van de statelijke regels. Hierdoor bleken de statelijke regels lang niet altijd effectief te zijn. Staten die wel de moeite namen om de regelgeving na te doen leven en toezicht op een goede uitvoering te houden, werden vaak weer in de wielen gereden door het slachtoffer, de belegger. Zodra de staat poogde een bedrijf of handelaar te vervolgen, bood deze het slachtoffer een (ruime) schadevergoeding aan. Vaak nam het slachtoffer dit aanbod aan en kon de staat niet meer verder vervolgen aangezien er geen slachtoffer en/of getuige meer was. Kortom, statelijke regelgeving bleek niet voldoende te zijn wanneer niet alle staten dezelfde handelingen strafbaar stelden en reguleerden¹⁶. Dit kwam nog sterker tot uiting toen vanaf eind augustus tot en met oktober 1929 de aandelenkoersen enorm daalden. Velen raakten een groot deel van hun vermogen kwijt. De dalende koersen leken zich daarna te stabiliseren, maar aan het begin van 1930 zakten zij nog verder. Beseffende dat meer statelijke wetgeving niet de oplossing bood, ontstond er meer vraag naar en ruimte voor federale wetgeving. In 1932 gaf de Amerikaanse Senaat toestemming aan het Congres om de mogelijkheden van federale wetgeving op dit terrein te onderzoeken. Dit onderzoek, dat door een industriële commissie was uitgevoerd, gaf uiteindelijk aanleiding tot de totstandkoming van de Securities Act van 1933¹⁷ en de Securities Exchange Act van 1934¹⁸. Naar aanleiding van laatstgenoemde wet werd in 1934 de Securities and Exchange Commission (SEC) opgericht¹⁹. Na haar oprichting werd het de taak van de SEC om de uitvoering van voornoemde wetten te verzorgen²⁰. Zij moest ervoor te zorgen dat de (particuliere) belegger over alle benodigde materiële informatie over effecten kon beschikken. Deze informatie moest niet alleen volledig zijn, maar ook betrouwbaar. Het was in beginsel niet de bedoeling van de SEC om te voorkomen dat er speculatieve aandelen werden verhandeld. De SEC moest er voor zorgen dat de effectenhandel zo betrouwbaar mogelijk werd en dat de beleggers weer vertrouwen in

¹⁶ Skousen, K.F., *An introduction to the SEC*, a.w., p. 2 - 4.

¹⁷ Deze wet zou vertaald kunnen worden als de Effectenwet 1933.

¹⁸ Deze wet zou ook wel de Effectenhandelswet 1934 genoemd kunnen worden.

¹⁹ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. v.

²⁰ Voor de oprichting van de SEC was de Federal Trade Commission verantwoordelijk voor de uitvoering van de Securities Act uit 1933. Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. 11.

de Amerikaanse effectenmarkten zouden krijgen. Dit zou de Amerikaanse economie ook ten goede komen. Immers, een eerlijke en doorzichtige effectenmarkt zou meer beleggers en dus meer kapitaal trekken dan een fraudegevoelige markt. Om dit te bereiken kreeg de SEC niet alleen de bevoegdheid om regels te stellen, maar ook de bevoegdheid om overtredingen van de effectenwetgeving te sanctioneren²¹. Uit deze wetgeving bleek dat de SEC niet alleen in het leven was geroepen om de (institutionele) beleggers te reguleren, maar dat zij ook de tussenpersonen die de (potentiële) beleggers adviezen verstrekken diende te reguleren. Voor de uitvoering van deze taken en bevoegdheden was het van belang dat de SEC met een goede interne structuur te werk ging. In paragraaf 3.3 volgt een bespreking hiervan. Vervolgens zal in paragraaf 3.4 nadruk worden gelegd op de wijze van handhaving van de (federale) effectenwetgeving. Alvorens de interne structuur te bespreken, volgt een kennisgeving met de relevante Amerikaanse effectenwetgeving. Deze wetgeving bepaalt namelijk in hoeverre de bevoegdheden van de SEC reiken. Dit maakt het makkelijker om inzicht in haar interne structuur te krijgen.

3.3 De relevante Amerikaanse effectenwetgeving

De Amerikaanse overheid is bevoegd om zowel op federaal als op statelijk gebied het effectenverkeer te reguleren²². Federale wetgeving, of "interstatelijke wetgeving", is afkomstig van het Amerikaans Congres. De verschillende Amerikaanse staten zijn bevoegd om alleen op statelijk gebied effectenregels uit te vaardigen. Hier is dan ook het verschil tussen de beide soorten effectenwetgeving terug te vinden. Reikt statelijke wetgeving tot aan de grenzen van de desbetreffende staat; federale wetgeving is overkoepelend van aard en heeft daardoor ook een groter bereik. Wetgeving gericht op effectentransacties die de grenzen van een staat overschrijden, zal door het Amerikaans Congres zijn uitgevaardigd. De verschillende Amerikaanse staten zijn namelijk maar tot op zekere hoogte vrij in het afkondigen van hun effectenwetgeving. Zij hebben als beperking dat de wetgeving niet in strijd mag zijn met de federale wetgeving²³.

²¹ Skousen, K.F., *An introduction to the SEC*, a.w., p. 6 - 16.

²² Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 8.

²³ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 9.

Dat de Amerikaanse overheid door middel van zowel federale- als statelijke regulering de (potentiële) belegger tracht te beschermen, blijkt onder andere door haar streven om de belegger bekend te maken met alle relevante informatie over het aan te kopen aandeel. Zo is het bijvoorbeeld van belang om te weten hoeveel het aandeel nu daadwerkelijk waard zal zijn. Daarnaast meent de Amerikaanse overheid dat de belegger voortdurend op de hoogte moet worden gehouden van het wel en wee van de onderneming wiens aandelen hij in zijn bezit heeft. Men spreekt van "disclosure" of "openbaarmaking" of "onthulling". Disclosure wordt in de Verenigde Staten van Amerika (U.S.A.) in een adem genoemd met bescherming van de belegger en met de SEC. De SEC ziet er op toe dat de belegger voldoende bescherming geniet op de effectenmarkten. Om de belegger te beschermen heeft de Amerikaanse overheid naast de disclosure-regel, ook maatregelen tegen fraude, "anti-fraud measurements", in de effectenwetgeving opgenomen. Een voorbeeld hiervan is de registratieplicht voor onder andere tussenpersonen die handelen in effecten. Gezien de vertrouwensrelatie met de belegger en de geringe kennis van de effectenhandel bij laatstgenoemde, vond de overheid het belangrijk om deze groep te reguleren. Naast registratieplichtigen heeft de Amerikaanse overheid in de effectenwetgeving verschillende sancties opgenomen. Het kan zijn dat een gedupeerde belegger merkt dat malafide handelaar net onder de wettelijke sancties uit kan komen omdat de desbetreffende handeling niet in strijd met de regels is. In dat geval kan deze belegger, ook wanneer een bepaalde situatie niet wettelijk is geregeld, toch een civiele actie instellen en een beroep doen op de civiele aansprakelijkheid²⁴. De Amerikaanse rechtspraak heeft deze vorm van sanctionering geaccepteerd. In paragraaf 3.5 zal een bespreking plaatsvinden van de verschillende procedures.

De Amerikaanse effectenwetgeving kan worden onderverdeeld in federale kaderwetten en materiële (federale) regelgeving, te weten de uitvoeringsregels. Allereerst volgt een beschrijving van de federale wetten, waarna de uitvoeringsregelgeving zal worden besproken.

²⁴ 17 C.F.R. § 200.1(j) General statement and statutory authority: (...) "*Administrative sanctions, injunctive remedies, civil money penalties and criminal prosecution. There are also private rights of action for investors injured by violations of the Acts.*" Zie ook Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 3.

3.3.1 Externe regelgeving; de kaderwetgeving

De Amerikaanse kaderwetten op het gebied van het effectenverkeer hebben de vorm van "federal statutes" of federale effectenwetgeving. De federal statutes zijn wetten, "acts", die door het Amerikaanse Congres zijn uitgevaardigd. Deze wetten zijn gelijk aan de Amerikaanse treaties (verdragen), maar evenals de verdragen ondergeschikt aan de Amerikaanse grondwet (constitution). De federale (semi-)overheidsorganen, zoals de SEC, zijn ook bevoegd om regelgeving uit te vaardigen. Deze uitvoeringsregelgeving, de administrative rules en regulations, moet wel in overeenstemming zijn met de federale wetgeving, de federal statutes. Naast de federale (semi-)overheidsorganen, is ook de Amerikaanse president bevoegd om federale besluiten uit te vaardigen, zij het in beperkte mate²⁵. Deze presidentiële besluiten op federaal niveau staan bekend als de executive orders²⁶. De federale regelgeving is superieur aan de statelijke wetgeving. Tot de statelijke wetgeving behoren de state constitution, state statutes en de regelgeving van de statelijke (semi-)overheidsorganen te weten de state administratieve rules en regulations²⁷. Onder de regelgeving van de 50 Amerikaanse staten, komt de gemeentelijke- of regionale regelgeving. Dit is de regelgeving van de verschillende counties, ook wel te beschouwen als districten. Deze counties zijn weer onderverdeeld in verschillende gemeentes. Tot de regelgeving van de verschillende counties behoren: de municipal (gemeentelijke) charters, municipal ordinances en municipal rules en regulations. In schema ziet de legislatieve hiërarchie er als volgt uit:

²⁵ De president kan niet ongelimiteerd executive orders uitvaardigen. Deze orders dienen namelijk eerst door het Amerikaans Congres te worden goedgekeurd alvorens zij van kracht kunnen worden.

²⁶ Clark, D.S. en Ansay, T., *Introduction to the Law of the United States*, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, The Netherlands, 1992, p. 44.

²⁷ Allan Farnsworth, E., *An introduction to the legal system of the United States*, Oceana Publications Inc., New York, U.S.A., 1996, p. 62 - 63.

FIGUUR 3.2 De Amerikaanse legislatieve hiërarchie

De federale effectenwetgeving, of de federal statutes, omvat -in grote lijnen- zeven verschillende federale kaderwetten te weten:

- 1) *de Securities act uit 1933 (SA);*
- 2) *de Securities Exchange Act uit 1934 (SEA);*
- 3) *de Public Utility Holding Company Act uit 1935 (PUHCA);*
- 4) *de Trust Indure Act uit 1939 (TIA);*
- 5) *de Investment Company Act uit 1940 (ICA);*
- 6) *de Investment Advisers Act uit 1940 (IAA) en*
- 7) *de Securities Investor Protection Act uit 1970 (SIPA).*

Van deze zeven wetten zijn er vier die een belangrijke rol vervullen: de SA'33; de SEA'34; de ICA'40 en de IAA'40. In de processen gevoerd door de SEC, particuliere beleggers of door Justitie staan dikwijls de overtredingen van deze vier wetten centraal. Deze wetten zijn ieder afzonderlijk herhaaldelijk gewijzigd²⁸. Voor een compleet overzicht volgt hier een korte bespreking van de hierboven genoemde effectenwetten.

Ad 1. De Securties Act uit 1933

Op grond van de Securities Act 1933 dienen alle effecten die aan het publiek worden aangeboden, eerst bij de Federale Handelscommissie – de FTC – te worden geregistreerd²⁹. Later na de oprichting van de

²⁸ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 10.

²⁹ Bekend als "Federal Trade Commission".

SEC, kwam de registratie onder het toezicht van de SEC. Het niet voldoen aan de registratieplicht leidt tot overtreding van deze wet. Naast de hiervoor genoemde registratieplicht, bevat deze wet ook de prospectusplicht. Dat houdt in dat alvorens effecten aan het publiek worden aangeboden, er een prospectus uitgebracht moet zijn waarin relevante informatie over de effecten en de emittent moet zijn vermeld. Voorts verbiedt deze wet elke vorm van frauduleus handelen met betrekking tot de koop of verkoop van effecten. Tot slot bevat de Securities Act uit 1933 zowel een civielrechtelijke- als een strafrechtelijke aansprakelijkheid in geval men niet overeenkomstig deze wet handelt³⁰.

Ad 2. De Securities Exchange Act uit 1934

De basis voor effectenregulering was reeds gelegd. Deze wet ging verder dan haar voorgangster en kwam met verscheidene bepalingen die zich richtten op de verschillende actoren binnen de effectenhandel. Centraal staat de oprichting van de SEC. Vanaf dat moment, 1934, kreeg de SEC de opdracht zorg te dragen voor de Securities Act uit 1933. Naast de oprichting van de SEC leidde de Securities Exchange Act uit 1934 voor de nationale effectenbeurzen tot de verplichting om zich te laten registreren bij en te controleren door de SEC. Niet alleen de effectenbeurzen, maar ook de intermediairs, de brokers en de effectenhandelaren die een interstatelijke over-the-counter³¹ handel voeren kregen deze verplichting opgelegd. Inherent aan deze registratie werd de verklaring van de potentiële geregistreerden om overeenkomstig de regels van de SEC te zullen handelen. Dat hield voor de effectenbeurzen onder meer in dat de effectenbeurzen niet alleen de statutes van het Congres, maar ook de voorschriften en regelgeving van de SEC in acht moesten nemen. Daarnaast dienden de beurzen ook de aanvullende regelgeving van de SEC op de door hen zelf gevormde regels in acht te nemen. Ook de geregistreerde brokers/commissionairs en effectenhandelaren moesten vanaf dat moment voldoen aan alle wetten en voorschriften die door de SEC zijn vastgesteld³².

³⁰ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, Plano, Texas: 1986, Business publication inc., p. 21.

³¹ Over-the-counter handel houdt in dat aandelen buiten de beurs om, onderling tussen de grote beurspartijen worden verhandeld.

³² McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 252.

Naast registratie van de effectenbeurzen en bepaalde actoren binnen de effectenhandel, heeft de vaststelling van de Securities Exchange Act uit 1934 geleid tot de "disclosure". Alle voor (potentiële)beleggers belangrijk geachte informatie diende op grond van deze wet voor hen beschikbaar te worden gesteld. Als belangrijke informatie werd beschouwd: de informatie die van belang was of kon zijn voor een te nemen beslissing van een belegger betreffende de aan- of verkoop van effecten. Deze verplichting werd opgelegd aan de ondernemer wiens effecten werden verhandeld en waar het publiek eigendom van zou kunnen verkrijgen³³. Voorts werd in deze wet het verbod neergelegd om de (ver)koop van effecten te manipuleren of te misleiden. Daarnaast begrensde de Amerikaanse overheid de kredietmogelijkheden voor het aankopen van effecten. Een recente financiële terugval in de jaren 1968 - 1970, leidde tot een wijziging van de Securities Exchange Act uit 1934. Deze wet werd aangevuld met een verruiming van de bevoegdheden van de SEC aangaande de nationale effectenbeurzen³⁴.

Ad 3. De Public Utility Holding Company Act uit 1935

Een jaar na de Securities Exchange Act, kwam de Public Utility Holding Company Act tot stand. De aanleiding hiertoe was gelegen in het misbruiken van zowel elektriciteits- als gas-nutsbedrijven. Het Amerikaans Congres ontdekte dat de complexe constructie van deze nutsbedrijven bepaalde vormen van misbruik vergemakkelijkte. Het bleek namelijk dat gas en elektra in heel Amerika in handen waren van enkele grote nutsbedrijven die zich in het oosten van het land hadden geconcentreerd. Er was onrust onder de Amerikaanse bevolking ontstaan omdat zij van mening waren dat nutsbedrijven niet landelijk maar lokaal moesten worden geleid³⁵. Op grond van de in 1935 in werking getreden Public Utility Holding Company Act moesten openbare nutsbedrijven die buiten de staat van vestiging opereerden en die door middel van hun dochtermaatschappijen te maken kregen met elektriciteits-, nutsbedrijven of met de distributie van gas, zich bij de SEC registreren en zich houden

³³ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. 32.

³⁴ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 11.

³⁵ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. 34.

aan diens regulering³⁶. Dit hield in dat de bedrijven die een belang van minimaal 10 procent van de aandelen in hun bezit hadden, verplicht werden dit te melden bij de SEC. De Public Utility Holding Company Act uit 1935 heeft er onder meer voor gezorgd dat de structuren van de nutsbedrijven doorzichtiger werden³⁷.

Ad 4. De Trust Indenture Act uit 1939

Na drie wetten op het gebied van de effectenwetgeving, voerde het Congres in 1939 de Trust Indenture Act in. Deze wet richt zich op "trust indentures" of op "vermogens-beheersovereenkomsten" met een verzekerde uitkering boven de \$ 1 miljoen³⁸. De aanleiding voor deze wet was dat het Amerikaans Congres ontdekte dat vele beheersovereenkomsten zelden de gewenste bescherming boden aan de aandeelhouders³⁹. Om te voorkomen dat beleggers de dupe zouden worden van malafide vermogensbeheerders, stelde het Congres in deze wet eisen aan bepalingen die in dergelijke overeenkomsten moeten voorkomen. In beginsel vallen deze beheersovereenkomsten onder de Securities Act uit 1933 omdat alle effecten die verkocht of gekocht worden, volgens deze wet dienen te worden geregistreerd. De Trust Indenture Act uit 1939 schrijft bepaalde standaardbepalingen voor die de aansprakelijkheid en verantwoordelijkheid van partijen aangeeft. Daarnaast is in deze wet de verplichting opgenomen om beleggersbeschermende bepalingen in de overeenkomst op te nemen⁴⁰.

Ad 5. De Investment Company Act uit 1940

Met de invoering van de Investment Company Act richtte de federale overheid zich op een specifieke groep: "de beleggingsmaatschappijen". Evenals bij de vorige effectenwetgeving kreeg de SEC ook hier de bevoegdheid om toezicht uit te oefenen. Het gevolg was dat deze maatschappijen verplicht werden om zich te registreren bij de SEC. Dat wil niet zeggen dat zij alleen op grond van deze wet registratieplichtig waren;

³⁶ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 252.

³⁷ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 11.

³⁸ Omgerekend zou dat ongeveer 1 miljoen euro's bedragen.

³⁹ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. 35.

⁴⁰ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 12.

de Securities Act uit 1933 en de Securities Exchange Act uit 1934 gaven al een registratieverplichting. De in 1940 ingevoerde Investment Company Act kwam met de verplichting, in tegenstelling tot de wetten uit 1933 en 1934, dat bedrijven wier werkzaamheden betrekking hadden op gemeenschappelijke fondsen, zich moesten laten registreren. Dat waren voornamelijk ondernemers die niet alleen bedrijfsmatig investeerden, herinvesteerden en handelden in effecten, maar die tevens voor hun investeerders effecten in eigen beheer hadden gekocht, aanboden, verkochten en vasthielden. Deze registratie had onder meer tot gevolg dat de betreffende bedrijven verplicht werden om hun financiële situatie en investeringsbeleid te openbaren en dat zij dit niet zonder toestemming van hun aandeelhouders meer mochten wijzigen⁴¹.

Een belangrijk verschil tussen de Securities Act uit 1933, de Securities Exchange Act uit 1934 en de Investment Company Act, is dat met de inwerkingtreding van laatstgenoemde wet onder meer elke vorm van arbeidsrechtelijke betrokkenheid van iemand, die reeds was veroordeeld voor fraude of iemand die ook maar enigszins daarmee kon worden geassocieerd, bij een beleggingsmaatschappij werd verboden. Daarnaast is in de Investment Company Act het verbod opgenomen om zonder voorafgaande toestemming van de SEC transacties tussen bepaalde afdelingen binnen een beleggingsmaatschappij en leidinggevenden, waaronder de directie, uit te voeren. In deze wet zijn niet alleen verboden te vinden, maar ook verplichtingen voor de beleggingsmaatschappijen. Zo zijn er in de wet regels te vinden die betrekking hebben op de leiding van de beleggingsmaatschappijen en op het kapitaal van een dergelijke onderneming. Daarnaast heeft de federale overheid in deze wet bepaald dat in geval een beleggingsmaatschappij haar beleid wil veranderen, zij dit eerst aan haar toezichthouder, de SEC, ter goedkeuring moet voorleggen⁴². In 1970 vond er een wijziging plaats van de Investment Company Act uit 1940. Toegevoegd werd de bepaling dat de "beloningen" van leidinggevenden binnen het bedrijf scherp door de SEC zouden worden gecontroleerd⁴³.

⁴¹ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 252.

⁴² Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. 35.

⁴³ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 12.

Ad 6. De Investment Advisers Act uit 1940

De Investment Advisers Act die ook in 1940 in werking trad, is in 1960 gewijzigd. Deze wet ziet vooral toe op de (professionele) beleggingsadviseurs. Op grond van deze wet zijn alle personen die op professioneel gebied beleggingsadviezen verstrekken verplicht om alle benodigde informatie openbaar te maken. Dat wil zeggen dat zij informatie moeten verstrekken die reikt van hun specifieke achtergrond tot aan de wijze waarop hun commissie is samengesteld. In geval de SEC meent dat een beleggingsadviseur in strijd met de wet of aanwijzingen van de SEC handelt, is zij bevoegd om de registratie van deze adviseurs te schorsen of zelfs ongedaan maken.

Ad 7. De Securities Investor Protection Act uit 1970

Tot slot is er de Securities Investor Protection Act uit 1970. Deze wet is in het leven geroepen om ondernemingen/commissionairs die in financiële problemen zijn geraakt, te begeleiden bij een correcte afhandeling van hun schulden. Op deze wijze zullen er uiteindelijk minder gedupeerde beleggers zijn. Om de begeleiding zo goed mogelijk te laten verlopen is er naar aanleiding van deze wet een instantie in het leven geroepen. Deze instantie, genaamd: "The Securities Investor Protection Corporation (SIPC)", is onafhankelijk van de federale overheid. De SIPC, welke bevoegd is om toezicht te houden op voornoemde ondernemingen, bepaalt de wijze waarop de onderneming dan wel commissionair haar of zijn schuld dient te voldoen. Een dergelijke "betalingsregeling" moet het de desbetreffende bedrijven mogelijk maken om hun schulden te sarneren⁴⁴.

In de federale effectenwetten zijn alle eisen, met betrekking tot de registratie, de periodieke rapporten en de aanvragen tot goedkeuring voor bepaalde effectentransacties te vinden⁴⁵. De officiële teksten van de statutes worden door de federale overheid in de *United States Statutes at Large* op chronologische volgorde gepubliceerd⁴⁶. Om de toegang tot deze wetten te vergemakkelijken, heeft de Amerikaanse overheid besloten om de federale kaderwetten en eventuele wijzigingen daarvan op onderwerp samen te bundelen en te publiceren in de *United States Code*

⁴⁴ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 13.

⁴⁵ Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission, a.w.*, p. 36.

⁴⁶ Zie titel 1, section 112 van de United State Code (1 U.S.C. § 122).

(U.S.C.)⁴⁷. Hierin zijn de belangrijkste federale effectenwetten, te beginnen met de Securities Act uit 1933, te vinden in titel 15, hoofdstukken 2A-2D, paragrafen 77a tot en met 80b-21⁴⁸. De federal statutes bestaan uit verschillende "sections" die te vergelijken zijn met de Nederlandse wetsartikelen. Evenals bij de Nederlandse wetsartikelen het geval is, hebben sommige sections een subverdeling, bijvoorbeeld 1, 2, 3 of a, b, c, dan wel i, ii, iii. Volgens de officiële overheidspublicaties dienen de federal statutes te worden geciteerd zoals zij in de United State Code zijn aangegeven. Dat wil zeggen dat bijvoorbeeld section 77h uit de Securities Act 1933 (15 U.S.C. § 77) geciteerd moet worden als: 15 U.S.C. § 77h en section 77h-1 als 15 U.S.C. § 77h (1). In de praktijk bleek dit systeem niet goed te werken. Dit leidde ertoe dat er binnen de wereld van het effectenverkeer een eigen nummering ontstond. Eenieder die werkzaam is binnen deze wereld hanteert de nummering zoals dat in de wet zelf is aangegeven. Het eerste wetsartikel van de Securities Act, § 77a, is section 1 geworden; het tweede wetsartikel, § 77b, section 2 enzovoort. Dat wil zeggen section 77h wordt geciteerd als: § 8 en section 77h-1 als § 8A van de Securities Act. De federale effectenwetten, die niet altijd duidelijk en rechtlijnig zijn, kunnen worden beschouwd als kaderwetten die een nadere invulling behoeven. In geval van de effectenwetgeving geschiedt deze nadere invulling door de SEC, een "federal administrative agency" of een federaal administratief bestuursorgaan dat in aanvulling op de federale kaderwetgeving, de materiële regelgeving creëert. Men spreekt hier van de "federal administrative rules and regulations".

3.3.2 Externe regelgeving; de uitvoeringsregels

De Amerikaanse effectenwetgeving kent drie soorten SEC regels c.q. SEC rules, welke te beschouwen zijn als aanvullende rechtsbronnen. De officiële teksten van deze SEC rules zijn gepubliceerd in titel 17, hoofdstuk 2, van de *Code of Federal Regulations* (C.F.R.). De rules zijn ieder afzonderlijk genummerd en voorzien van een titel. Iedere kaderwet, zoals de Securities Act uit 1933 en de Securities Exchange Act uit 1934 begint met een eigen nummering. In casu is dat § 230 en § 240 van de C.F.R.

⁴⁷ Campbell, D. en Hepperle, W., *The U.S. Legal System: a practice handbook*, The Hague, Martinus Nijhoff Publishers, 1983, p. 33 - 35.

⁴⁸ 15 U.S.C. §§ 77a - 80b(21).

Deze rules worden, net als bij de federale wetgeving in de U.S.C het geval is, ook sections genoemd. In de C.F.R. hebben de rules per federale wet weer een andere nummering. De eerste rule behorende bij de Securities Act uit 1933, is genummerd: section 100; het tweede: nummer 101 en zo voort. Rules behorende bij de Securities Exchange Act uit 1934 hebben een andere nummering in de C.F.R. gekregen. Bij deze wet begint de nummering met section 0-1 en het tweede met 0-2. De eerste SEC rule behorende bij de Securities Act uit 1933, rule 100, wordt als volgt geciteerd: 17 C.F.R. § 230.100. De eerste SEC rule behorende bij de Securities Exchange Act uit 1934, rule 0-1, wordt geciteerd als 17 C.F.R. § 240.0-1. In tegenstelling tot de kaderwetgeving blijkt deze wijze van citeren wel te werken. Bij toekomstig gebruik van een rule zal naast de officiële citeerwijze ook worden aangegeven van welke wet de rule een uitwerking is. Om een compleet beeld van de Amerikaanse effectenwetgeving te krijgen dient naast de federale statutes, de regelgeving van de SEC ook rekening gehouden te worden met de zelfregulering van de verschillende actoren binnen het effectenverkeer. Alvorens in de volgende paragraaf de zelfregulering te bespreken zal worden gekeken naar de SEC regelgeving; de uitvoeringsregels.

De SEC regelgeving kan worden onderscheiden in "general rules" (de algemene regels) en "regulations" (de regulering). Tot de SEC rules behoren: 1) de procedurele of de technische regels; 2) regels die verschillende rechtsbegrippen nader uitleggen en 3) de uitvoeringsregels. Procedurele- of technische regels zijn regels die een bepaalde procedure duidelijk omschrijven of die aangeven wat de minimale vereisten voor bijvoorbeeld een prospectus zijn. Zie als voorbeeld de algemene regel, general rule 135 behorende bij de Securities Act 1933 (17 C.F.R. § 230.135 (versie 1999)).

General rule 135 Notice of certain proposed offerings

- a. *For the purpose only of section 5 of the Act, a notice given by an issuer that it proposes to make a public offering of securities to be registered under the Act shall not be deemed to offer any securities for sale if such notice states that the offerings will be made only by means of a prospectus and contains no more than the following additional information;*
 1. *The name of the issuer;*
 2. *The title, amount, and basic terms of the securities proposed to be offered, the amount of the offering, if any, to be made by selling security holders, the anticipated time of the offering and a brief statement of the manner and purpose of the offering without naming the underwriters;*
- (...)

- c. *Notwithstanding the provisions of paragraphs (a) and (b) of this section, in the case of a rights offering of a security listed or subject to unlisted trading privileges on a national securities exchange or quoted on the NASDAQ inter-dealer quotation system information with respect to the interest rate, conversion ratio and subscription price may be disseminated through the facilities of the exchange, the consolidated transaction reporting system, the NASDAQ system or the Dow Jones broad tape, provided such information is already in a registration statement on file with the Commission.*

In de hierboven genoemde rule wordt aangegeven dat de uitgifte van de in § 5 van de Securities Act 1933 (15 U.S.C. § 77e) genoemde effecten⁴⁹ geregistreerd moeten worden. Voorts is in deze rule bepaald dat de geregistreerde effecten niet eerder aangeboden mogen worden dan nadat er een prospectus is uitgegeven. Vervolgens worden verdere inhoudelijke eisen aan de prospectus aangegeven. Zo is vermeld dat onder andere de naam van de emittent, de titel van de emissie en de hoeveelheid uit te geven effecten in een prospectus dienen te worden aangeduid. Een voorbeeld van een technische regel is rule 402 behorende bij regulering C van de Securities Act 1933 (17 C.F.R. § 230.402)

Regulation C rule 402 Number of copies; bindings; signatures

- a. *Three copies of the complete registration statement, including exhibits and all other papers and documents filed as a part of the statement, shall be filed with the Commission. Each copy shall be bound, in one or more parts, without stiff covers. The binding shall be made on the side or stitching margin in such manner as to leave the reading matter legible. At least one such copy of every registration shall be manually signed by the persons specified in section 6(a) of the Act. Unsigned copies shall be conformed.*
- b. *Ten additional copies of the registration statement, similarly bound, shall be furnished for use in the examination of the registration statement, public inspection, copying and other purposes. Where a registration statement incorporates into the prospectus documents which are required to be delivered with the prospectus in lieu of prospectus presentation, the ten additional copies of the registration statement shall be accompanied by ten copies of such documents. No other exhibits are required to accompany such additional copies.*
- c. *Notwithstanding any other provision of this section, if a registration statement is filed on Form S-8, three copies of the complete registration statement, including exhibits and all other papers and documents filed as a part of the statement, shall be filed with the Commission. Each copy shall be bound, in one or more parts,*

⁴⁹ Dit zijn effecten waarmee men voornemens is om interstatelijke handel mee te voeren of via een postorderbedrijf buiten de staat te verkopen. Alvorens dat mogelijk is vereist de Securities Act 1933 dat zulke effecten eerst bij de SEC dienen te worden geregistreerd. Zie Securities Act of 1933, section 5, onder a (15 U.S.C. § 77e (a))

without stiff covers. The binding shall be made on the side or stitching margin in such manner as to leave the reading matter legible. At least one such copy shall be manually signed by the persons specified in section 6(a) of the Act. Unsigned copies shall be conformed. Three additional copies of the registration statement, similarly bound, also shall be furnished to the Commission for use in the examination of the registration statement, public inspection, copying and other purposes. No exhibits are required to accompany the additional copies of registration statements filed on Form S-8.

- d. *Notwithstanding any other provision of this section, if a registration statement is filed pursuant to Rule 462(b) and Rule 110(d), one copy of the complete registration statement, including exhibits and all other papers and documents filed as a part thereof shall be filed with the Commission. Such copy should not be bound and may contain facsimile versions of manual signatures in accordance with paragraph (e) of this section.*
- e. *Signatures. Where the Act or the rules thereunder, including paragraphs (a) and (c) of this section, require a document filed with or furnished to the Commission to be signed, such document shall be manually signed, or signed using either typed signatures or duplicated or facsimile versions of manual signatures. Where typed, duplicated or facsimile signatures are used, each signatory to the filing shall manually sign a signature page or other document authenticating, acknowledging or otherwise adopting his or her signature that appears in the filing. Such document shall be executed before or at the time the filing is made and shall be retained by the registrant for a period of five years. Upon request, the registrant shall furnish to the Commission or its staff a copy of any or all documents retained pursuant to this section.*

Bovenstaande regel omvat alle aanwijzingen hoe de aanvraag voor registratie bij de SEC ingediend moet worden. Zo wordt onder a van deze regel aangegeven dat de registratieaanvraag in drievoud dient te worden ingeleverd voorzien van bewijs- en andere vereiste stukken. Voorts is onder a vermeld dat elk kopie ingebonden moet worden ingeleverd op een dusdanige wijze dat de inhoud te lezen blijft. Een gebonden kopie mag niet voorzien zijn van een harde kapt maar moet wel een handtekening bevatten van een persoon⁵⁰ zoals genoemd in section 6 van de Securities Act 1933. Onder b tot en met e van rule 402 behorende bij regulering C van de Securities Act 1933, (17 C.F.R. § 230.402 (b-e)), worden overige registratievereisten vermeld en uitgewerkt.

⁵⁰ In sectie 6 van de Securities Act 1933 worden diverse personen genoemd die de in te dienen kopie moeten "meetekenen". Zo worden genoemd: de emittent, de belangrijkste uitvoerder(s)/verzorger(s) van de emissie, het voltallige bestuur, hoofdcaccountant en hoofd financiën. Afhankelijk van het feit of de rechtspersoon uit het buitenland komt of niet, wordt er de handtekening van Amerikaanse vertegenwoordiger gevraagd.

De tweede groep SEC rules verduidelijkt de kaderwetten door bepaalde in deze wetten voorkomende termen te definiëren. Een voorbeeld hiervan is de hierna te noemen algemene regel, general rule 130 behorende bij de Securities Act 1933 (17 C.F.R. § 230.130) waarin is uitgelegd wat er onder "regels en regulering" moet worden verstaan. Een ander voorbeeld van een definiëringregel is rule 405 behorende bij regulering C van de Securities Act 1933 (17 C.F.R. § 230.405).

Regulation C rule 405 Definition of terms

Unless the context otherwise requires, all terms used in Rule 400 to Rule 494, inclusive, or in the forms for registration have the same meanings as in the Act and in the general rules and regulations.

In addition, the following definitions apply, unless the context otherwise requires:

(...)

- *Commission: The term Commission means the Securities and Exchange Commission. (...)*
- *Electronic filing: The term electronic filing means a document under the federal securities laws that is transmitted or delivered to the Commission in electronic format. (...)*
- *Voting security: The term voting securities means securities the holders of which are presently entitled to vote for the election of directors.*
- *Wholly owned subsidiary: The term wholly owned subsidiary means a subsidiary substantially all of whose outstanding voting securities are owned by its parent and/or the parent's other wholly owned subsidiaries.*

In deze rule treft men bepaalde begrippen aan die nader worden omschreven. Bijvoorbeeld de term "Commissie", volgens bovenstaande rule wordt de SEC met deze term bedoeld. Daarnaast is in de Securities Act 1933 ook de term "elektronisch indienen" te vinden. Deze term komt in verschillende federale effectenwetten terug. Hiermee wordt bedoeld het op elektronische wijze, bijvoorbeeld E-mail, indienen van aanvragen bij de SEC. Voorts treft men onder de vele begrippen ook de term "effecten met stemrechten" aan. Hiermee worden effecten bedoeld waarmee de houders daarvan het recht hebben om mee te stemmen bij de verkiezing van bestuurders. De laatste definitie van bovengenoemde regel is de definitie van een "100% dochtermaatschappij". Hiermee worden dochtermaatschappijen bedoeld waarvan alle uitstaande stemrechten in handen zijn van de oudermaatschappij of in handen van andere dochtermaatschappijen van dezelfde oudermaatschappij.

Tot slot heeft de delegatie van regelgevende bevoegdheden van het Congres tot gevolg gehad dat de SEC in haar wetgeving uitvoeringsregels

heeft verwerkt. Een voorbeeld hiervan is general rule 10b-1 behorende bij de Securities Exchange Act 1934 (17 C.F.R. § 240.10b-1):

Rule 10b-1 Prohibition of use of manipulative or deceptive devices or contrivances with respect to certain securities exempted from registration

The term manipulative or deceptive device or contrivance, as used in section 10(b), is hereby defined to include any act or omission to act with respect to any security exempted from the operation of section 12(a) pursuant to any section in this part which specifically provides that this section shall be applicable to such security if such act or omission to act would have been unlawful under section 9(a), or any rule or regulation heretofore or hereafter prescribed thereunder, if done or omitted to be done with respect to a security registered on a national securities exchange, and the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails or of any facility of any national securities exchange to use or employ any such device or contrivance in connection with the purchase or sale of any such security is hereby prohibited.

In bovengenoemd artikel definieert de SEC de betekenis van manipulatie of misleidend handelen zoals dat in section 10 van de Securities Exchange Act 1934, (15 U.S.C. § 78j) wordt gehanteerd. Daarnaast is in dit artikel onder meer het verbod opgenomen om gebruik te maken van iedere vorm van manipulatief of misleidend handelen door toepassing van list en/of bedrog, dan wel van andere middelen en/of verzinselen, bij de koop of verkoop van effecten.

De hierboven genoemde drie vormen van regelgeving duiden aan dat de SEC grif gebruik heeft gemaakt van de haar op grond van de 7 effectenwetten toekomende regelgevende bevoegdheid. Naast regels heeft de SEC ook algemeen toepasbaar-verklaringen afgelegd en standaard-formulieren uitgegeven. Volgens de algemene regel 130 behorende bij de Securities Act 1933 (17 C.F.R. § 230.130) worden deze formulieren naast de effectenwetten (de statutes) ook tot de rechtsbronnen gerekend.

Rule 130 Definition of "Rules and Regulations" as used in certain sections of the Act

The term rules and regulations as used in sections 7, 10(a), (c) and (d) and 19(a) of the Act, shall include the forms for registration of securities under the Act and the related instructions thereto.

Zoals reeds is vermeld heeft de SEC regelgeving tot doel om bij te dragen tot vereenvoudiging van de "disclosure". Als voorbeeld kunnen de hiervoor genoemde standaardformulieren aangewend worden. De rechtskracht van deze formulieren is gelijkgesteld aan de voornoemde SEC rules. Hiermee beoogt zij de verschillende beursactoren ertoe te dwingen

om deze formulieren in te vullen en om zo de openbaarmakingverplichting na te leven. Naast deze regels en standaardformulieren doet de SEC veel aan informele regelgeving. Dat wil zeggen dat zij haar visie over actuele vraagstukken in de vorm van nieuwsbrieven openbaart en verspreidt. Voorts kan de SEC in uitzonderingsgevallen "no-action letters" ofwel een soort gedoogverklaringen afgeven. Zij geeft dergelijke verklaringen af in geval een individu er om verzoekt. Het kan namelijk zo zijn dat deze onzeker is of een bepaalde uit te voeren transactie wel volgens de regels en dus wettelijk geoorloofd is. In dat geval bekijkt een speciale afdeling van de SEC alle voorwaarden waaronder deze transactie zal worden uitgevoerd en besluit dan om deze wel of niet toe te staan. Indien zij besluit om te gedogen verklaart zij schriftelijk aan de aanvrager dat zij het bestuur van de SEC zal adviseren om geen actie te ondernemen indien deze alsnog tot actie zou willen overgaan. De voorwaarde is wel dat de transactie op dezelfde wijze wordt uitgevoerd als bij de aanvraag is aangegeven⁵¹.

Uit bovenstaande kan worden geconcludeerd dat de SEC regelgeving neerkomt op:

- a) de hiervoor genoemde "rules", algemeen toepasbaar verklaringen, standaardformulieren;
- b) nieuwsberichten en
- c) "no-action" brieven of gedoogverklaringen.

In figuur 3.3 volgt een overzicht van de rechtsbronnen van het Amerikaans effectenrecht.

⁵¹ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 17.

FIGUUR 3.3 De rechtsbronnen

3.3.3 Interne regelgeving; zelfregulering

Zoals reeds is aangegeven speelt de zelfregulering ook een belangrijke rol binnen de Amerikaanse regelgeving. De zelfregulering gebeurt door verschillende organisaties die door het Congres hiertoe bevoegd zijn gemaakt tot het creëren van effectentypische regelgeving.

Volgens section 3 onder punt 26 van de Securities Exchange Act 1934 (15 U.S.C. § 78c (26)), worden tot de zelfregulerende organisaties (Zro) gerekend:

Section 3 Definitions and application

26) *The term "self-regulatory organization" means any national securities exchange, registered securities association, or registered clearing agency, or (solely for purposes of sections 78s(b), 78s(c), and 78w(b) of this title) the Municipal Securities Rulemaking Board established by section 78o-4 of this title.*

Hieruit kan worden afgeleid dat de voornoemde Zro's, die vervolgens zullen worden besproken, zijn:

- A. de verschillende nationale effectenbeurzen⁵²;
- B. de geregistreerde nationale effectenorganisaties⁵³;

⁵² Bijvoorbeeld de New York Stock Exchange (NYSE).

⁵³ Dit is een nationale zelf regulerende organisatie van effectenhandelaren.

- C. de geregistreerde clearingorganisatie⁵⁴; en
- D. de Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB)⁵⁵.

Deze organisaties zijn volgens section 19 sub a onder 1 van de Securities Exchange Act 1934, (15 U.S.C. § 78s (a-1)), verplicht om zich bij de SEC te laten registreren en zich aan diens regels te houden.

Section 19 Registration, responsibilities, and oversight of self-regulatory organizations

(a) Registration procedures; notice of filing; other regulatory agencies

(1) The Commission shall, upon the filing of an application for registration as a national securities exchange, registered securities association, or registered clearing agency, pursuant to section 6, 15A, or 17A of this title, respectively, publish notice of such filing and afford interested persons an opportunity to submit written data, views, and arguments concerning such application. Within ninety days of the date of publication of such notice (or within such longer period as to which the applicant consents), the Commission shall-

(A) by order grant such registration, or

(B) institute proceedings to determine whether registration should be denied.

Such proceedings shall include notice of the grounds for denial under consideration and opportunity for hearing and shall be concluded within one hundred eighty days of the date of a publication of notice of the filing of the application for registration. At the conclusion of such proceedings the Commission, by order, shall grant or deny such registration. The Commission may extend the time for conclusion of such proceedings for up to ninety days if it finds good cause for such extension and publishes its reasons for so finding or for such longer period as to which the applicant consents. The Commission shall grant such registration if it finds that the requirements of this chapter and the rules and regulations thereunder with respect to the applicant are satisfied. The Commission shall deny such registration if it does not make such finding.

Naast de plicht om zich bij de SEC te laten registreren, heeft de federale wetgever de zelfregulerende organisaties ook de bevoegdheid gegeven om leden te schorsen, lidmaatschappen te beëindigen, boetes en/of andere

⁵⁴ Hiermee worden organisaties bedoeld die berekenen welke bedragen de beursactoren, koper of verkoper, elkaar verschuldigd zijn voor de aan- of verkoop van effecten. Een clearingorganisatie houdt zich alleen bezig met de berekening van verschuldigde bedragen. Een clearing en settlement organisatie gaat verder en verzorgt ook de settlement. Dit houdt in dat een dergelijke organisatie de transacties voltooit en er voor zorgt dat de verkoper de effecten overdraagt aan de koper en de koper het verschuldigde bedrag aan de verkoper overmaakt.

⁵⁵ Dit is een zelfregulerende organisatie waarin plaatselijke effectenhandelaren zijn verenigd.

disciplinaire straffen op te leggen. Deze bevoegdheden zijn terug te vinden in onder andere section 23 sub a onder punt 1 (15 U.S.C. §78w (a-1))⁵⁶.

Section 23 Rules, regulations, and orders; annual reports

(a) Power to make rules and regulations; considerations; public disclosure

(1) The Commission, the Board of Governors of the Federal Reserve System, and the other agencies enumerated in section 3(a)(34) of this title shall each have power to make such rules and regulations as may be necessary or appropriate to implement the provisions of this chapter for which they are responsible or for the execution of the functions vested in them by this chapter, and may for such purposes classify persons, securities, transactions, statements, applications, reports, and other matters within their respective jurisdictions, and prescribe greater, lesser, or different requirements for different classes thereof. No provision of this chapter imposing any liability shall apply to any act done or omitted in good faith in conformity with a rule, regulation, or order of the Commission, the Board of Governors of the Federal Reserve System, other agency enumerated in section 3(a)(34) of this title, or any self-regulatory organization, notwithstanding that such rule, regulation, or order may thereafter be amended or rescinded or determined by judicial or other authority to be invalid for any reason.

Indien de Zro besluit om een van haar leden aan een disciplinaire procedure te onderwerpen, dient zij de desbetreffende persoon volgens de wet hieromtrent te informeren en aan te geven op welke gronden zij de disciplinaire sanctie wilt toepassen⁵⁷. Daarnaast dient de Zro ook de toezichthouder, de SEC, hierover in te lichten. Laatst genoemde kan, indien nodig, de opgelegde sanctie bevestigen of aanpassen dan wel de zaak terugverwijzen naar de Zro voor herziening⁵⁸. Indien de SEC de sanctie bevestigt, wordt dit een definitieve SEC beslissing, een final order, die vatbaar is voor beroep bij de U.S.A. Court of Appeals⁵⁹.

De verschillende nationale effectenbeurzen

Voordat de SEC in het leven werd geroepen, reguleerden de Amerikaanse effectenbeurzen zichzelf door middel van regels die zij hun leden

⁵⁶ Vgl. 15 U.S.C. §§ 78f(b)(6) en (d)(1); 78o-3 (b)(7) en 78s (g)(1) ook wel genoemd de sections 6 (b)(6) en (d)(1); 15A(b)(7) en (h)(2) en tot slot section 19 (g)(1) van de Securities Exchange Act'34 of 15 U.S.C. § 78s (g)(1) (versie 1999).

⁵⁷ Voor effectenbeurzen is dit geregeld in section 6 (d)((2) van de Securities Exchange Act'34 of 15 U.S.C.

§ 78f (d)(2) en voor de NASD is dit te vinden in section 15A(h) Oftewel 15 U.S.C. § 78o-3 (h) (versie 1999).

⁵⁸ Vgl. section 19(d) e.v. Oftewel 15 U.S.C. § 78s9(d) e.v. in het bijzonder onder sub (e)(1)(A) (versie 1999).

⁵⁹ Zie section 25 van de Securities Exchange Act'34 oftewel 15 U.S.C. § 78y (versie 1999).

oplegden. Een van de belangrijkste effectenbeurzen is de New York Stock Exchange (NYSE). Na 140 jaar van pure zelfregulering stelde het Congres de SEC in⁶⁰. De pure vorm van zelfregulering verdween. Hiervoor in de plaats bleven de acht effectenbeurzen⁶¹ bevoegd om regels voor hun leden op te stellen en te handhaven, maar deze moesten dan wel in overeenstemming met de regels van de SEC zijn. In de Securities Exchange Act 1934 werd in section 5, (15 U.S.C. § 78e), opgenomen dat beurzen pas na registratie bij de SEC als effectenbeurzen mochten fungeren. Door deze, hiervoor reeds genoemde, registratieverplichting moesten alle nationale beurzen in Amerika een registratieaanvraag bij de SEC indienen.

Section 5 Transactions on unregistered exchanges.

It shall be unlawful for any broker, dealer, or exchange, directly or indirectly, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce for the purpose of using any facility of an exchange within or subject to the jurisdiction of the United States to effect any transaction in a security, or to report any such transaction, unless such exchange

- (1) is registered as national securities exchange under section 78f of this title, or*
- (2) is exempted from such registration upon application by the exchange because, in the opinion of the Commission, by reason of the limited volume of transactions effected on such exchange, it is not practicable and not necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors to require such registration.*

In Section 6 onder a tot en met f, (15 U.S.C. § 78f (a-f)), van bovengenoemde wet heeft het Congres de registratie-eisen nader uitgewerkt.

Section 6 National securities exchanges

(a) Registration; application

An exchange may be registered as a national securities exchange under the terms and conditions hereinafter provided in this section and in accordance with the provisions of section 78s(a) of this title, by filing with the Commission an application for registration in such form as the Commission, by rule, may prescribe containing the rules of the exchange and such other information and documents as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

⁶⁰ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 195.

⁶¹ De American Stock Exchange in New York; de New York Stock Exchange; de Boston Stock Exchange; de Chicago Board Options Exchange; de Chicago Stock Exchange; de Cincinnati Stock Exchange in Chicago; de Philadelphia Stock Exchange in Washington en de Pacific Exchange in San Francisco. Voorts is er ook een stockmarket of een effectenmarkt, namelijk de Nasdaq Stock Market.

Onder b de punten 1 tot en met 9d, (15 U.S.C. § 78f (b)(1-9d)), van voornoemde section zijn de voorwaarden voor registratie opgenomen. Deze voorwaarden variëren van de beursorganisatie tot het in de reglementen moeten verwerken van regels die frauduleus gedrag en manipulatief handelen afkeuren. In section 6 onder b punt 1, (15 U.S.C. § 78f (b)(1)), is de eis neergelegd dat een effectenbeurs op een zodanige wijze georganiseerd dient te zijn dat zij, haar leden en de personen verbonden aan deze leden, in staat moeten zijn om alle doelen, zoals zijn neergelegd in titel 15 van de United States Code, te verwezenlijken.

(b)1 Such exchange is so organized and has the capacity to be able to carry out the purposes of this chapter and to comply, and (subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 78q(d) or 78s(g)(2) of this title) to enforce compliance by its members and persons associated with its members, with the provisions of this chapter, the rules and regulations thereunder, and the rules of the exchange.

Naast regels die frauduleus handelen veroordelen, dienen effectenbeurzen in hun regels ook aan te geven dat zij rechtvaardigheid en billijkheid hoog in het vaandel hebben staan. Deze voorwaarden zijn te vinden in section 6 onder b punt 5, 15 U.S.C. § 78f (b) (5).

(b)5 The rules of the exchange are designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, to promote just and equitable principles of trade, to foster cooperation and coordination with persons engaged in regulating, clearing, settling, processing information with respect to, and facilitating transactions in securities, to remove impediments to and perfect the mechanism of a free and open market and a national market system, and, in general, to protect investors and the public interest; and are not designed to permit unfair discrimination between customers, issuers, brokers, or dealers, or to regulate by virtue of any authority conferred by this chapter matters not related to the purposes of this chapter or the administration of the exchange.

De registratievoorwaarden hebben tot gevolg gehad dat de nationale effectenbeurzen een scala aan regels hebben opgesteld waar hun leden zich aan moeten houden. Deze beursregels, kunnen worden onderverdeeld in twee soorten. Allereerst zijn er de regels betreffende de effectentransacties of de "beurshandel" en vervolgens zijn er regels betreffende de interne organisatie van de leden en de wijze waarop zij met hun cliënten dienen om te gaan⁶². De regels die gericht zijn op de "beurs-

⁶² Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 196.

handel" bevatten onder meer criteria voor alles aangaande de beursnoteringen. Met andere woorden: deze beursregels geven aan wanneer een fonds aan de effectenbeurs kan worden genoteerd; wanneer een fonds uit de notering kan worden geschrapt; hoe de clearing van effectentransacties dient te geschieden en tot slot geven de beursregels aan, aan welke eisen het beursbestuur zich dient te houden. De regels die gericht zijn op de interne organisatie van de beursleden en die ook gericht zijn op de wijze waarop deze leden met hun cliënten moeten omgaan, geven duidelijk aan aan welke eisen het personeel van een beurslid moet voldoen. Daarnaast geven laatstgenoemde regels aan hoe er met de rekeningen van de cliënten moet worden omgegaan. Tot slot heeft het Congres ook regels opgesteld waar expliciet in naar voren is gekomen dat alle zelfregulerende organisaties, waaronder de acht effectenbeurzen, zich naast de eigen regels ook aan de regelgeving van de SEC zullen moeten houden. Een voorbeeld hiervan is te vinden in section 19 punt 1 onder b van de Securities Exchange Act '34⁶³. In deze section, die naar aanleiding van een wetswijziging in 1975 is ingevoerd⁶⁴, is onder meer te vinden dat wanneer de effectenbeurzen besluiten om hun regels te wijzigen, zij eerst de SEC hiervan op de hoogte moeten stellen voordat ze daadwerkelijk tot enige vorm van wijziging over kunnen en mogen gaan.

Section 19 (b) Proposed rule changes; notice; proceedings

- (1) *Each self-regulatory organization shall file with the Commission, in accordance with such rules as the Commission may prescribe, copies of any proposed rule or any proposed change in, addition to, or deletion from the rules of such self-regulatory organization (hereinafter in this subsection collectively referred to as a "proposed rule change") accompanied by a concise general statement of the basis and purpose of such proposed rule change. The Commission shall, upon the filing of any proposed rule change, publish notice thereof together with the terms of substance of the proposed rule change or a description of the subjects and issues involved. The Commission shall give interested persons an opportunity to submit written data, views, and arguments concerning such proposed rule change. No proposed rule change shall take effect unless approved by the Commission or otherwise permitted in accordance with the provisions of this subsection.*

⁶³ Oftewel 15 U.S.C. § 78s (b) (1) versie 1999.

⁶⁴ Dit wetsartikel is op 4 juni 1975 ingevoerd als gevolg van de Securities Acts Amendments of 1975. Met de invoering van de Securities Acts Amendments of 1975 zijn de bevoegdheden van de SEC verruimd. Meer hierover onder: Ad B. de geregistreerde nationale effectenorganisaties.

Dat het bovenstaande tevens voor de effectenbeurzen geldt is, zoals hieronder blijkt, nog eens expliciet opgenomen onder A van punt 1, van g behorende bij section 19 van de Securities Act '33⁶⁵.

Section 19 (g) Compliance with rules and regulations

- (1) Every self-regulatory organization shall comply with the provisions of this chapter, the rules and regulations thereunder, and its own rules, and (subject to the provisions of section 78q(d) of this title, paragraph (2) of this subsection, and the rules thereunder) absent reasonable justification or excuse enforce compliance*
- (A) in the case of a national securities exchange, with such provisions by its members and persons associated with its members;*
- (B) in the case of a registered securities association, with such provisions and the provisions of the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board by its members and persons associated with its members; and*
- (C) in the case of a registered clearing agency, with its own rules by its participants.*

Zo zijn er in section 19 van bovengenoemde wet nog meerdere gronden voor de zelfregulerende organisaties te vinden waarvoor toestemming van de SEC is vereist. Een voorbeeld hiervan is het eerder genoemde vereiste dat de effectenbeurzen⁶⁶ de SEC moeten inlichten wanneer zij aan een van haar leden een disciplinaire straf oplegt⁶⁷ of wanneer zij heeft besloten om een lid voor een bepaalde periode te schorsen⁶⁸. Daarnaast heeft de invoering van voornoemde section 19 ertoe geleid dat de vaste commissieprijzen die de effectenbeurzen hanteerden, werden afgeschaft om zodoende de marktwerking meer tot haar recht te laten komen⁶⁹.

De geregistreerde nationale effectenorganisaties

Aangezien er ook sprake was van een ongereguleerde effectenhandel die buiten de beurzen om geschiedde, de "over-the-counter handel" (OTC), bepaalde het Congres in 1938 met de invoering van de Maloney Act⁷⁰ dat ook de georganiseerde nationale OTC-handelaren onder het toezicht

⁶⁵ 15 U.S.C. § 78s (g) (1) versie 1999.

⁶⁶ En alle andere zelfregulerende organisaties.

⁶⁷ Section 19 onder d en e van de Securities Exchange Act 1934 (15 U.S.C. 78s (d-e)).

⁶⁸ Section 19 onder h van de Securities Exchange Act 1934 (15 U.S.C. § 78s (h)).

⁶⁹ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 255 - 256.

⁷⁰ Genoemd naar senator Francis T. Maloney uit Connecticut die het wetsvoorstel heeft ingediend. Op 25 juni 1938 ging deze wet in kracht van gewijsde. Uit: Homepage NASD: http://www.nasd.com/pr_section1.html.

van de SEC moesten komen⁷¹. De Maloney Act werd door middel van een wetswijziging verwerkt in section 15a van de Securities Exchange Act 1934 (15 U.S.C. § 78o-3). De georganiseerde OTC-handelaren moesten zich vanaf nu niet alleen aan hun eigen regels houden, maar ook aan de door de SEC opgestelde regelgeving. Het Congres heeft in section 15a, (15 U.S.C. § 78o-3 (a)), vermeld dat deze georganiseerde handelaren zich mochten registreren als "nationale organisatie van effectenhandelaren" als een "national securities association".

Section 15a Registered securities associations

(a) Registration; application

An association of brokers and dealers may be registered as a national securities association pursuant to subsection (b) of this section, or as an affiliated securities association pursuant to subsection (d) of this section, under the terms and conditions hereinafter provided in this section and in accordance with the provisions of section 78s(a) of this title, by filing with the Commission an application for registration in such form as the Commission, by rule, may prescribe containing the rules of the association and such other information and documents as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

Hierboven is aangegeven dat registratie van een organisatie van effectenhandelaren of -tussenpersonen mogelijk is, mits aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. Om te weten welke voorwaarden dat zijn, wordt er onder meer verwezen naar punt b en d van dezelfde section. Onder punt b van deze section, (15 U.S.C. § 78o-3 (b)) zijn alle voorwaarden vermeld waaraan een organisatie van effectenhandelaren moet voldoen alvorens zij tot een nationale organisatie van effectenhandelaren mag worden gerekend⁷². Hieronder zullen enkele voorwaarden worden uitgewerkt.

(b) Determinations by Commission requisite to registration of applicant as national securities association

An association of brokers and dealers shall not be registered as a national securities association unless the Commission determines that -

⁷¹ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 197.

⁷² In punt d van section 15a van de Securities Exchange Act 1934, (15 U.S.C. § 78o-3 (d)), is bepaald dat dependances van een organisatie van effectenhandelaren of effectenintermediairs pas als zodanig mogen worden geregistreerd wanneer de SEC van mening is dat zij, evenals de organisatie waar zij een dependance van zijn, ook aan alle in de wet gestelde voorwaarden voldoet.

- (2) *Such association is so organized and has the capacity to be able to carry out the purposes of this chapter and to comply, and (subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 78q(d) or 78s(g)(2) of this title) to enforce compliance by its members and persons associated with its members, with the provisions of this chapter, the rules and regulations thereunder, the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board, and the rules of the association.*

Aldus dient de SEC duidelijkheid over een aantal zaken te hebben, voordat zij een dergelijke organisatie als nationale organisatie van effectenhandelaren zal registreren. Zo is er onder punt 2 bepaald dat desbetreffende organisatie in staat moet zijn om alle doelstellingen van de effectenwetgeving na te streven en uit te voeren. Daarnaast moet de organisatie zorg dragen voor een goede handhaving van de compliance-afdelingen van haar leden. Onder punt 6 van voornoemde section, komt een voorwaarde terug die reeds bij de effectenbeurzen is aangetroffen. Het gaat hier om de eis dat de organisatie van effectenhandelaren of -tussenpersonen regels moet hebben opgesteld die fraude en manipulatie door haar leden tracht te voorkomen en rechtvaardigheid en billijkheid voorstaan. Naast deze bekende voorwaarde is in punt 6 van section 15a van de Securities Exchange Act 1934 de eis opgenomen dat uit de regelgeving van een organisatie van effectenhandelaren onder meer moet blijken dat zij:

- een voorstander is van een vrije en open markt;
- niet alleen het algemeen belang, maar ook de belangen van (particuliere) investeerders zal behartigen;
- geen ongelijkheid tussen de cliënten, de emittent, handelaren en/of tussenpersonen zal accepteren en
- geen toestemming geeft dat haar leden van hun cliënten vastgestelde commissiekoers, toelagen, kortingen of andere vormen van geldelijke beloningen zullen vragen.

- (6) *The rules of the association are designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, to promote just and equitable principles of trade, to foster cooperation and coordination with persons engaged in regulating, clearing, settling, processing information with respect to, and facilitating transactions in securities, to remove impediments to and perfect the mechanism of a free and open market and a national market system, and, in general, to protect investors and the public interest; and are not designed to permit unfair discrimination between customers, issuers, brokers, or dealers, to fix minimum profits, to impose any schedule or fix rates of commissions, allowances, discounts, or other fees to be charged by its members, or to regulate by virtue of any authority conferred by this chapter matters not related to the purposes of this chapter or the administration of the association.*

Tot op heden is er maar een instantie geweest die zich bij de SEC als nationale organisatie heeft laten registreren, de National Association of Securities Dealers (NASD). Deze organisatie die sinds 7 augustus 1939 bestaat, heeft tot 1971 alleen een regulerende functie gehad. Aan het begin van de jaren zestig, een periode van welvaart, kregen meer (institutionele) beleggers interesse in de reguliere effectenhandel en in de OTC-handel. Het Congres maakte zich zorgen voor de (potentiële) belegger, omdat niet alle OTC-handelaren en -tussenpersonen onder enige vorm van regulering vielen. Immers, niet alle OTC-handelaren hadden zich bij de NASD aangesloten. Om de beleggers te beschermen en onregelmatigheden te voorkomen, besloot het Congres dat deze groep handelaren zich óf bij de NASD moest aansluiten óf onder toezicht van de SEC moest komen te staan. Met de inwerkingtreding van de Securities Acts Amendments uit 1964 koos het Congres voor laatstgenoemde keuze. OTC-handelaren die zich niet bij de NASD hadden aangesloten, moesten zich aan de regelgeving van de SEC houden⁷³. Dat hield in dat deze handelaren en intermediairs moesten voldoen aan de door de SEC gestelde voorwaarden met betrekking tot het te voeren bestuur van deze groep handelaren en de vereiste ervaring en opleiding van het personeel⁷⁴. Het zou tot 1971 duren voordat de NASD voor een groter publiek bekend werd. In dat jaar introduceerde zij namelijk het elektronisch noterings-systeem voor de OTC-handel (de NASDAQ). Via dit handelssysteem mochten aangesloten OTC-handelaren en -intermediairs tegen kortingsprijzen handelen⁷⁵. Sinds de invoering van het elektronisch noterings-systeem verzorgde de NASD niet alleen de regulering van OTC-handelaren en intermediairs; van de effecten die over-the-counter werden verhandeld; maar bepaalde zij ook wie toegang tot dit systeem kreeg. De OTC-handelaren die niet bij de NASD waren aangesloten kregen wel toestemming om te handelen op het NASDAQ-systeem, maar mochten dit niet tegen de aangeboden kortingsprijzen doen. Deze OTC-handelaren waren verplicht om de standaardprijs te hanteren. Omdat het wettelijk

⁷³ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 255.

⁷⁴ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 199.

⁷⁵ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 198 - 199.

werd vastgelegd dat leden van een geregistreerde organisatie van effectenhandelaren of -intermediairs, in dit geval de NASD-leden, niet met anderen mochten handelen die geen lid waren van dezelfde organisatie, werden de niet-leden verplicht om lid te worden wilden zij ook mee kunnen doen⁷⁶. Aangezien de meeste of althans de belangrijke OTC-fondsen door de NASD-leden werden verhandeld, groeide het ledenbestand van deze organisatie dan ook danig. Desondanks bleef er een groep ongereguleerde OTC-handelaren over die besloten had zich niet bij de NASD aan te sluiten. Het Congres vond dat verdergaande regulering voor deze groep gewenst was en besloot daarnaar te handelen. Op 4 juni 1975 ondertekende de Amerikaanse president de Securities Acts Amendments van 1975. De Securities Act Amendments van 1975 waren een aanvulling op de reeds bestaande Securities Exchange Act van 1934⁷⁷. Het gevolg van deze wetwijziging was dat het Congres de bevoegdheden van de SEC verruimde door section 19 (15 U.S.C. § 78s) in te voegen. Sindsdien oefende de SEC toezicht uit over alle zelf-regulerende organisaties waar de niet-aangesloten OTC-handelaren en -intermediairs ook toe behoorden⁷⁸.

*De geregistreerde clearingorganisatie*⁷⁹

Een volgende zelfregulerende organisatie is de geregistreerde clearing-organisatie. Een dergelijke organisatie zorgt niet alleen voor de berekening van het verschuldigde bedrag, maar zorgt er ook voor dat de koper de gekochte effecten in eigendom verkrijgt. Het Amerikaans Congres heeft ingezien dat het noodzakelijk was om de afhandeling van effecten-transacties op een juiste en accurate manier te laten verlopen. Zij heeft erkend dat een inefficiënte wijze van clearing hoge kosten voor de beleggers tot gevolg zou hebben. Bovendien was gebleken dat de technologie telkens nieuwe mogelijkheden voor efficiënte clearingprocedures bood. De federale wetgever heeft goed functionerende clearing- en settlementorganisaties voor ogen gehad. Daarom ging hij in zijn wetgeving er toe over om alle clearing- en settlementprocedures samen

⁷⁶ Dit is bepaald in section 15a, punt e onder 1 van de Securities Exchange Act 1934, (15 U.S.C. § 78o-3 (e)(1)).

⁷⁷ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 266.

⁷⁸ Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982, p. 199.

⁷⁹ Hier wordt de clearingorganisatie in ruime zin bedoeld; dat wil zeggen dat zij zowel clearing- als settlementactiviteiten onderneemt.

te voegen en te onderwerpen aan standaardvoorwaarden. Immers, goede clearing- en settlementprocedures zijn van belang voor een efficiënte voltooiing van effectentransacties. Dit leidde ertoe dat onder a punt 2 van sub A, (15 U.S.C. § 78q-1 (a) (2)(A)), is vermeld dat de SEC de aangewezen is om de (potentiële) belegger te beschermen door een nationaal systeem op te zetten waardoor de clearing en settlement op een juiste en nauwkeurige wijze kan geschieden.

Section 17a National system for clearance and settlement of securities transactions

a (...)

- (2) (A) *The Commission is directed, therefore, having due regard for the public interest, the protection of investors, the safeguarding of securities and funds, and maintenance of fair competition among brokers and dealers, clearing agencies, and transfer agents, to use its authority under this chapter -*
- (i) *to facilitate the establishment of a national system for the prompt and accurate clearance and settlement of transactions in securities (other than exempt securities); and*
- (ii) *to facilitate the establishment of linked or coordinated facilities for clearance and settlement of transactions in securities, securities options, contracts of sale for future delivery and options thereon, and commodity options; in accordance with the findings and to carry out the objectives set forth in paragraph (1) of this subsection.*

In dezelfde wet, section 17a van de Securities Exchange Act 1934, nam het Congres de eis op dat ook de clearingorganisaties bij de SEC geregistreerd dienden te zijn⁸⁰.

Section 17a National system for clearance and settlement of securities transactions

- (b) *Registration of clearing agencies; application; determinations by Commission requisite to registration of applicant as clearing agency; denial of participation; discipline; summary proceedings*
- (1) *Except as otherwise provided in this section, it shall be unlawful for any clearing agency, unless registered in accordance with this subsection, directly or indirectly, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to perform the functions of a clearing agency with respect to any security (other than an exempted security). (...)*

De clearingorganisaties werden verplicht gesteld om een registratieverzoek bij de SEC in te dienen. In geval van een registratieverzoek ging laatstgenoemde niet meteen tot registratie over. Dit was pas het geval nadat

⁸⁰ 17a sub b, (15 U.S.C. §78q-1 (b) (1))

zij aan de hand van wettelijk gestelde voorwaarden had gekeken of de clearingorganisatie kon worden geregistreerd, en zij tot een positief oordeel was gekomen. Enkele van deze registratievoorwaarden, welke te vinden zijn in section 17a sub b,⁸¹ zullen hieronder worden vermeld. Zo is in voornoemde section onder b sub 3 punt e vermeld dat de regels van de clearingorganisaties geen prijsschema's of andere vaste prijzen of vergoedingen voor beursdeelnemers mag opleggen. Daarnaast is in dezelfde sectie onder punt g vermeld dat een geregistreeerde clearingorganisatie bevoegd is om passende disciplinaire straffen op te leggen⁸².

Section 17a National system for clearance and settlement of securities transactions

b) 3 E The rules of the clearing agency do not impose any schedule of prices, or fix rates or other fees, for services rendered by its participants.

(...)

G The rules of the clearing agency provide that (subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 78q(d) or 78s(g)(2) of this title) its participants shall be appropriately disciplined for violation of any provision of the rules of the clearing agency by expulsion, suspension, limitation of activities, functions, and operations, fine, censure, or any other fitting sanction.

De Municipal Securities Rulemaking Board

Na voorafgaande zelfregulerende organisatie te hebben behandeld, resteert nog de laatste; de Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB). De MSRB is een raad die de handel in effecten, die door de verschillende staten en lagere overheden worden uitgegeven, reguleert⁸³. Deze effecten hoeven niet te worden geregistreerd bij de SEC, dit in tegenstelling tot effecten die door ondernemingen worden uitgegeven. Dat wil niet zeggen dat effecten van staten en lagere overheden niet onder enige vorm van regulering staan; de aankoop en verkoop van deze effecten wordt gereguleerd door de effectenwetgeving.

In section 15b sub b onder 1 van de Securities Exchange Act 1934, (15 U.S.C. § 78o-4 (b) (1)), waarin de samenstelling van de MSRB is aangegeven, is bepaald dat deze raad uit 15 personen bestaat. Van deze personen mogen er vijf niet gelieerd zijn aan een handelaar, intermediair of effectenhandelaar die in gemeentelijke effecten handelt. Hiervan moet

⁸¹ 15 U.S.C. §78q-1 (b).

⁸² 15 U.S.C. §78q-1 (b)(3)(G).

⁸³ Dit is een zelfregulerende organisatie waarin plaatselijke effectenhandelaren zijn verenigd.

er minstens een persoon zijn die beschouwd kan worden als vertegenwoordiger van gemeentelijke effecten. De volgende groep van vijf personen moet verbonden zijn met en vertegenwoordiger zijn van gemeentelijke effectenhandelaren en -tussenpersonen. Niemand uit deze groep mag op enigerlei verbonden zijn met een bank of een afdeling van een bank. De personen die tot de laatste groep van vijf personen behoren, moeten verbonden zijn aan of een vertegenwoordiger zijn van gemeentelijke effectenhandelaren die tevens een bank zijn of met een afdeling van een bank.

Section 15b Municipal securities

(b) Municipal Securities Rulemaking Board; rules and regulations

- (1) Not later than one hundred twenty days after June 4, 1975, the Commission shall establish a Municipal Securities Rulemaking Board (hereinafter in this section referred to as the "Board"), to be composed initially of fifteen members appointed by the Commission, which shall perform the duties set forth in this section. The initial members of the Board shall serve as members for a term of two years, and shall consist of*
 - (A) five individuals who are not associated with any broker, dealer, or municipal securities dealer (other than by reason of being under common control with, or indirectly controlling, any broker or dealer which is not a municipal securities broker or municipal securities dealer), at least one of whom shall be representative of investors in municipal securities, and at least one of whom shall be representative of issuers of municipal securities (which members are hereinafter referred to as "public representatives");*
 - (B) five individuals who are associated with and representative of municipal securities brokers and municipal securities dealers which are not banks or subsidiaries or departments or divisions of banks (which members are hereinafter referred to as "broker-dealer representatives"); and*
 - (C) five individuals who are associated with and representative of municipal securities dealers which are banks or subsidiaries or departments or divisions of banks (which members are hereinafter referred to as "bank representatives"). Prior to the expiration of the terms of office of the initial members of the Board, an election shall be held under rules adopted by the Board (pursuant to subsection (b)(2)(B) of this section) of the members to succeed such initial members.*

De regulerende bevoegdheid van de MSRB blijkt uit sub a onder 2 van dezelfde section, (15 U.S.C. § 78o-4 (b) (2)).

Section 15b Municipal securities

- (2) The Board shall propose and adopt rules to effect the purposes of this chapter with respect to transactions in municipal securities effected by brokers, dealers, and municipal securities dealers. Such rules are hereinafter collectively referred to in this chapter as "rules of the Board".) The rules of the Board, as a minimum, shall:*

Na deze inleidende tekst volgen onder A tot en met K, 11 punten waarin de minimumeisen van deze regelgeving zijn opgenomen⁸⁴. Zo is onder B bepaald dat de regelgeving van de raad voor eerlijke procedures voor de verkiezingen van raadsleden dient te zorgen⁸⁵.

- B) establish fair procedures for the nomination and election of members of the Board and assure fair representation in such nominations and elections of municipal securities brokers and municipal securities dealers. (...)*

Onder C is onder meer bepaald dat de MSRB er voor dient te zorgen dat haar regelgeving gericht is op het voorkomen van fraude en manipulatief handelen.⁸⁶

- C) be designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, to promote just and equitable principles of trade, to foster cooperation and coordination with persons engaged in regulating, clearing, settling, processing information with respect to, and facilitating transactions in municipal securities, to remove impediments to and perfect the mechanism of a free and open market in municipal securities, and, in general, to protect investors and the public interest;*

Bovenstaande bevoegdheden doen niets af aan die van de SEC. Onder punt 2 van sub b van section 15, (15 U.S.C. § 78o-4 (b)(3)), is bepaald dat geen regel van de raad de beperking van de bevoegdheden van de SEC mag beogen.

- 3) Nothing in this section shall be construed to impair or limit the power of the Commission under this chapter.*

Uit zowel het formele effectenrecht, de federale kaderwetten, de uitvoeringsregels van de SEC en de bijbehorende zelfregulering is gebleken dat de Amerikaanse effectenwetgeving is gericht op bescherming van de (particuliere) belegger door er veelal voor te zorgen dat deze de effectenmarkt goed kan doorzien en weet waar hij aan begint alvorens hij besluit om effecten aan te schaffen. Om dit te bewerkstelligen is het voor de (particuliere) belegger van belang dat hij toegang heeft of kan krijgen tot de voor hem benodigde informatie. Verder is gebleken dat de SEC niet alleen uitvoeringsregels mag creëren, maar dat zij ook zorg dient te dragen voor een goede handhaving van deze regelgeving.

⁸⁴ 15 U.S.C. § 78o-4 (b)(2)(A-K)

⁸⁵ 15 U.S.C. § 78o-4 (b)(2)(B)

⁸⁶ 15 U.S.C. § 78o-4 (b)(2)(C)

3.4 De rol van de externe toezichthouder: de SEC

Tijdens de bespreking van zowel de federale kaderwetten als de uitvoeringsregelgeving is de SEC meermalen aangemerkt als de instantie die toezicht houdt op de Amerikaanse effectenmarkt. Na kennis te hebben gemaakt met de relevante effectenregelgeving komt nu de wijze van handhaving van deze regelgeving aan de orde. In de eerste sub-paragraaf, paragraaf 3.4.1, zal een algemeen beeld worden gegeven van de wijze waarop de SEC het toezicht uitoefent. Vervolgens wordt de interne structuur van de SEC in paragraaf 3.4.2 doorgenomen. Het is van belang om te weten hoe de organisatie van de SEC in elkaar steekt en welke afdeling(en) of orga(a)n(en) binnen deze organisatie voor de handhaving van effectenregelgeving verantwoordelijk is of zijn. In paragraaf 3.5 zal specifieker te werk worden gegaan en zal de afdeling of het orgaan van de SEC centraal staan die verantwoordelijk is voor de uitoefening van het toezicht op de effectenregulering.

3.4.1 *Uitoefening van het toezicht*

De SEC oefent het toezicht op het effectenverkeer indirect uit. Dat wil zeggen dat zij via de verschillende zelfregulerende organisaties en via de verschillende effectenbeurzen toezicht houdt⁸⁷. Hierbij heeft de registratieplicht een belangrijke rol. Zoals eerder is vermeld moet een bedrijf, of een leidinggevende van zo een bedrijf, voordat hij aandelen aan het publiek aanbiedt, zich op grond van de Securities Act uit 1933 bij de SEC laten registreren. In de aanvraag tot registratie dient op een juiste en nauwkeurige wijze de inhoudelijke bedrijfsinformatie en de informatie over de te plaatsen aandelen uiteen te worden gezet. Heel vaak bevatten deze verzoeken ook een beschrijving van de eigendommen en zaken van de geregistreerde onderneming en van de aandelenvoorraden die voor de verkoop zijn bestemd. Voorts kan een dergelijk verzoek ook de verhouding aangeven van de te verkopen aandelen tot andere reeds door hetzelfde bedrijf geplaatste aandelen. Verder kan een verzoek tot registratie ook gegevens bevatten over het management van de onderneming, en een door een onafhankelijke accountant geverifieerde financiële verklaring. Alhoewel deze informatie onmiddellijk openbaar wordt gemaakt, duurt het toch tot 35 dagen na het indienen van het

⁸⁷ Kamerstukken II, 1994/95, 23874, nr. 7, p. 27 - 28.

verzoek dat de onderneming met de plaatsing van aandelen kan beginnen; vanaf dit moment is de onderneming een feit⁸⁸.

Vanaf het moment dat een bedrijf een verzoek tot registratie heeft ingediend, bekijkt de afdeling Corporation Finance van de SEC of de ingeschreven verklaring juist en compleet is. Indien dit niet het geval is en het desbetreffende bedrijf weigert om dit te corrigeren, mag de SEC de registratiedatum vervroegen of schorsen. De SEC kan vervolgens een hoorzitting instellen indien is gebleken dat de vermelde feiten opzettelijke misleidend blijken te zijn. Zodra tijdens de hoorzitting bewijs naar voren komt dat het bedrijf doelbewust heeft getracht om het publiek te misleiden, kan de SEC besluiten om alle aandelen van de markt te halen door een stop order te geven. Een dergelijke stop order wordt opgeheven zodra het bedrijf juiste en complete verklaringen aflegt⁸⁹.

De verplichting om geregistreerd te staan alvorens aandelen aan het publiek kunnen worden aangeboden geldt niet alleen voor Amerikaanse, maar ook voor buitenlandse (staats)aandelen die in Amerika ter verkoop zullen worden aangeboden. Op deze registratieplicht zijn enkele uitzonderingen van toepassing. Van de registratievereiste zijn namelijk uitgesloten:

- a) *Aandelen die binnen een besloten kring van personen of institutionele beleggers zullen worden aangeboden en waarvan vaststaat dat deze personen toegang kunnen krijgen tot de specifieke informatie die anders door registratie openbaar gemaakt zou worden;*
- b) *Aandelen die alleen aangeboden zullen worden aan de inwoners van een Amerikaanse staat waar de uitgevende onderneming zich heeft gevestigd;*
- c) *Aandelen van plaatselijke, statelijke, federale of andere overheidsinstanties, dan wel van een liefdadigheidsinstelling of van een bank die onderworpen zijn aan de Interstate Commerce Act;*
- d) *Aandelen die aangeboden worden door kleinere bedrijven met een omzet tot \$ 7.5 miljoen*⁹⁰.

⁸⁸ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C., 1997, p. 252.

⁸⁹ McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 252.

⁹⁰ Dat is ongeveer € 7,5 miljoen.

- e) Aandelen van "small business investment companies", van kleine ondernemers omdat zij onder de Small Business Investment Incentive Act van 1980 vallen. De wet tracht het voor de kleinere bedrijven aantrekkelijker te maken om aandelen te plaatsen. Door deze bedrijven vrij te stellen van de registratieplicht, bepaalde werknemersvoordelen en pensioenafspraken, probeert de wet haar doelstelling te verwezenlijken.

Voorname registratieaanvragen van de brokers en effectenhandelaren worden door de Office of Applications and Report Services in samenwerking met de Division of Market Regulation behandeld. In 1986 heeft het Amerikaans Congres bepaald dat naast bovengenoemde brokers en effectenhandelaren, alle handelaren die handelen in overheidseffecten, zich bij de SEC registreren⁹¹.

Aldus kan grofweg gesteld worden, dat tot de taken van de SEC behoren: het uitoefenen van toezicht; het behandelen van registratieverzoeken; het controleren van bedrijfsinformatie en de management van een onderneming; maar ook het sanctioneren van bedrijven, brokers en effectenhandelaren.

3.4.2 De interne structuur van de SEC

De Amerikaanse toezichthouder, de SEC, is een overheidslichaam dat verantwoordelijk is voor de uitvoering van het toezicht op de federale effectenwetgeving, de kaderwetten. Deze wetgeving beoogt, gelijk de Nederlandse effectenwetgeving, de (particuliere) beleggers te beschermen. Dit komt onder meer tot uiting door te streven naar een eerlijke en doorzichtige effectenmarkt. Om dit streven te verwezenlijken draagt de SEC er zorg voor dat de beleggers over benodigde informatie, betreffende de koop of verkoop van effecten, kunnen beschikken. Zij houdt niet alleen toezicht vanuit haar hoofdkantoor in Washington D.C., maar ook vanuit een van haar elf regionale en districtkantoren. De verschillende kantoren hebben elk de bevoegdheid gekregen om zelfstandig onderzoeken in te stellen naar overtredingen van de effectenwetgeving⁹². De wijze waarop de SEC haar taken uitoefent, is inherent aan haar interne structuur welke er als volgt uit ziet. Aan het hoofd van dit overheids-

⁹¹ McLure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C.: 1997, p. 252.

⁹² Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., *An introduction to the Securities and Exchange Commission*, a.w., p. 17.

lichaam staan vijf commissarissen, waaruit de president Amerika een als voorzitter aanwijst. De vijf commissarissen, waar overigens niet meer dan drie tot dezelfde politieke partij mogen behoren, kunnen alleen door de Amerikaanse president worden benoemd, na advies en instemming van de Senaat. Deze commissarissen worden niet tegelijkertijd aangesteld. Jaarlijks, op 5 juni, beëindigt de benoeming van een commissaris waarna de president weer een ander voor de periode van vijf jaar kan aanstellen⁹³.

Om haar bevoegdheden efficiënt en effectief uit te kunnen voeren heeft de SEC haar wettelijke verantwoordelijkheden en bevoegdheden verdeeld over vijf afdelingen, zie figuur 3.4. Deze afdelingen, te weten: Corporation Finance⁹⁴, Enforcement⁹⁵, Compliance Inspections and Examinations⁹⁶, Marketregulering⁹⁷ en tot slot de afdeling Investment Management⁹⁸. Elke afdeling draagt zorg voor een bepaalde segment van het effectenverkeer. Het kan zijn dat sommige afdelingstaken elkaar overlappen. De afdeling Enforcement, waarvandaan de handhaving van de federale effectenregelgeving wordt geëffectueerd, zal in het kader van dit onderzoek nader worden besproken. Het is immers van belang te weten hoe de federale wetgeving door de SEC wordt nageleefd en hoe zij de handhaving hiervan tracht te bewerkstellingen.

⁹³ Website SEC: <http://www.sec.gov/asec/asecart.htm>.

⁹⁴ Vrij vertaald: de afdeling "Bedrijfsfinanciën". Deze afdeling bekijkt of de bedrijven die onder toezicht van de SEC staan voldoen aan de verplichting om de wettelijk bepaalde informatie openbaar te maken.

⁹⁵ Vanuit deze afdeling geschiedt de handhaving van alle federale effectenwetten. Deze afdeling kan vertaald worden als: "De afdeling Handhaving".

⁹⁶ Dit bureau – vrij vertaald: de afdeling Compliance, Inspecties en Onderzoek – is verantwoordelijk voor het in overeenstemming zijn van de verschillende compliance-afdelingen van de effectenhandelaren, de tussenpersonen, de zelfregulerende organisaties, de beleggingsmaatschappijen en adviseurs, de clearingafdelingen.

⁹⁷ Ook wel "Marktregulering" te noemen. Deze afdeling assisteert de SEC bij het controleren van de nationale effectenmarkten en bepaalde actoren die op grond van de Investment Advisers Act zijn geregistreerd.

⁹⁸ De afdeling Investment Management reguleert institutionele beleggers, diens adviseurs en heeft de verantwoordelijk voor de uitvoering van 3 bepaalde wetten te weten: de Investment Company Act uit 1940 de Investment advisers act eveneens uit 1940 en de Public Utility Holding Company act uit 1935. Jaarverslag SEC, 1997, p. 50.

FIGUUR 3.4 Organogram SEC

Bron: *An Introduction to the Securities and Exchange Commission* p. 14 en *Jaarverslag SEC 1997*, p. 209.

3.5 De afdeling Enforcement

Voor 1972 werd de handhaving van de federale effectenwetgeving door meerdere afdelingen vanuit het hoofdkwartier van de SEC uitgevoerd. In 1972 is besloten om alle handhavings-werkzaamheden te bundelen en de afdeling Enforcement, vrij vertaald "de afdeling Handhaving", op te richten. Deze afdeling is verantwoordelijk voor de opsporing en het onderzoek van overtredingen van federale effectenwetgeving en -regulering. Zij onderzoekt de financiële rapportages en richt zich op mogelijke malversaties. Om de handhaving zo goed mogelijk te laten geschieden, focust de afdeling Enforcement zich op de belangrijkste actoren binnen het proces van (financiële) openbaarmaking⁹⁹. Tot deze actoren behoren

⁹⁹ Office of the Chief Accountant U.S. Securities and Exchange Commission, *Accounting and Auditing; prepared for international institute for securities market development*, Washington D.C., april, 1999, p.19.

naast de verschillende geregistreerde ondernemingen, diens personeel en de directie, ook de accountants die de rapporten accorderen. Ondanks het feit dat een onderzoek van de afdeling Enforcement kan uitmonden in een strafrechtelijke, administratieve of civielrechtelijke zaak is deze afdeling uiteindelijk alleen bevoegd tot een civielrechtelijke en administratiefrechtelijke handhaving. De strafrechtelijke handhaving geschiedt door de federale U.S. attorney's werkzaam bij het Department of Justice, het Amerikaanse Ministerie van Justitie.

Elk onderzoek dat eindigt in een rechtszaak, heeft verschillende stadia doorlopen. Deze kunnen beginnen bij een inspectie-onderzoek, overgaan in een enforcement-investigation en eindigen met óf een van de hierboven genoemde procedures óf met een "settlement"; een schikking. Hieronder zullen deze verschillende stadia en de eventueel hierop volgende procedures worden besproken.

3.5.1 De drie fases van een SEC onderzoek

Fase 1: de inspectie

Een van manieren om een enforcement investigation, een onderzoek van de afdeling enforcement, aan te vangen is door middel van een inspectie door de SEC inspection staff. Deze afdeling kan besluiten om een inspectie te verrichten. Er zijn verschillende redenen die aanleiding kunnen geven tot een inspectie. Deze kunnen zijn: onregelmatigheden in eerder ingediende stukken, jaarverslagen en/of registratieverklaringen; eerder gevoerde procedures tegen de geregistreerde en de hieraan verbonden personen; eerdere inspectierapporten van de geregistreerde; media- of persberichten over de geregistreerde; klachten van beleggers en (anonieme) tips.

De hierboven genoemde aanleidingen kunnen tot gevolg hebben dat de inspection staff besluit om de geregistreerde firma of persoon te verrassen met een bezoekje, een "surprise" visit. Dit zal veelal het geval zijn wanneer de SEC vreest dat desbetreffende firma of persoon bewijsmateriaal zal laten verdwijnen of zelfs zal vernietigen. Indien de inspection staff een dergelijke tegenwerking niet verwacht, zal zij haar komst aankondigen via een telefoontje naar de desbetreffende firma of via een brief. In de praktijk blijkt het gebruik van een brief de meest gehanteerde methode, omdat de (geregistreerde) firma's of personen het met de SEC gevoerd telefoongesprek formeel bevestigd willen hebben. De inspection staff

kan drie verschillende soorten inspecties uitvoeren. Een "routine" inspectie; een "for cause" inspectie en een "surveillance" inspectie. De routine inspectie maakt een onderdeel uit van de regelmatige inspectiecycli die door de inspection staff worden uitgevoerd. In een dergelijk geval worden de boeken en stukken van geregistreerde bedrijven en personen steekproefsgewijze onderzocht op onregelmatigheden. Het door de inspection staff gevoerd onderzoek is in dit geval dan niet gericht op een speciaal doel. Bij een "for cause" inspectie is dat anders. In een for cause inspectie vermoedt de inspection staff dat er sprake kan zijn van overtredingen van de federale effectenregelgeving en is haar aandacht ook daarop gericht. Een "for cause" onderzoek zal vaak aanvangen door middel van een verrassingsbezoek. Het kan ook het geval zijn dat de inspection staff meer wil weten over bepaalde praktijken, werkzaamheden, van een specifieke bedrijfstak. Zij zal dan besluiten om een surveillance inspectie te starten. Aangezien het om het beter begrijpen van bepaalde taken en werkzaamheden gaat, heeft de inspection staff niet te vrezen dat er informatie verloren kan gaan. Immers, zij weet niet wat belangrijk is of niet. Een dergelijke inspectie zal zij dan ook door middel van een telefoongesprek dan wel een brief aankondigen.

Na een bezoek bij de geregistreerde firma of persoon zal de inspection staff haar onderzoek afsluiten door middel van een rapport. Dit rapport wordt opgemaakt door de junior inspection staff en gecontroleerd door de senior inspection staff, waarna het wordt verstuurd naar de afdeling Compliance Inspections and Examinations van de SEC in Washington D.C. De inspection staff noemt dit proces: het review proces. Een rapport van de inspection staff kan verschillende conclusie bevatten. Zo kan de inspection staff concluderen dat er geen wetsovertredingen zijn. Dit zal dan ook ertoe leiden dat de SEC geen verdere actie onderneemt: "no further action". Andere conclusies en gevolgen kunnen zijn: lichte wetsovertredingen, serieuze overtredingen, ernstige overtredingen zonder een verwijzing naar de afdeling Enforcement en tot slot zeer ernstige overtredingen met verwijzing van de zaak naar de afdeling Enforcement. De lichte overtredingen kunnen tot gevolg hebben dat de inspection staff dat ter plekke mondeling laat weten aan de overtreder en verzoekt om de overtreding te herstellen: "an oral notice of deficiencies". Serieuzere overtredingen worden, na afloop van de inspectie, formeel aangekondigd door middel van een brief van de inspection staff: "a deficiency letter". Ook in dit geval zal aan de overtreder worden verzocht om de overtreding zo spoedig mogelijk te herstellen. A deficiency letter van de inspection

staff kan ook de formalisering zijn van een eerdere oral notice of deficiencies. Het kan dan zijn dat de inspection staff besluit om tijdens de inspectie niets te zeggen, maar achteraf alsnog besluit om de overtreding door middel van een brief kenbaar te maken. De reden hiervoor kan het door de SEC gevoerd beleid zijn; de SEC heeft dan interne afspraken over de afhandeling van bepaalde overtredingen. Mocht een deficiency letter niet volstaan, kan de inspection staff de overtreder verzoeken om naar het kantoor van de SEC te komen: "an office reprimand". In geval van zeer ernstige overtredingen, die worden doorgestuurd naar de afdeling Enforcement, spreekt de inspection staff over: "a referral to the SEC enforcement staff". Zie figuur 3.5 voor een schematisch overzicht van de inspectie procedure.

FIGUUR 3.5 Fase 1; een SEC inspectie

Ook "preliminary inquiries", voorbereidende onderzoeken, kunnen aanleiding vormen tot het entameren van een onderzoek door de afdeling Enforcement. Mocht er specifieke informatie ter ore van de SEC staf komen dat een bedrijf of een persoon mogelijk de effectenregelgeving overtreedt, kan zij besluiten om een preliminary inquiry te starten. Dit voorbereidend onderzoek zal uit moeten maken of de berichten enige grond van waarheid bevatten en nader onderzoek door de afdeling Enforcement vereisen. Zodra de SEC staff heeft besloten om een preliminary inquiry te starten, geeft zij de desbetreffende zaak een nummer. Hierdoor is de zaak officieel tot een MUI-zaak, een "matter under inquiry". Een van de redenen om een zaak tot MUI-zaak te benoemen, is gelegen in het feit dat er vanaf dat moment bijgehouden kan worden wie, hoeveel mensen zich met de zaak bezig houden en

hoeveel uren er totaal in worden gestoken¹⁰⁰. Mocht blijken dat er inderdaad redenen zijn om een diepgaand onderzoek te verrichten, verwijzen de aan het onderzoek werkzame SEC ambtenaren, na intern beraad, de zaak door naar de afdeling Enforcement.

Fase 2: onderzoek door de afdeling Enforcement

De aanleiding tot het instellen van een onderzoek door de afdeling Enforcement hoeft niet alleen gelegen te zijn in de conclusies van de inspection staff of in preliminary inquiries. De afdeling Enforcement kan ook besluiten om een onderzoek te openen in geval zij een doorverwijzing krijgt van een van de andere SEC afdelingen. Daarnaast kunnen stafleden van de afdeling enforcement aanleiding vinden tot het openen van rapport in eerder ingediende rapporten en stukken van de betreffende firma en/of persoon. Ook de uitoefening van het toezicht op het effectenverkeer door de afdeling Enforcement kan deze afdeling aanleiding geven om een nader onderzoek in te stellen. Verder kan de afdeling Enforcement na een doorverwijzing van andere overheidsinstanties, zoals het Department of Justice¹⁰¹, besluiten om een onderzoek in te stellen. Ook het Congres kan de SEC wijzen op mogelijke overtredingen van de federale wetgeving en haar "stimuleren" om dit nader te onderzoeken¹⁰². Naast voornoemde redenen, zijn er zowel in titel 15 van de U.S. Code¹⁰³ als in titel 17 van de Code of Regulation meerdere gronden te vinden die aanleiding kunnen geven tot het starten van een onderzoek. Deze reden kunnen ondermeer de klachten van beleggers zijn en/of (anonieme) tips die direct gericht zijn aan de afdeling enforcement, dan wel verhalen uit de media die de aandacht trekken van de juristen op de afdeling Enforcement.

¹⁰⁰ Philips, R.M., Reichardt, G.R. en Missal, M.J. en Lipton, R.J., *SEC investigation: The Heart of SEC Enforcement Practice* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997, p. 36-37.

¹⁰¹ De Amerikaanse evenknie van het Nederlandse Ministerie van Justitie.

¹⁰² Vgl. paragraaf 3.1.1. De verdeling van Machten.

¹⁰³ 15 U.S.C. § 77t(a) of section 20 (a) van de Securities Act '33 (1999); 15 U.S.C. § 77h (e) of section 8 (e) van de Securities Act '33 (1999); 15 U.S.C. § 78u (a) (1) en (2) Oftewel section 21 (a) (1) en (2) van de Securities Exchange Act '34 (1999); 15 U.S.C. § 80b-9 (a) of section 209 (a) van de Investment Advisers Act '40; 15 U.S.C. § 80a-41(a) of section 42 (a) van de Investment Company Act '40 (1999); 15 U.S.C. § 79r (a) of section 18 (a) van de Public Utility Holding Company Act '35 (1999) en tot slot 15 U.S.C. § 77s (b) of section 321 (a) van de Trust Indenture Act '39 (1999).

17 C.F.R. section 202.5 Enforcement activities¹⁰⁴

- (a) *Where, from complaints received from members of the public, communications from Federal or State agencies, examination of filings made with the Commission, or otherwise, it appears that there may be violation of the acts administered by the Commission or the rules or regulations thereunder, a preliminary investigation is generally made. In such preliminary investigation no process is issued or testimony compelled. The Commission may, in its discretion, make such formal investigations and authorize the use of process as it deems necessary to determine whether any person has violated, is violating, or is about to violate any provision of the Federal securities laws or the rules of a self-regulatory organization of which the person is a member or participant. Unless otherwise ordered by the Commission, the investigation or examination is non-public and the reports thereon are for staff and Commission use only.*

Tijdens een onderzoek door de afdeling Enforcement staat de vraag centraal of er sprake is van een belangrijke overtreding van federale effecten regelgeving. Een dergelijk onderzoek zal in beginsel beginnen als een informeel onderzoek, "a preliminary investigation" of "informal investigation" en kan vervolgens overgaan in een formeel onderzoek, "a formal investigation". Het verschil tussen beide onderzoeksvormen is gelegen in de bevoegdheden die aan de onderzoeksstaf zijn toegekend. In een informeel onderzoek hebben de stafleden van de afdeling Enforcement minder bevoegdheden dan in een formeel onderzoek. Zo zijn ze niet bevoegd om de personen die zij ondervragen te verplichten tot het afleggen van verklaringen onder ede; te verschijnen en te getuigen of om boeken en stukken in te zien. Dat wil niet zeggen dat alle verklaringen onder ede in een formeel onderzoek zijn afgelegd. Het kan namelijk ook zijn dat een persoon vrijwillig onder ede besluit te verklaren. Een verklaring onder ede wordt afgenomen door een aanwezige "court reporter"¹⁰⁵. In een informeel onderzoek zijn de stafleden van de afdeling Enforcement afhankelijk van de medewerking van de onderzochte subjecten. Mocht het zo zijn dat een informeel onderzoek voldoende informatie heeft opgeleverd, kunnen de stafleden besluiten om: geen enforcement procedure te starten; een administratieve- of een civiel-rechtelijke enforcement procedure te entameren; bij aanwezigheid van "opzet" de zaak doorverwijzen naar het Ministerie van Justitie met verzoek tot strafvervolgning of bij de voltallige Commissie een verzoek indienen tot het voeren van een formele procedure. Wanneer het over-

¹⁰⁴ 17 C.F.R. § 202.5 (a) (1999).

¹⁰⁵ Een court reporter is iemand die stenografische aantekeningen maakt van alle verklaringen afgelegd tijdens verhoren of processen.

duidelijk is dat de stafleden niet op enige medewerking hoeven te rekenen en zij nog niet voldoende informatie hebben verzameld om tot een conclusie te kunnen komen, kunnen de stafleden aan het bestuur van de SEC verzoeken om een formeel onderzoek te starten. Zodra de stafleden een dergelijk onderzoek starten, verstrekken zij geen inlichtingen over het verloop van het onderzoek aan de overige partijen of aan derden omdat een formeel onderzoek volgens 17 C.F.R. § 203.5 niet openbaar is.

Section 203.5 Non-public formal investigative proceedings

Unless otherwise ordered by the Commission, all formal investigative proceedings shall be non-public.

Volgens het eerder genoemde section 202.5 uit titel 17 van de Code of Federal Regulation, is alleen de "Commission", dat wil zeggen het voltallig bestuur van de SEC, bevoegd om een formeel onderzoek in te stellen en om desgewenst een rechterlijke procedure tegen de vermeende overtreder aanhangig te maken. Pas na het verkrijgen van toestemming om een formeel onderzoek te starten, mogen de stafleden gebruik maken van de extra bevoegdheden die inherent zijn aan een formeel onderzoek.

17 C.F.R. section 202.5 Enforcement activities¹⁰⁶

(a) The Commission may, in its discretion, make such formal investigations and authorize the use of process as it deems necessary to determine whether any person has violated, is violating, or is about to violate any provision of the Federal securities laws or the rules of a self-regulatory organization of which the person is a member or participant. ...

In de praktijk proberen de advocaten van partijen die onderhevig zijn aan een informeel onderzoek van de SEC, het bij een dergelijk onderzoek te laten. Alhoewel een formeel onderzoek – in tegenstelling tot een informeel onderzoek – niet openbaar is, kan het publiek soms toch te weten komen dat een bepaald bedrijf of commissionair door de SEC wordt onderzocht. Het publiek, dat vaak uit gaat van het adagium: "Waar rook is, is vuur", kan een dergelijke onderneming c.q. commissionair dan voor lange tijd links laten liggen. Hierdoor kan het bedrijf een aanzienlijke schade oplopen, zonder dat bewezen is dat het de effectenwetgeving daadwerkelijk heeft overtreden. Daarnaast zijn bedrijven of derden die met deze bedrijven te maken hebben, er niet altijd op gesteld

¹⁰⁶ 17 C.F.R. § 202.5 (a) (1999).

dat de SEC toegang tot belangrijke documenten zal krijgen. Een voorbeeld hiervan zijn de banken waar de subjecten van onderzoek hun rekeningen hebben lopen. Deze banken als derden zijn zonder rechterlijk bevel niet verplicht tot het geven van inzage in hun stukken. Dit kan de SEC aanleiding geven om alsnog een formeel onderzoek te starten.

De eerder genoemde extra bevoegdheden welke in een formele procedure toegepast kunnen worden zijn: verklaringen onder ede; een ruime "subpoena power" ook wel de bevoegdheid om via een rechterlijk bevel getuigen te horen en/of stukken in te zien en tot slot de bevoegdheid om bij de rechter naleving van voornoemde subpoena's af te dwingen. Section 19 van de Securities Act '33 geeft aan van welke bevoegdheden de SEC gebruik mag maken in haar onderzoeken.

Securities Act section 19 (b) Special powers of Commission¹⁰⁷

For the purpose of all investigations which, in the opinion of the Commission, are necessary and proper for the enforcement of this subchapter, any member of the Commission or any officer or officers designated by it are empowered to administer oaths and affirmations, subpoena witnesses, take evidence, and require the production of any books, papers, or other documents which the Commission deems relevant or material to the inquiry. Such attendance of witnesses and the production of such documentary evidence may be required from any place in the United States or any Territory at any designated place of hearing.

In bovenstaand artikel heeft de Amerikaanse wetgever onder meer bepaald dat alle verklaringen die tijdens een formeel onderzoek worden afgelegd, onder ede dienen te worden afgenomen. Hieronder vallen ook verklaringen van onderzoekssubjecten, afgelegd tijdens telefoongesprekken met juristen, analisten en/of accountants van de afdeling Enforcement. Aan de hand van deze verklaringen kunnen zij nagaan of er voldoende informatie is vergaard om te concluderen. Het kan ook zijn dat de juristen, de analisten of de accountants vinden dat zij meer gegevens nodig hebben. De stafleden van de afdeling Enforcement kunnen dan besluiten om gebruik te maken van de "subpoena power". Er bestaat voor de SEC geen verplichte volgorde om gebruik te maken van haar bevoegdheden. Indien verklaringen onder ede worden afgelegd, is de persoon verplicht om naar waarheid te antwoorden. Mocht de SEC ontdekken dat bepaalde verklaringen in strijd met de waarheid zijn afgelegd, kan zij het openbaar ministerie verzoeken om over te gaan tot vervolging

¹⁰⁷ 15 U.S.C. § 77s (b) (1999).

op grond van "perjury", meinede. Perjury is strafbaar gesteld op grond van hoofdstuk 79 van het Amerikaans Wetboek van Strafrecht, The Federal Criminal Code¹⁰⁸.

18 U.S.C. § 1621 Perjury generally

Whoever

- (1) *having taken an oath before a competent tribunal, officer, or person, in any case in which a law of the United States authorizes an oath to be administered, that he will testify, declare, depose, or certify truly, or that any written testimony, declaration, deposition, or certificate by him subscribed, is true, willfully and contrary to such oath states or subscribes any material matter which he does not believe to be true; or in any declaration, certificate, verification, or statement under penalty of perjury as permitted under section 1746 of title 28¹⁰⁹, United States Code, willfully subscribes as true any material matter which he does not believe to be true; is guilty of perjury and shall, except as otherwise expressly provided by law, be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both. This section is applicable whether the statement or subscription is made within or without the United States.*

De SEC kan in elke rechtbank van de Verenigde Staten van Amerika om de eerder genoemde "subpoena power" verzoeken. Er bestaan twee soorten "subpoena's" procedures:

- a. *de subpoena duces tecum procedure, en*
- b. *de subpoena ad testificandum procedure.*

Een subpoena duces tecum houdt in dat de getuige documenten en ander materiaal mee moet nemen wanneer deze wordt opgeroepen om te getuigen. Bij een subpoena ad testificandum heeft de getuige alleen de plicht om te verschijnen. Hij of zij is in dit geval niet verplicht om extra stukken mee te nemen. Wanneer de afdeling Enforcement aan de hand van (getuigen)verklaringen, stukken en/of ander materiaal meent

¹⁰⁸ In § 3.4.5 zal perjury, bij de bespreking van de strafrechtelijke procedure, uitvoerig worden besproken.

¹⁰⁹ 28 U.S.C. § 1746 (1999), "Unsworn declarations under penalty of perjury", heeft betrekking op verklaringen die niet onder ede zijn afgelegd. Ook met dit soort verklaringen kan meinede worden gepleegd.

dat het formele onderzoek haar voldoende informatie heeft verschaft, kan zij besluiten om:

- 1) geen verdere actie te ondernemen en het onderzoek af te sluiten,
- 2) verder actie ondernemen en een enforcement procedure te starten en/of
- 3) evenals bij een informeel onderzoek het geval is, bij aanwezigheid van "opzet" de zaak doorverwijzen naar het Ministerie van Justitie met verzoek tot strafvervolgning.

In geval van punt 1 wordt de zaak afgesloten en kunnen de stafleden van de afdeling Enforcement volgens 17 C.F.R. § 202.5 (d)¹¹⁰ de partijen hiervan op de hoogte stellen. In hetzelfde artikel wordt vermeld dat een bericht dat er geen verdere actie zal worden ondernomen, niet inhoudt dat de desbetreffende partij wordt uitgesloten van een eventuele toekomstige SEC enforcement procedure of andere SEC actie.

Section 202.5 Enforcement activities.

- d) *In instances where the staff has concluded its investigation of a particular matter and has determined that it will not recommend the commencement of an enforcement proceeding against a person, the staff, in its discretion, may advise the party that its formal investigation has been terminated. Such advice if given must in no way be construed as indicating that the party has been exonerated or that no action may ultimately result from the staff's investigation of the particular matter.*

Zie figuur 3.6 voor een schematisch overzicht van fase 2.

FIGUUR 3.6 Fase 2 Onderzoek door de afdeling Enforcement

¹¹⁰ Versie uit 1999.

Wanneer de SEC staf besluit om wel verdere actie te ondernemen kan dat inhouden dat het subject van onderzoek wordt geconfronteerd met een administratiefrechtelijke procedure; een civielrechtelijke- en/of een strafrechtelijke procedure. De eerste twee procedures kunnen door de SEC zelf aanhangig worden gemaakt. Wanneer zij een strafrechtelijke procedure voor ogen heeft, dient de SEC – door gebrek aan een strafvervolgende bevoegdheid – het Department of Justice in te schakelen. Een dergelijke actie wil nog niet zeggen dat het inderdaad tot een strafrechtelijke procedure komt. Net als zijn Nederlandse collega heeft de United States Attorney het recht om zelf uit te maken wanneer zij wel of niet overgaat tot strafvervolg¹¹¹. In de hier opvolgende paragrafen zullen de verschillende procedures worden besproken, maar voordat het zover is, zal de derde fase worden aangegeven waarin de SEC de overstap maakt van een Enforcement onderzoek naar een van de hiervoor genoemde procedures.

Fase 3: de Wells submission en de Settlement

In bijna alle gevallen waarin de afdeling Enforcement besluit om te willen procederen en dus een administratiefrechtelijke, civielrechtelijke of strafrechtelijke procedure aan te vangen, worden de partijen hierover ingelicht. Vervolgens kunnen de stafleden de overige partijen de gelegenheid bieden om – voor aanvang van een mogelijke procedure – te reageren op de aanvraag van een order tot procederen. De reacties van de (potentiële) gedaagde partijen op een mogelijke procedure worden een "Wells submissions" of "Wells statements" genoemd. In een Wells submission dienen de subjecten van onderzoek met duidelijk aangegeven feiten te motiveren waarom er geen enkele grond aanwezig is voor het verlenen van een order tot procederen. Omdat een Wells submission geen recht is van de partijen die verwikkeld zijn in een enforcement onderzoek, maar een mogelijkheid geboden door de SEC, mogen partijen er niet van uit gaan dat zij een dergelijk statement kunnen indienen. Regels over de wijze waarop een Wells submission dient te worden ingediend zijn niet in de Code of Federal Regulations te vinden. Om te voorkomen dat onvolledige verzoeken tot het niet instellen van een procedure bij haar worden ingediend, heeft de Commissie richtlijnen opgesteld¹¹². Deze moeten het indienen van een Wells submission vergemakkelijken.

¹¹¹ Het opportuniteitsbeginsel: artikel 167 WvSv.

¹¹² SEC release no. 5310, behorende bij de Securities Act '33, d.d. 1 maart 1973.

Indien de stafleden van de afdeling Enforcement na afsluiting van een enforcement onderzoek menen dat een eventueel ingediend Wells statement niet gegrond was en dat een verdere procedure op zijn plaats is, zijn zij verplicht om hiervoor toestemming aan de voltallige Commissie te vragen. Dit is onder meer op te maken uit 17 C.F.R. § 201.200 (a) onder punt 1:

Section 201.200 Initiation of proceedings

(a) Order instituting proceedings: Notice and opportunity for hearing.

(1) Generally.

Whenever an order instituting proceedings is issued by the Commission, appropriate notice thereof shall be given to each party to the proceeding by the Secretary or another duly designated officer of the Commission. Each party shall be given notice of any hearing within a time reasonable in light of the circumstances, in advance of the hearing; provided, however, no prior notice need be given to a respondent if the Commission has authorized the Division of Enforcement to seek a temporary sanction ex parte.

De toestemming voor het procederen wordt verleend in de vorm van een "order". De Commissie heeft de bevoegdheid tot het verstrekken van vornoemde orders gedelegeerd aan de secretaris van de SEC.

Section 200.30-7 Delegation of authority to Secretary of the Commission¹¹³

Pursuant to the provisions (...) the following functions to the Secretary of the Commission to be performed by him or under his direction by such person or persons as may be designated from time to time by the Chairman of the Commission:

(9) To designate officers of the Commission to serve notices of and orders for proceedings and decisions and orders in such proceedings, the service of which is required by Rules 141 and 150 of the Commission's Rules of Practice, Secs. 201.141 and 201.150 of this chapter; ...

In section 200 (b) rules of practice, behorende bij de SEC's Procedural Rules¹¹⁴, zijn de inhoudelijk eisen aangegeven waaraan een order om te mogen procederen moet voldoen. Zo dient een dergelijk order duidelijk aan te geven voor welke procedure de order is verleend. Daarnaast dient ook te worden aangegeven welk wetsartikel is overtreden en welke sanctie de SEC opgelegd zou willen zien. Dit alles heeft niet alleen de bedoeling dat degene die door de SEC voor het gerecht wordt gedaagd weet waar hij of zij aan toe is. De order wordt in de praktijk namelijk ook gebruikt

¹¹³ 17 C.F.R. § 200.30-7 (section 30-7 rules of organization; conduct and ethics; and information and requests 1999).

¹¹⁴ 17 C.F.R. § 201.200 (1999).

om te komen tot een "settlement", een schikking; oftewel een overeenkomst tussen de SEC en de gedaagde. Immers, voornoemde order geeft bijvoorbeeld aan dat de SEC een administratieve procedure zou willen entameren en een herstellende sanctie opgelegd zou willen zien. Nu het vast staat wat de vermeende overtreding is en wat de gevolgen van een rechterlijke uitspraak zouden kunnen zijn, is het aan de partijen – SEC en gedaagde – om uit te maken of het wel zover zou moeten komen. De SEC heeft in beginsel redenen om het niet tot een proces te laten komen. Afgezien van het feit dat een procedure vele uren en mankracht kan vergen, behoeft deze niet altijd tot het voor de SEC gewenst resultaat te leiden. Ook de gedaagde is vaak geen voorstander van het voeren van een procedure. Naast de hoge kosten en de lange periode van procesvoeren, kan zijn "goede naam" of de naam van het bedrijf de nodige schade oplopen terwijl de overtreding nog niet bewezen is. De partijen zullen de eisen zoals gesteld in de order doornemen en indien deze onredelijk zijn, zal de gedaagde het alsnog tot een procedure laten komen. Uit strategische overwegingen zal de SEC geen onredelijke sancties eisen. Immers, van een kale kip kan men niet plukken waardoor te hoge geldboetes bij voorbaat niet tot een settlement, maar tot het voeren van een procedure zullen leiden; hoge kosten en een miniem resultaat. Mocht de gedaagde menen dat hij met een settlement beter af is, kan hij hiervoor kiezen dan wel zelf een settlement voorstellen¹¹⁵.

Section 201.54 Settlement

The applicant and counsel for the Office or Division of the Commission may agree on a proposed settlement of the award before final action on the application, either in connection with a settlement of the underlying proceeding or after the underlying proceeding has been concluded, in accordance with the Commission's standard settlement procedure. See 17 CFR 201.240. If a prevailing party and counsel for the Office or Division of the Commission agree on a proposed settlement of an award before an application has been filed, the application shall be filed with the proposed settlement. If a proposed settlement provides that each side shall bear its own expenses, and the settlement is accepted, no application may be filed.

Section 201.240 Settlement

(a) Availability

Any person who is notified that a proceeding may or will be instituted against him or her, or any party to a proceeding already instituted, may, at any time, propose in writing an offer of settlement. (...)

¹¹⁵ 17 C.F.R. §§ 201.54 en 201.240 (1999).

Mochten zowel de Wells submission als de settlement niet tot het door partijen gewenst resultaat leiden, gaat de SEC over tot de procedure zoals dat in de order is aangegeven. Zoals uit bovenstaand artikel kan worden opgemaakt, kan een settlement ook in een later stadium – namelijk tijdens de procedure – ingezet worden. Hieronder, in figuur 3.7, wordt de schematische uitwerking van fase 3 weergegeven waarna in de volgende paragraaf zal worden aangevangen met een bespreking van de mogelijke procedures zoals hiervoor reeds is aangestipt.

FIGUUR 3.7 Fase 3; de Wells Submission en de Settlement

3.6 De verschillende handhavingsprocedures

Uit de voorafgaande paragrafen is duidelijk geworden dat er drie soorten procedures mogelijk zijn; de administratiefrechtelijke, de civielrechtelijke en de strafrechtelijke procedure. Iedere procedure heeft zijn eigen kenmerken. Wat deze procedures inhouden en welke sancties er kunnen worden toegepast zal in de hierna aan de orde komen. Hierbij zal de rol van de SEC centraal staan. Getracht zal worden om haar bevoegdheden en de reikwijdte hiervan aan te geven. Voornoemde procedures zullen in de hierboven weergegeven volgorde aan bod komen.

3.6.1 De administratieve procedure

De enige procedure waarvan gezegd kan worden dat de SEC er het meeste invloed op heeft, is de administratieve procedure. De SEC, een administratief overheidsorgaan, dient zich bij de uitvoering van haar taken en bevoegdheden te houden aan de regels zoals de overheid die heeft opgesteld voor al haar (zelfstandige) bestuursorganen. Zij heeft niet alleen de bevoegdheid om regelgeving te formuleren en te handhaven, maar

heeft van het Amerikaans Congres ook de bevoegdheid gekregen om te beslissen of de effectenregelgeving daadwerkelijk is geschonden. Dit geschiedt door middel van administratieve hoorzittingen geleid door een hiervoor aangewezen Administrative Law Judge (ALJ)¹¹⁶. Deze hoorzittingen worden "adjudicatory hearings" of "adjudicatory proceedings" genoemd¹¹⁷. De administratieve hoorzittingen vertonen veel overeenkomsten met een civielrechtelijk proces, zonder jury, waarin de rechter op grond van "equity", redelijkheid en billijkheid, beslist. Dit blijkt onder andere uit 17 C.F.R. § 201.32.

Rule 326 Evidence: Presentation, rebuttal and cross-examination.

In any proceeding in which a hearing is required to be conducted on the record after opportunity for hearing in accord with 5 U.S.C. 556(a), a party is entitled to present its case or defense by oral or documentary evidence, to submit rebuttal evidence, and to conduct such cross-examination as, in the discretion of the Commission or the hearing officer, may be required for a full and true disclosure of the facts. The scope and form of evidence, rebuttal evidence, if any, and cross-examination, if any, in any other proceeding shall be determined by the Commission or the hearing officer in each proceeding.

De partijen in een adjudicatory hearing zijn de desbetreffende "administrative agency" en de (rechts)personen van wie wordt vermoed dat het de wetgeving heeft overtreden. In geval van de SEC is enerzijds de SEC zelf partij en anderzijds zijn de door haar gereguleerde (rechts)personen partij in een dergelijke hearing. Zoals uit voorgaande paragrafen kan worden opgemaakt, behoren tot deze (rechts)personen:

- De commissionairs, brokers, effectenhandelaren en effectenbeurzen¹¹⁸;
- De openbare nutsbedrijven¹¹⁹;
- De beleggingsmaatschappijen¹²⁰;
- (Professionele) beleggingsadviseurs¹²¹ en
- Zelfregulerende organisaties te weten: de nationale effectenbeurzen, de NASD, de geregistreerde clearingorganisaties en de Municipal Securities Rulemaking Board¹²².

¹¹⁶ Een ALJ – een hearing officer – is een overheidsbeambte die speciaal in dienst is om hoorzittingen van administratieve bestuursorganen voor te zitten.

¹¹⁷ Vgl. paragraaf 3.1.2. de verschillende rechtsprekende instanties.

¹¹⁸ Op grond van de Securities Exchange Act '34 registratieplichtig bij de SEC.

¹¹⁹ Deze dienen zich op grond van de Public Utility Holding Company Act '35 bij de SEC te registreren.

¹²⁰ De Investment Company Act uit 1940 heeft ervoor gezorgd dat deze maatschappijen registratieplichtig werden.

¹²¹ Zie de Investment Advisers Act '40.

¹²² Vgl. 15 U.S.C. §§ 78c (a) (26) en 78s (a-1) of de section 3(26) en section 19(a)(1) Securities Exchange Act 34 (1999).

Niet alleen de bovengenoemde (rechts)personen, maar ook de hieraan verbonden personen kunnen partij zijn in een door de SEC ingestelde administratieve procedure¹²³. Een van de artikelen waar dat in naar voren komt, is section 3 onder a van punt 18 van de Securities Exchange Act '34¹²⁴.

Section 3 Definitions and application

(a) Definitions

- 18) *The term "person associated with a broker or dealer" or "associated person of a broker or dealer" means any partner, officer, director, or branch manager of such broker or dealer (or any person occupying a similar status or performing similar functions), any person directly or indirectly controlling, controlled by, or under common control with such broker or dealer, or any employee of such broker or dealer, except that any person associated with a broker or dealer whose functions are solely clerical or ministerial shall not be included in the meaning of such term for purposes of section 15(b) of this title (other than paragraph (6) thereof).*

Tot de invoering van de Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act in 1990 (de Remedies Act) was de SEC beperkt in de keuzemogelijkheid van de op te leggen sancties. Daarnaast was ook de groep beperkt tot de hierboven genoemde (rechts)personen. De Remedies Act heeft er onder meer voor gezorgd dat de SEC verschillende administratieve procedures naast een civielrechtelijke procedure mocht voeren¹²⁵. De Remedies Act is niet in de vorm van één wet terug te vinden. Deze wet, die bestaat uit verschillende artikelen in de diverse effectenwetten¹²⁶, is in het leven geroepen met de volgende doelstelling:

¹²³ 15 U.S.C. § 78c (a)(18) of section 3(a)(18) van de Securities Exchange Act '40, 15 U.S.C. § 80b-2(a)(17) of section 202(a)(17) van de Investment Advisers Act'40 (versies uit 1999).

¹²⁴ 15 U.S.C. § 78c(a)(18).

¹²⁵ De Remedies Act gaf de SEC de bevoegdheid om in een administratieve procedure niet alleen een Cease and Desist order op te (laten) leggen of een civiele geldboete, maar ook ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel te vorderen. Voorts heeft de Remedies Act bewerkstelligd dat de Amerikaanse rechtbanken het bevel mogen geven om een civiele geldboete op te leggen en om ontneming van illegale winsten te vorderen. Tot slot heeft voornoemde wet ervoor gezorgd dat de SEC via een civiele injunctionprocedure de directie(leden) van een bij de SEC geregistreerd bedrijf kunnen verbannen uit de effectenbranche. Hieronder zullen voornoemde sancties uitgebreid aan bod komen.

¹²⁶ De ingevoegde artikelen zijn: 15 U.S.C. § 77h-1 of section 8A van de Securities Act'33; 15 U.S.C. § 78 u-3 of section 21C van de Securities Exchange Act'34; 15 U.S.C. § 80b-3 (k) Oftewel section 203 (k) van de Investment Advisers Act'40 en tot slot 15 U.S.C. § 80a-9 (f) of section 9 (f) van de Investment Company Act uit 1940 (versies uit 1999).

*"To strengthen the enforcement powers of the (...) SEC and provide the agency with a broader range of remedies to protect investors and maintain the integrity of the nation's securities markets."*¹²⁷

Om deze doelstellingen te verwezenlijken is in deze wet bepaald dat de SEC bepaalde sancties tegen "een ieder" kan vorderen. Het is dan niet meer van belang of de desbetreffende (rechtspersoon) door de SEC wordt gereguleerd of niet. Dit zal hieronder nog aan bod komen.

De eisen waaraan de hoorzittingen van administrative agencies dienen te voldoen zijn neergelegd in de Administrative Procedure Act (APA)¹²⁸. De APA is een wet uit 1946 die door middel van modellen aan de agencies voorschrijft aan welke eisen de hoorzittingen en de door de agencies gecreëerde regelgeving moeten voldoen¹²⁹. In de regels die de agencies maken, zijn de eisen van de APA terug te vinden. Een voorbeeld hiervan is rule 30-9 van de SEC's organization; conduct and ethics; information and requests rules. Als gevolg van de APA heeft de SEC in deze rule haar bevoegdheden om uitspraken te doen, gedelegeerd aan de ALJ's.

Rule 30-9 Delegation of authority to hearing officers.

Pursuant to the provisions of Section 4A of the Securities Exchange Act of, the Securities and Exchange Commission hereby delegates, until the Commission orders otherwise, to each Administrative Law Judge ("Judge") the authority:

- (a) To make an initial decision in any proceeding at which the Judge presides in which a hearing is required to be conducted in conformity with the Administrative Procedure Act (5 U.S.C. 557) unless such initial decision is waived by all parties who appear at the hearing and the Commission does not subsequently order that an initial decision nevertheless be made by the Judge, and in any other proceeding in which the Commission directs the Judge to make such a decision; (...)*

Naast het verzorgen van uitspraken, ook wel "initial decisions" genoemd, zijn ALJ's ook bevoegd om te beoordelen wie zij als getuige wil horen; bevoegd om subpoena's uit vaardigen, te beslissen of aangevoerd bewijs wel geschikt is; bevoegd om een eed af te nemen en nog veel meer. In 17 C.F.R. § 200.14(a) staan de taken en bevoegdheden van de ALJ vermeld¹³⁰.

¹²⁷ Philips, R.M., G.R. Missal en Lipton, R.J., *SEC investigation: The Heart of SEC Enforcement Practice*, a.w., noot 5, p. 134.

¹²⁸ 5 U.S.C. § 551 e.v.

¹²⁹ Gellhorn, E. en Levin, R.M., *Administrative Law and Process in a nutshell*, West Group, St. Paul: Minnesota, 1997, p. 296 - 300.

¹³⁰ Rule 14 (a) van de SEC's organization; conduct and ethics; information and requests rules.

Rule 14 Office of Administrative Law Judges.

(a) *Under the Administrative Procedure Act (5 U.S.C. 551-559) and the federal securities laws, the Office of Administrative Law Judges conducts hearings in proceedings instituted by the Commission. The Administrative Law Judges are responsible for the fair and orderly conduct of the proceedings and have the authority to:*

(1) Administer oaths and affirmations; (2) Issue subpoenas; (3) Rule on offers of proof; (4) Examine witnesses; (5) Regulate the course of a hearing; (6) Hold pre-hearing conferences; (7) Rule upon motions; and (8) Unless waived by the parties, prepare an initial decision containing the conclusions as to the factual and legal issues presented, and issue an appropriate order.

Het begrip "Administrative Law Judge" kan voor enige verwarring zorgen wanneer men de term "Judge" letterlijk zou vertalen. Eerder is opgemerkt dat het om een hearing officer gaat; een overheidsbeambte die hoorzittingen in een administrative procedure afneemt. De ALJ mag niet vergeleken worden met een rechter zoals men die in Nederland kent of met een rechter die werkzaam is binnen het systeem van de Amerikaanse rechtbanken¹³¹. Deze ambtenaar wordt door de agency, de Commissie, geselecteerd uit een lijst die de Federal Office of Personnel Management (OPM) haar heeft aangereikt. In haar Procedural Rules heeft de SEC dit opgenomen in rule 110 rules of practice¹³².

Rule 110 Presiding officer.

All proceedings shall be presided over by the Commission or, if the Commission so orders, by a hearing officer. When the Commission designates that the hearing officer shall be an administrative law judge, the Chief Administrative Law Judge shall select, pursuant to 17 CFR 200.30-10, the administrative law judge to preside.

De personen die voorkomen op de hiervoor genoemde lijst hebben diverse examens moeten afleggen en werken over het algemeen al enige tijd voor de federale overheid. Weliswaar bij andere divisies, maar zij zijn toch bekend met de werkwijze van de federale overheid. Van de ALJ wordt verwacht dat hij of zij zoveel mogelijk feiten verzamelt. Immers, hij heeft de mogelijkheid tot het horen van partijen, ondervragen van getuigen en bekijken van aangevoerd bewijsmateriaal. Ingeval de partijen ervoor kiezen om slechts op grond van bewijsstukken een uitspraak te willen, dan is er geen taak meer voor de ALJ en wordt hij geacht uit het proces terug te treden. In dat geval spreekt men van een "summary disposition". In de praktijk zijn de ALJ's geen voorstander van dergelijke

¹³¹ Zie paragraaf 3.1.2 en figuur 3.1.

¹³² 17 C.F.R. § 201.110 (1999).

summary dispositions. Immers, het toekennen van een zo'n verzoek zet hen buitenspel. Uit rule 250 (a) rules of practice, behorende bij de SEC's Procedural Rules, kan onder meer de conclusie worden getrokken dat ALJ's slechts feiten beoordelen. Indien deze niet meer ter discussie staan, maar het bijvoorbeeld om de uitleg van een rule gaat, dienen zij zich terug te trekken¹³³. Hier ligt dan ook een groot verschil met de reguliere rechters. Immers, zij beoordelen naast de feiten ook regelgeving.

Rule 250 Motion for summary disposition¹³⁴

- (a) *After a respondent's answer has been filed and, in an enforcement or a disciplinary proceeding, documents have been made available to that respondent for inspection and copying pursuant to rule 230, the respondent, or the interested division may make a motion for summary disposition of any or all allegations of the order instituting proceedings with respect to that respondent. If the interested division has not completed presentation of its case in chief, a motion for summary disposition shall be made only with leave of the hearing officer. The facts of the pleadings of the party against whom the motion is made shall be taken as true, except as modified by stipulations or admissions made by that party, by uncontested affidavits, or by facts officially noted pursuant to rule 323. (...)*

De administratieve procedure begint met het verzoek van de SEC. Hierin geeft zij aan welke regel er vermoedelijk is overtreden en welke "remedial sanctions" – herstellende sancties – zij door de ALJ opgelegd zou willen zien¹³⁵. De hoorzittingen van de ALJ kunnen openbaar zijn, maar indien

¹³³ 17 C.F.R. § 201.250 (a) (1999).

¹³⁴ Oftewel Section 17 C.F.R. § 201.250. Een "summary disposition", is een uitspraak niet gebaseerd op materiële feiten, maar op de wet. Dergelijke processen verlopen in de regel vrij snel omdat er geen nader onderzoek naar de feiten verricht hoeft te worden. Er wordt slechts naar de wet gekeken en op grond daarvan beslist. Garner, B.A., *Black's Law Dictionary*, West Group, 3^{de} druk, 1996, p. 606.

¹³⁵ Het doel van een remedial sanction is om de belegger te beschermen. Wanneer de opgelegde remedial sanction een straf inhoudt die veel zwaarder is dan de geleden schade, is er geen sprake meer van een remedial sanction, maar van een punitieve sanctie. Vgl. noot 11 op pagina 491 in de zaak *Johnson v. SEC*, 87 F.3d 484 (D.C. circuit 1996). In deze zaak werd Patricia Johnson zowel door de ALJ als door de SEC voor de periode van zes maanden geschorst als supervisor. De reden hiervoor was dat zij onvoldoende toezicht had uitgeoefend op een van haar medewerkers waardoor er beleggers werden gedupeerd. Deze sanctie werd door de rechtbank onevenredig zwaar gevonden: "*Here, the sanctions imposed by the SEC – censure and a six-month suspension – clearly resemble punishment in the ordinary sense of the word. The SEC not only restricted Johnson's ability to earn a living as a supervisor during her six-month suspension, but the suspension was also likely to have longer-lasting repercussions on her ability to pursue her vocation. Suspended brokers must forever after disclose the sanction, and it becomes part of their permanent public file*".

de Commissie meent dat het in het belang van het publiek is om de zitting achter gesloten deuren te houden, is zij hiertoe bevoegd¹³⁶. De ALJ's bepalen de feiten aan de hand van het ingebracht en goedgekeurd bewijs en aan de hand van de door hen gehoorde getuigen(-deskundigen). Indien zij menen dat de sanctie waar de SEC om heeft verzocht terecht is, kunnen zij dat in hun initial decisions aan de desbetreffende partij opleggen.

In een administratieve procedure zijn er diverse sancties toepasbaar. De verschillende administratieve sancties zijn:

1. *Het intrekken of schorsen van een SEC registratie en/of het beperken van werkzaamheden;*
2. *Een Cease and Desist order;*
3. *Accounting and Disgorgement; en*
4. *Het opleggen van civiele geldboetes.*

Voor de Remedies Act reikte de bevoegdheid van de SEC om via de ALJ sancties op te leggen slechts tot een bepaalde groep personen; de gereguleerden en andere speciaal daartoe aangewezen personen zoals accountants. De Remedies Act vergrootte deze groep en vergrootte daarbij het arsenaal aan administratieve sancties. Ondanks het feit dat de Remedies act stamt uit het begin van de jaren 90 en het al geruime tijd wordt toegepast, zijn niet alle voorwaarden voor het toepassen van deze sancties uitgekristaliseerd. Hieronder zullen bovengenoemde sancties worden besproken en zo mogelijk zal worden aangegeven wanneer de sanctie wel of niet mag worden toegepast.

Intrekkingen; schorsingen en beperkingen

De mogelijkheid voor de SEC om, weliswaar via een administratieve procedure, de registratie van onder meer een effectenhandelaar/commissionair – "broker/dealer" –, beleggingsadviseurs dan wel van beleggingsmaatschappijen in te trekken, te schorsen of om de werknemers van een bij haar geregistreerde effectenbedrijf te verbieden om werkzaam te zijn binnen de effectenwereld (te verbannen uit de effectenbranche), behoort

¹³⁶ Vgl. 5 U.S.C. § 552b (b) (1999).

tot de oorspronkelijke administratieve sancties¹³⁷. Deze sancties, die alleen toepasbaar zijn in de administratieve procedure, gaan erg ver. Immers, zonder vergunning mag de desbetreffende (rechts)persoon¹³⁸ niet werkzaam zijn binnen de effectenbranche. Daarom kan de SEC dergelijke acties pas instellen na een administratieve procedure te hebben ingesteld waarin zij toestemming heeft gekregen van een ALJ. De wetgever heeft dat in section 15 (b)(4) van de Securities Exchange Act¹³⁹ als volgt verwoord:

Section 15 Registration and regulation of brokers and dealers

b(4) The Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities, functions, or operations of suspend for a period not exceeding twelve months, or revoke the registration of any broker or dealer if it finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such censure, placing of limitations, suspension, or revocation is in the public interest and that such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming such, or any person associated with such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming so associated (...)

b(6)(A) With respect to any person who is associated, who is seeking to become associated, or, at the time of the alleged misconduct, who was associated or was seeking to become associated with a broker or dealer, or any person participating, or, at the time of the alleged misconduct, who was participating, in an offering of any penny stock, the Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities or functions of such person, or suspend for a period not exceeding 12 months, or bar such person from being associated with a broker or dealer, or from participating in an offering of penny stock, if the Commission finds, on the record after notice and opportunity for a hearing, that such censure, placing of limitations, suspension, or bar is in the public interest and that such person (...)

Volgens bovenstaand artikel kan deze sanctie pas na een hoorzitting, voor de duur van maximaal twaalf maanden, worden opgelegd aan een

¹³⁷ 15 U.S.C. §§ 78o (b)(4) en (6) ook wel section 15 (b) (4) en (6), 78o-4 (c)(2) Oftewel section 15B (c)(2), 78o-5 (1+2) Oftewel section 15C (1) en (2) van de Securities Exchange Act '34; 15 U.S.C. § 80b-3 ook wel section 203 van de Investment Advisers Act '40 genoemd; 15 U.S.C. §§ 80-8 (e) Oftewel section 8 (e), 80a-9 (b) of section 9 (b) van de Investment Company Act '40 (versie 1999).

¹³⁸ Te weten: de intermediairs Oftewel brokers of dealers, dan wel een ieder die verbonden is met deze persoon; de municipal securities dealer Oftewel degene die handelen in effecten van lagere overheden; de government securities dealer of -broker die handelen in effecten uitgegeven voor en/of door de overheid; de transfer agent die de gegevens bij houdt van de effectenoverdrachten; de beleggingsadviseur en de beleggingsmaatschappijen.

¹³⁹ 15 U.S.C. § 78o (b)(4).

geregistreerde persoon of aan een hieraan gerelateerd persoon¹⁴⁰. Bovenstaand wetsartikel duidt ook aan dat de SEC een officiële reprimande aan iemand of onderneming kan geven, die actief is binnen de effectenwereld. Daarnaast kan de SEC de werkzaamheden, functies of financiële transacties van een dergelijke persoon of onderneming beperken.

Een volgend wetsartikel, op grond waarvan de SEC iemand kan schorsen of uitsluiten uit de effectenwereld, is rule 102 (e) van de SEC's Procedural Rules¹⁴¹. Een deel van deze regel luidt als volgt:

Rule 102 Appearance and Practice before the Commission

(e) Suspension and disbarment.

(1) Generally. The Commission may censure a person or deny, temporarily or permanently, the privilege of appearing or practicing before it in any way to any person who is found by the Commission after notice and opportunity for hearing in the matter:

- (i) Not to possess the requisite qualifications to represent others; or*
- (ii) To be lacking in character in integrity or to have engaged in unethical or improper professional conduct; or*
- (iii) To have willfully violated, or willfully aided and abetted the violation of any provision of the Federal securities laws or the rules and regulations thereunder.*
(...)

Bovenstaande regel geeft aan het voltallig bestuur van de SEC, "the Commission", de bevoegdheid om de "beroepsgerelateerde" personen niet alleen te berispen, maar ook (tijdelijk) te schorsen of verbieden om werkzaam te zijn binnen de effectenbranche. Tot de beroepsgerelateerde personen behoren alle personen die voor het uitoefenen van hun beroep afhankelijk zijn van de Commissie doordat zij bijvoorbeeld afhankelijk zijn van een vergunning afgegeven door de SEC. Deze personen kunnen onder meer accountants, advocaten of analisten zijn. Op grond van voormelde rule zal een dergelijke persoon, na een veroordeling in een strafrechtelijke of civiele injunctieprocedure, ook door de SEC administratiefrechtelijk worden gesanctioneerd. Een dergelijke veroordeling leidt

¹⁴⁰ Maletta, J.B. en Lang, N.S., *Sanctions and Collateral Consequences: The Stakes in SEC Enforcement* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 134.

¹⁴¹ 17 C.F.R. § 201.102 (e) versie 1999.

immers automatisch tot een schorsing. Dit is bepaald in rule 102 (e)(2)¹⁴².

(2) *Certain professionals and convicted persons.*

Any attorney who has been suspended or disbarred by a court of the United States or of any State; or any person whose licence to practice as an accountant, engineer, or other professional or expert has been revoked or suspended in any State; or any person who has been convicted of a felony or a misdemeanor involving moral turpitude shall be forthwith suspended from appearing or practicing before the Commission (...).

Voor de toepassing van rule 102 (e) is niet altijd een veroordeling vereist; zelfs een schikking kan voldoende zijn. Onder punt (e)(3)(iv) van deze regel is het volgende vermeld:

(3)(iv)... *A person who has consented¹⁴³ to the entry of a permanent injunction as described in paragraph (e) (3)(A) of this rule without admitting the facts set forth in the complaint shall be presumed for all purposes under this paragraph (e)(3) to have been enjoined by reason of the misconduct alleged in the complaint.*

Indien men accoord is gegaan met een schikking, "a consent order", dan is het van belang voor de gedaagde dat er in de schikking een regel is opgenomen die de sancties van rule 102(e) niet meer toepasselijk verklaart. Is dat niet het geval, dan kan een schikking alsnog dezelfde gevolgen als een veroordeling hebben¹⁴⁴.

De SEC heeft niet de vrije hand in het schorsen dan wel permanent uitsluiten van professionelen. Dit is onder meer gebleken in de zaak *Johnsen v. SEC*¹⁴⁵ waar de SEC door het Court of Appeals op de vingers werd getikt. In deze zaak had de SEC Johnson voor een bepaalde tijd geschorst en haar daarmee in feite dubbel gestraft. Het Court of Appeals heeft vervolgens beslist dat een tijdelijke schorsing van Patricia Johnson, die onvoldoende toezicht had uitgeoefend op een van haar medewerkers en daardoor beleggers had gedupeerd, onevenredig zwaar en dus ongeoorloofd was. De rechtbank nam dit standpunt in omdat een

¹⁴² 17 C.F.R. § 201.102 (e)(2) versie 1999.

¹⁴³ "Consented": dit verwijst naar een consent order. Anders gezegd: "een soort schikking".

¹⁴⁴ Lang, N.S. en Lipton, R.J., *Litigating Administrative Proceedings: the SEC's increasingly important enforcement alternative* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 273.

¹⁴⁵ *Johnsen v. SEC* 87 F.3d 484 (D.C. Circuit 1996).

schorsing altijd geregistreerd blijft waardoor het Johnson's toekomstige carrière op een negatieve wijze zal blijven achtervolgen; hetgeen op zichzelf al een zware straf is. Om Johnson daarnaast de mogelijkheid ontnemen om zes maanden haar brood te verdienen was, volgens het Court of Appeals, onevenredig zwaar voor een administratieve straf. Een dergelijk straf was volgens de rechtbank niet van "herstellende" aard, maar meer van punitieve aard.

Een volgende zaak waarin de SEC door het Court of Appeals werd teruggeroepen, is de voor Amerikaanse begrippen bekende Checkosky zaak¹⁴⁶. Hierin heeft de SEC twee accountants, de heren Checkosky en Aldrich, voor een periode van twee jaar geschorst omdat zij zich onder meer niet hebben gedragen volgens de algemene accountancy regels. Volgens de SEC was hiermee sprake van "improper professional conduct" en dus overtreding van de bovengenoemde rule 102 (e). De heren gingen in hoger beroep omdat zij vonden dat de SEC niet duidelijk aan had gegeven wanneer er sprake was van "improper professional conduct". Het Court of Appeals was het daarmee eens en verwees de zaak terug naar de SEC. Deze beslissing is bekend geworden onder de naam "Checkosky I". De SEC moest in een initial decision aangeven welke criteria zij had toegepast om tot de conclusie te kunnen komen dat er sprake was van "improper conduct". De Commission heeft de zaak weer behandeld, maar naar ontevredenheid van Checkosky en zijn partner waarna de zaak wederom voor hetzelfde Court of Appeals belandde. In Checkosky II leed de SEC gezichtsverlies want het Court of Appeals gaf aan dat de SEC opnieuw niet aan haar plicht had voldaan en verwees de zaak weer terug naar de SEC.

Uit het voorafgaande kan worden geconcludeerd dat de SEC wel bevoegd is tot het schorsen of het geven van een reprimande dan wel tot het uitbannen van onder meer niet geregistreerde personen uit de effectenbranche, maar niet ongelimiteerd. De SEC kan worden gecorrigeerd door de Courts of Appeals. Een volgende sanctie die in de administratieve procedure kan worden opgelegd en ook een brede doelgroep heeft, is de hierna te behandelen Cease and Desist order.

¹⁴⁶ De initial decision inzake re David J. Checkosky en Norman A. Aldrich d.d. 26 augustus 1992; Checkosky v. SEC, 23 F.3d 452 (D.C. circuit 1994) "Checkosky I"; Herziende beslissing door de SEC in re David J. Checkosky & Norman A. Aldrich d.d. 21 januari 1997 en tot slot Checkosky v. SEC 139 F.3d 221 (D.C. circuit 1998) "Checkosky II".

De Cease and Desist order

Een Cease and Desist order is de benaming van een bevel om iets te doen; iets niet te doen of om iets na te laten. Deze administratieve sanctie behoort tot een van de weinige sancties die de SEC na een initial decision kan opleggen aan zowel een gereguleerde als een niet-gereguleerde (rechts)persoon¹⁴⁷. De Cease and Desist order en het intrekken dan wel schorsen van een SEC registratie waren de twee oorspronkelijke administratieve sancties. Voornoemde Remedies Act gaf de SEC onder meer de mogelijkheid om Cease and Desist orders ook tegen niet-gereguleerden op te leggen. Er zijn twee soorten Cease en Desist orders: de permanente en de tijdelijke order. In section 8A van de Securities Act heeft de wetgever het als volgt vermeld:

Section 8A Cease-and-Desist Proceedings*(a) Authority of the Commission.*

If the Commission finds, after notice and opportunity for hearing, that any person is violating, has violated, or is about to violate any provision of this title, or any rule or regulation thereunder, the Commission may publish its findings and enter an order requiring such person, and any other person that is, was, or would be a cause of the violation, due to an act or omission the person knew or should have known would contribute to such violation, to cease and desist from committing or causing such violation and any future violation of the same provision, rule, or regulation. Such order may, in addition to requiring a person to cease and desist from committing or causing a violation, require such person to comply, or to take steps to effect compliance, with such provision, rule, or regulation, upon such terms and conditions and within such time as the Commission may specify in such order. Any such order may, as the Commission deems appropriate, require future compliance or steps to effect future compliance, either permanently or for such period of time as the Commission may specify, with such provision, rule, or regulation with respect to any security, any issuer, or any other person.

Alvorens de (tijdelijke) Cease and Desist order toe te kunnen passen moet de SEC in een hoorzitting aantonen dat

"any person is violating, has violated, or is about to violate any rule or regulation"¹⁴⁸.

¹⁴⁷ 15 U.S.C. § 77h-1 of section 8A van de Securities Act '33; 15 U.S.C. § 78u-3 ook wel section 21C van de Securities Exchange Act '34 genoemd; 15 U.S.C. 80a-9 (f) (1) Oftewel section 9 (f)(1) van de Investment Company Act '40 en tot slot 15 U.S.C. § 80b-3 (k)(1) Oftewel section 203 (k)(1) van de Investment Advisers Act '40.

¹⁴⁸ Vlg. punt XI Sanctions and remedies, onder C van de initial decision inzake Sky Scientific d.d. 5 maart 1999: 1999 WL 114405 (S.E.C.).

Aldus moet bewezen worden dat de (rechts)persoon de desbetreffende federale effectenwet- of regelgeving overtreedt, medeplichtig is bij het overtreden van voornoemde wetten; de federale regels heeft overtreden of op het punt staat om voornoemde regels te gaan overtreden. Over een dergelijke toekomstige overtreding heeft de ALJ in de zaak Sky Scientific besloten dat Cease and Desist order onder bepaalde omstandigheden mag worden verleend, ook wanneer het niet zeker is dat de (rechts)persoon in de toekomst over zal gaan tot het overtreden van de effectenregels. In deze zaak hebben de directie en anderen die werkzaam waren bij Sky Scientific beweerd, dat het bedrijf mijnen bezat met enorme reserves aan kostbare (edel)metalen. Dit bleek na onderzoek niet met de waarheid overeen te komen.

De SEC heeft vervolgens zowel de directie en de supervisors, als de handelaren die handelden in ongeregistreerde aandelen Sky Scientific voor de administratieve rechter gedaagd wegens overtreding van de effectenwetten. De SEC had de ALJ om een Cease and Desist order verzocht.

"An order may issue absent a finding that a Respondent is apt to commit violations in the future, though evidence suggesting the probability of prospective violations in the future, though evidence suggesting the probability of prospective violations may be relevant in deciding whether to issue an order"¹⁴⁹.

De SEC is er – begin 2002 – nog niet over uit of de afgifte van een Cease and Desist order zou moeten geschieden onder de voorwaarde dat er in de toekomst waarschijnlijk overtredingen zullen plaatsvinden. Er zijn initial decisions waarin is bepaald dat "future violations die zouden kunnen plaatsvinden" geen aanleiding hoeven te vormen voor het verlenen van een Cease and Desist order. Dit heeft de ALJ beslist in de zaak Joel Zbar. In de administratieve procedure voerde Zbar aan dat de SEC eerst bewijzen zou moeten aanvoeren dat hij in de toekomst weer zou overgaan tot het overtreden van de effectenwetgeving, alvorens zij over een dergelijke order zou mogen beschikken. De ALJ was een andere mening toegedaan. Volgens haar mag er reeds een Cease en Desist order worden verleend wanneer de desbetreffende persoon een overtreding begaat of heeft begaan. Eventuele toekomstige overtredingen zijn dan

¹⁴⁹ Vgl. de initial decision inzake Sky Scientific nr. XI Sanctions and remedies, onder C.

niet meer relevant¹⁵⁰. Er zijn ook initial decisions waarin is bepaald dat future violations die zouden kunnen plaatsvinden, bepalend zijn voor de afgifte van een Cease and Desist order. Dit was het geval in de zaak Trepp. Warren Trepp fungeerde als tussenpersoon in de obligatiehandel voor zijn cliënt, Drexel Burnham Lambert Incorporated. Omdat Trepp hierbij de wettelijke regels niet in acht had genomen, werd hij voor de administratieve rechter gedaagd. De SEC vorderde de afgifte van een Cease and Desist order. In deze zaak heeft de ALJ bepaald dat de SEC moet aantonen dat Trepp in de toekomst weer een wetsovertreding zou kunnen begaan.

"Neither the Commission nor any court of appeals has ruled on whether the Commission must find a likelihood of future violation to issue a cease and desist order. The courts have, however, ruled that a likelihood of future violation is required when considering the cease and desist authority of other administrative agencies."

Volgens de ALJ kan de SEC de dreiging van mogelijke toekomstige wetsovertredingen afleiden uit eerdere gedragingen. Daaruit moet blijken dat er sprake is van:

some cognizable danger of recurrent violation, something more than the mere possibility which serves to keep the case alive.

Oftewel, de SEC moet over zodanige aanwijzingen beschikken, die tot de aannemelijke conclusie zouden leiden dat er een kans op recidive is. Deze aanwijzingen kunnen zijn dat de overtredingen van gedaagde niet slechts eenmalig, maar gedurende een lange tijd plaats hebben gevonden. Daarnaast kan het relevant zijn of de gedaagde nog steeds werkzaam is in de effectenbranche of deze al geruime tijd heeft verlaten zoals bij Trepp het geval was¹⁵¹. Dit laatste argument treft men ook aan in de zaak Borg-Warner Corporation versus de FTC, de Federal Trade Commission. Borg-Warner Corporation, een bedrijf dat auto-onderdelen fabriceerde en verkocht, werd door de FTC beschuldigd van monopolievorming hetgeen in strijd was met de Clayton Act en de Federal Trade Commission Act¹⁵². In deze zaak heeft de United States Court of Appeals

¹⁵⁰ Vgl. Joel Zbar, prehearing ruling d.d. 18 maart 1994, release no. 425, 28 april 1994, 56 SEC Docket, 1784.

¹⁵¹ Initial decision no. 115 inzake Warren G. Trepp d.d. 18 augustus 1997.

¹⁵² Clayton Act, 15 U.S.C. § 19 en 15 U.S.C. § 45 (Federal Trade Commission Act; beide in het arrest versie 1982).

uitgemaakt dat de FTC niet tot een Cease and Desist order bevoegd was omdat de vermeende overtreding reeds was beëindigd en er geen sprake meer kon zijn van een "toekomstige overtreding"; immers er waren geen aanwijzingen hieromtrent omdat gedaagde al niet meer werkzaam was in de auto-onderdelenhandel.¹⁵³

De Cease en Desist orders kunnen in ieder geval voor actuele overtredingen worden opgelegd. Vaak gaan deze orders vergezeld van andere administratieve sancties, bijvoorbeeld van een "civiele" geldboete. Dit om te voorkomen dat alleen het bevel om een bepaalde handeling wel of niet te verrichten onvoldoende zal zijn. Wanneer een Cease and Desist order niet wordt nageleefd, kan de SEC op grond van section 21 (d)(3) van de Securities Exchange Act '34 een procedure bij de U.S. district court aanspannen en onder meer verzoeken om de oplegging van een geldboete¹⁵⁴. In dat geval mag de desbetreffende civiele rechter de overtreder naast de boete ook bevelen om de administratieve order na te leven¹⁵⁵. Mocht het toch zo zijn dat zelfs de civiele order niet wordt nageleefd dan pleegt de overtreder een civielrechtelijke overtreding namelijk: "minachting van de rechtbank" ofwel "civil contempt of court"¹⁵⁶.

¹⁵³ Borg-Warner v. F.T.C., 746 F.2d 108 (1984).

¹⁵⁴ 15 U.S.C. § 78u (d)(3).

¹⁵⁵ 15 U.S.C. § 78u (e) Ofwel section 21 (e) van de Securities Exchange Act '34 (versie 1999).

¹⁵⁶ In de U.S.A. kent men verschillende soorten contempt of court: de civil contempt; de constructive contempt, de criminal contempt en de direct contempt. Van een civil contempt is sprake wanneer er geweigerd wordt een gerechtelijk bevel na te leven dat ten gunste van de tegenpartij was uitgegeven. Een civil contempt procedure is dan ook herstellend van aard. De constructive of indirect contempt en de direct contempt hebben beide betrekking op het beledigen van de rechter dan wel van de rechtbank op een indirecte wijze (buiten de rechtbank) of op een directe wijze (ter zitting). Tot slot de criminal contempt. Deze is punitief van aard waardoor de criminal contempt procedure een strafrechtelijke is. Vgl. Garner, B.A., *Black's Law Dictionary*, West Group, 3rd druk, 1996, p. 131-132.

Section 21 Investigations, Injunctions and Prosecution of Offenses**A. Authority of Commission.**

Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this title, the rules or regulations thereunder, or a cease-and-desist order entered by the Commission pursuant to Section 21C of this title, other than by committing a violation subject to a penalty pursuant to Section 21A, the Commission may bring an action in the United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, upon a proper showing, a civil penalty to be paid by the person who committed such violation.

Accounting and Disgorgement

Een andere sanctie die alleen aan geregleerde partijen kan worden opgelegd is de Accounting and Disgorgement¹⁵⁷. Dit houdt in dat de boeken van voornoemde partijen worden nagekeken en indien nodig kan de SEC overgaan tot het ontnemen van wederrechtelijk verkregen voordeel. Hierbij dient de overtreder ook rente te betalen over het bedrag dat zij verzuimd heeft om aan te geven.

Section 21B Civil remedies in administrative proceedings**(e) Authority to enter an order requiring an accounting and disgorgement**

In any proceeding in which the Commission or the appropriate regulatory agency may impose a penalty under this section, the Commission or the appropriate regulatory agency may enter an order requiring accounting and disgorgement, including reasonable interest. The Commission is authorized to adopt rules, regulations, and orders concerning payments to investors, rates of interest, periods of accrual, and such other matters as it deems appropriate to implement this subsection.

Volgens de ALJ in Sky Scientific is het hoofddoel van deze sanctie:

"...not to compensate investors, rather, to purpose is to 'deprive a wrongdoer of his unjust enrichment and to deter others from violating the securities law'..."

In deze zaak heeft de ALJ tevens een voorwaarde voor het toepassen van deze sanctie aangegeven.

"Disgorgement may not be used punitively"

Met andere woorden: de aard van deze sanctie is niet leedtoevoegend, maar herstellen in de rechtmatige toestand. Omdat het niet altijd mee

¹⁵⁷ 15 U.S.C. § 77h (e) Ofrevel section 8 (e) Securities Act '33; 15 U.S.C. § 78u-2(e) of section 21 B (e) van de Securities Exchange Act; 15 U.S.C. § 80a-9 (f)(5) of section 9(f)(5) van de Investment Company Act en 15 U.S.C. § 80b-3 (k)(5) ook wel section 203 (k)(5) van de Investment Advisers Act genoemd.

zal vallen om het exacte bedrag vast te stellen, gaat de ALJ accoord met een redelijke schatting van het bedrag¹⁵⁸. In de SEC v. Lorin heeft de rechter bepaald dat wanneer de overtreder het niet eens is met het geschatte bedrag, hij of zij maar moet aangeven wat het exacte bedrag is. De bewijsplicht verschuift aldus¹⁵⁹.

Civiele geldboetes

Tot slot het opleggen van "civiele" geldboetes in een administratieve procedure; de "civil monetary penalties" of "administrative fines". De eerder genoemde Remedies Act heeft ervoor gezorgd dat in de volgende wetten een grond voor het opleggen van een civiele geldboete te vinden is. Deze wetten zijn: de Securities Exchange Act '34, de Investment Advisers Act en de Investment Company Act beiden uit 1940. Deze sanctie kan zowel in een civiele- als in een administratieve procedure worden opgelegd. Voor het opleggen van een civiele geldboete in een administratieve procedure is vereist dat deze sanctie alleen kan worden opgelegd aan gereguleerde partijen en/of aan personen die verbonden zijn met dan wel werkzaam zijn bij deze partijen¹⁶⁰. Daarnaast kan een geldboete in een administratieve procedure worden opgelegd aan eenieder die medeplichtig was bij het overtreden van de federale effectenwetten en/of-regulering¹⁶¹. Denk bijvoorbeeld aan een onafhankelijke accountant die de overtreding heeft veroorzaakt¹⁶².

Section 15 Registration and regulation of brokers and dealers

(4) The Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities, functions, or operations of, suspend for a period not exceeding twelve months, or revoke the registration of any broker or dealer if it finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such censure, placing of limitations, suspension, or revocation is in the public interest and that such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming such, or any person associated with such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming so associated -

¹⁵⁸ Vlg. punt XI Sanctions and remedies, onder A van de initial decision inzake Sky Scientific d.d. 5 maart 1999: 1999 WL 114405 (S.E.C.).

¹⁵⁹ SEC v. Lorin 76 F.3d 458 en 462 (2nd circuit 1996).

¹⁶⁰ 15 U.S.C. § 78u-2 (section 21B Securities Exchange Act'34); 15 U.S.C. § 80a-9 (d) (section 9[d] van de Investment Company Act'40) en 15 U.S.C. § 80b-3(i) (section 203 [i] van de Investment Advisers Act'40). De versies van voornoemde wetten dateren uit 1999.

¹⁶¹ Vgl. 15 U.S.C. § 78o (D-E) of section 15 (4)(D-E) van de Securities Exchange Act'34 (versie 1999).

¹⁶² Zie 15 U.S.C. § 78j-1 (d) ook wel section 10A (d) van Securities Act'34 genoemd (versie 1999).

- (D) *has willfully violated any provision of the Securities Act of 1933, the Investment Advisers Act of 1940, the Investment Company Act of 1940, the Commodity Exchange Act, this chapter, the rules or regulations under any of such statutes, or the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board, or is unable to comply with any such provision.*
- (E) *has willfully aided, abetted, counseled, commanded, induced, or procured the violation by any other person of any provision of the Securities Act of 1933, the Investment Advisers Act of 1940, the Investment Company Act of 1940, the Commodity Exchange Act, this chapter, the rules or regulations under any of such statutes, or the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board, or has failed reasonably to supervise, with a view to preventing violations of the provisions of such statutes, rules, and regulations, another person who commits such a violation, if such other person is subject to his supervision....*

Indien de ALJ op verzoek van de SEC besluit om een civiele boete op te leggen, dient hij na te gaan of er voldoende grond aanwezig is. In verschillende wetten, waaronder section 21B van de Securities Exchange Act '34, heeft de wetgever aangegeven dat een agency of een daartoe aangewezen autoriteit een boete mag opleggen wanneer dat in het algemeen belang is.

Section 21B Civil remedies in administrative proceedings

- (a) *Commission authority to assess money penalties*
In any proceeding instituted pursuant to sections 15(b)(4), 16(b)(6), 15B, 15C, or 17A of this title against any person, the Commission or the appropriate regulatory agency may impose a civil penalty if it finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such person -
 - (1) *has willfully violated any provision of the Securities Act of 1933, the Investment Company Act of 1940, the Investment Advisers Act of, or this Act, or the rules or regulations thereunder, or the rules of the Municipal Securities Rulemaking Board;*
 - (2) *has willfully aided, abetted, counseled, commanded, induced, or procured such a violation by any other person;*
- (2) *has willfully made or caused to be made in any application for registration or report required to be filed with the Commission or with any other appropriate regulatory agency under this chapter, or in any proceeding before the Commission with respect to registration, any statement which was, at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, or has omitted to state in any such application or report any material fact which is required to be stated therein; or*
- (4) *has failed reasonably to supervise, within the meaning of section 15(b)(4)(E) of this title, with a view to preventing violations of the provisions of such statutes, rules and regulations, another person who commits such a violation, if such other person is subject to his supervision; and that such penalty is in the public interest.*

Aldus kan worden gesteld dat voor het opleggen van een civiele geldboete wordt vereist dat een dergelijke sanctie van algemeen belang, "public interest", moet zijn en dat de overtreding opzettelijk, "willfully", begaan moet zijn. Wanneer is het opleggen van een geldboete van algemeen belang? In section 21B onder c van de Securities Exchange Act '34 heeft de wetgever zes factoren aangegeven op grond waarvan de ALJ dient te bepalen of het opleggen van een civiele geldboete mogelijk is of niet. Volgens voornoemd artikel zijn de zes factoren:

1. *is de gedraging gepaard gegaan met fraude, bedrog, manipulatie of is er sprake van het opzettelijk dan wel verwijtbaar negeren van de regelgeving;*
2. *is er ten gevolge van de gedraging sprake van (in)directe letsel dan wel schade toegebracht aan een ander (rechts)persoon;*
3. *in welke mate is er sprake van onrechtvaardigde verrijking bij de tegenpartij, rekening houdende met de eventueel ongedaan gemaakte schade;*
4. *is de (rechts)persoon al eens door de SEC, een andere agency of een zelfregulerende organisatie veroordeeld voor het overtreden van de federale- of statelijke effectenwetten, dan wel regels van zelfregulerende organisaties of heeft deze (rechts)persoon in het (nabije) verleden een gerechtelijk bevel opgelegd gekregen dan wel een veroordeling door de rechtbank naar aanleiding van het overtreden van voornoemde wetten, regels en/of elk ander misdrijf of overtreding zoals genoemd in section 15(b)(4)(B) van de Securities Exchange Act '34;*
5. *is de behoefte aanwezig om de (rechts)persoon en eventuele andere personen af te schrikken voor het verrichten van dergelijke gedragingen in de toekomst;*
6. *zijn er andere rechtsgronden aanwezig die het opleggen van een civiele geldboete noodzakelijk maken?*

Bij de vaststelling om al dan niet een civiele geldboete op te laten leggen mag de SEC volgens section 21B onder (d) van de Securities Exchange Act '34 rekening houden met bewijs aangevoerd door de tegenpartij¹⁶³. Dit bewijs kan inhouden een bewijs van (on)vermogen om de geldboete te voldoen; de gevolgen van een op te leggen geldboete voor de toekomst van zijn bedrijf en de mogelijkheid om te boete te kunnen betalen, rekening houdende met derden.

¹⁶³ Zie ook 15 U.S.C. § 80a-9 (e) of section 9(e) van de Investment Company Act '40 en 15 U.S.C. § 80b-3 ook wel section 203 (i)(4) van de Investment Advisers Act '40 (beide versies 1999).

Section 21B Civil remedies in administrative proceedings*(d) Evidence concerning ability to pay*

In any proceeding in which the Commission or the appropriate regulatory agency may impose a penalty under this section, a respondent may present evidence of the respondent's ability to pay such penalty. The Commission or the appropriate regulatory agency may, in its discretion, consider such evidence in determining whether such penalty is in the public interest. Such evidence may relate to the extent of such person's ability to continue in business and the collectability of a penalty, taking into account any other claims of the United States or third parties upon such person's assets and the amount of such person's assets.

Nadat aan de vereisten voor het kunnen opleggen van een geldboete is voldaan, dient de ALJ de hoogte van de boete te bepalen. Ook hier is de wetgever weer behulpzaam geweest. Hij heeft de geldboetes onderverdeeld in drie categorieën en de hoogte van deze boetes afhankelijk gesteld van de desbetreffende categorie, ook wel "tiers" genoemd. In section 21B onder b van de Securities Exchange Act '34 zijn de drie tiers te vinden. Samenvattend komen zij op het volgende neer:

Categorie I:

Voor alle gedragingen zoals genoemd onder a van section 21B van de Securities Exchange Act geldt een geldboete met een maximum van \$ 5.000¹⁶⁴ voor een natuurlijke persoon en van \$ 50.000¹⁶⁵ voor een rechtspersoon. De gedragingen waarna wordt verwezen zijn:

- * het opzettelijk overtreden van regels uit de Securities Act'33, de Securities Exchange Act'34, de Investment Company Act'40, de Investment Advisers Act'40 of van regulering gebaseerd op deze wetten dan wel de regels van de Municipal Securities Rulemaking Board¹⁶⁶;
- * het opzettelijk behulpzaam zijn bij een overtreding van de regels zoals hierboven genoemd. Dit kan bestaan uit het geven van adviezen, maar kan tevens inhouden het bevelen tot de overtreding; het aanzetten hiertoe of het verschaffen van middelen om zodoende de overtreding te begaan¹⁶⁷;

¹⁶⁴ Gezien de koers van de euro kan gesteld worden dat \$ 5.000,- ongeveer overeenkomt met € 5.000,-.

¹⁶⁵ Ongeveer € 50.000,-.

¹⁶⁶ 15 U.S.C. § 78u-2 (a) (1) of section 21B (a) (1) van de Securities Exchange Act'40 versie 1999.

¹⁶⁷ 15 U.S.C. § 78u-2 (a) (2) of section 21B (a) (2) van de Securities Exchange Act'40 versie 1999.

- * het opzettelijk doen of meewerken aan onjuiste verklaringen in een bij de SEC in te leveren of ingeleverde registratie of (periodieke) rapportage. Hiertoe behoort ook het niet (juist) inlichten van de SEC wanneer deze om (specifieke) informatie heeft verzocht¹⁶⁸;
- * het niet voldoen aan het houden van toezicht zoals is vereist in section 15 (b)(4)(E) van de Securities Exchange Act '34. In dat artikel wordt onder meer gesteld dat het toezicht op een onjuiste wijze wordt uitgeoefend indien de toezichthoudende persoon iemand, die onder zijn toezicht staat, aanzet of helpt bij het overtreden van de effectenregelgeving en daarom een dergelijke overtreding niet voorkomt¹⁶⁹.

Categorie II

Ongeacht de bedragen genoemd in categorie I is de maximum geldboete voor gedragingen van een natuurlijk persoon een bedrag ad. \$ 50.000¹⁷⁰ en voor rechtspersonen bedraagt dit \$ 250.000¹⁷¹. Voorwaarde hiervoor is

- * dat de gedragingen gelijk zijn aan die zoals genoemd in categorie I, maar daarnaast *ook*
- * vergezeld gaan van fraude, bedrog, manipulatie, opzettelijk of roekeloos negeren van de regelgeving¹⁷².

Categorie III

Ongeacht de bedragen genoemd in de categorieën I en II is het maximumbedrag van een geldboete voor natuurlijke personen gelijk gesteld aan \$ 100.000¹⁷³ en voor rechtspersonen aan \$ 500.000¹⁷⁴.

¹⁶⁸ 15 U.S.C. § 78u-2 (a) (3) of section 21B (a) (3) van de Securities Exchange Act '40 versie 1999.

¹⁶⁹ 15 U.S.C. § 78u-2 (a) (4) of section 21B (a) (4) van de Securities Exchange Act '40 en 15 U.S.C. § 78u-2 (b) (1) ook wel section 21B (b)(1) van de Securities Exchange Act '34 genoemd. (Beide versie zijn uit 1999).

¹⁷⁰ Idem in euro's.

¹⁷¹ idem in euro's.

¹⁷² 15 U.S.C. § 78u-2 (b) (2) of section 21B (b) (2) van de Securities Exchange Act '40 versie 1999.

¹⁷³ Ongeveer € 100.000,-.

¹⁷⁴ Ongeveer € 500.000,-.

Onder deze categorie vallen alle gedragingen die:

- * gelijk zijn aan die zoals genoemd in categorie I; *en*
- die vergezeld gaan van fraude, bedrog, manipulatie, opzettelijk of roekeloos negeren van de regelgeving; *en*
- die (in)direct geresulteerd hebben in
- aanzienlijke verliezen óf
- een significant risico dan wel een aanzienlijk verlies voor andere personen óf
- een aanzienlijke financiële winst voor de overtreder¹⁷⁵.

In geval van een Cease and Desist procedure, het bevel om te doen of om juist na te laten, mag de SEC de ALJ verzoeken om ook een civiele geldboete op te leggen. Zoals hiervoor al is aangegeven, kan de SEC de rechter in een civiele injunctionprocedure ook om naleving van een eerder verleende Cease and Desist order verzoeken, door een civiele geldboete op te laten leggen. In deze gevallen mag de ALJ ook de accounting and disgorgement sanctie toepassen¹⁷⁶.

Wanneer een van de partijen of een derde-belanghebbende het niet eens is met de uitspraak van de ALJ¹⁷⁷, kan deze na diens initial decision in beroep. Doet hij dat niet, dan gaat het vonnis van de ALJ in kracht van gewijsde en geldt het als het officiële standpunt van de SEC¹⁷⁸. Deze uitspraak van de ALJ wordt volgens rule 360 (c) van de rules regarding hearings, behorende bij de SEC's Procedural Rules, gepubliceerd in een officiële SEC publicatie; de SEC Docket¹⁷⁹.

Rule 360 Initial Decision of hearing officer

(a) When required.

Unless the Commission directs otherwise, the hearing officer shall prepare an initial decision in any proceeding in which the Commission directs a hearing officer to preside at a hearing, provided, however, that an initial decision may be waived by the parties with the consent of the hearing officer pursuant to Section 201.202.

¹⁷⁵ 15 U.S.C. § 78u-2 (b) (3) of section 21B (b) (3) van de Securities Exchange Act'40 versie 1999.

¹⁷⁶ De ALJ mag het bevel geven om de boeken van voornoemde partijen na te kijken en indien mogelijk kan hij besluiten over te gaan tot ontnemen van wederrechtelijk verkregen voordeel inclusief de rente over het bedrag dat overtreder heeft verzuimd om aan te geven. Vgl. 15 U.S.C. § 78u-2 (e) of section 21B (e) van de Securities Exchange Act'40 versie 1999.

¹⁷⁷ 17 C.F.R. § 201.410 (a) Ofwel section 410 (a) van de SEC's Procedural Rules.

¹⁷⁸ 17 C.F.R. § 201.360 (a) Ofwel section 360 (a) van de SEC's Procedural Rules.

¹⁷⁹ 17 C.F.R. § 201.360 (c).

- (c) *Filing, service and publication. The hearing officer shall file the initial decision with the Secretary. The Secretary shall promptly serve the initial decision upon the parties and shall promptly publish notice of the filing thereof in the SEC News Digest. Thereafter, the Secretary shall publish the initial decision in the SEC Docket; provided, however, that in nonpublic proceedings no notice shall be published unless the Commission otherwise directs.*

Het beroep geschiedt bij het volledige bestuur van de SEC. Niet altijd wordt een dergelijk verzoek gehonoreerd. Het bestuur mag dit weigeren¹⁸⁰. Het volledige bestuur van de SEC, de Commission, zal de beslissing genomen door de ALJ beoordelen op grond van het dossier zoals dat door de ALJ is samengesteld en aan hen is verzonden. De Commission mag de getuigen niet nog eens horen; die taak is immers aan de ALJ voorbehouden. In het dossier zijn alle bewijsstukken op grond waarvan de ALJ heeft beslist te vinden. Voorts bevat het dossier ook het beroepschrift¹⁸¹.

Mocht men het ook niet eens zijn met de uitspraak van de Commission, omdat deze bijvoorbeeld de uitspraak van de ALJ niet verwerpt, kan men volgens section 25 van de Securities Act '34 in hoger beroep bij een Amerikaanse Court of Appeals die zonodig de uitspraak van de Commissie kan verwerpen.

Section 25 Court Review of Orders and Rules

- a.1. *A person aggrieved by a final order of the Commission entered pursuant to this title may obtain review of the order in the United States Court of Appeals for the circuit in which he resides or has his principal place of business, or for the District of Columbia Circuit, by filing in such court, within sixty days after the entry of the order, a written petition requesting that the order be modified or set aside in whole or in part.*

De aan het begin van deze paragraaf gemaakte opmerking dat de administratieve procedure "de enige procedure is waarvan gezegd kan worden dat de SEC daar de meeste invloed op heeft", zal na de volgende paragraaf nog duidelijker worden. Immers, in deze civielrechtelijke procedure kan de SEC niet meer zelf beslissen, maar is het de rechtbank die alle beslissingen neemt. De SEC is dan een van de partijen in het geding, maar dan een met een bijzondere positie.

¹⁸⁰ Vgl. 1 C.F.R. § 201.411 (b) Oftewel section 411 (b) van de SEC's Procedural Rules.

¹⁸¹ 17 C.F.R. § 201.351 Oftewel section 351 van de SEC's Procedural Rules.

3.6.2 *De civielrechtelijke procedure*

Naast de hiervoor besproken administratieve procedure, heeft de wetgever de SEC ook de mogelijkheid gegeven om bij de federale rechtbank een civiele procedure te starten. De wetten waarin men deze bevoegdheid terug kan vinden zijn: de Securities Act'33¹⁸²; de Securities Exchange Act'34¹⁸³; de Investment Company Act'40 en de Investment Advisers Act'40¹⁸⁴. De tekst van de Securities Act'33 is als volgt:

Section 20 Injunctions and prosecution of offenses

(b) Whenever it shall appear to the Commission that any person is engaged or about to engage in any acts or practices which constitute or will constitute a violation of the provisions of this subchapter, or of any rule or regulation prescribed under authority thereof, the Commission may, in its discretion, bring an action in any district court of the United States, or United States court of any Territory, to enjoin such acts or practices, and upon a proper showing, a permanent or temporary injunction or restraining order shall be granted without bond...

Centraal in een civiele injunctionprocedure is de term "equitable" dat in dit verband gelijk gesteld kan worden aan de "redelijkheid en billijkheid". In deze procedure, die wordt bepaald door de Federal Rules of Civil Procedure (FRCP)¹⁸⁵, zal de SEC eerst om een tijdelijk en later om een permanent gerechtelijk bevel verzoeken. Naast de injunction kan de rechter ook andere civielrechtelijke sancties opleggen. De voorwaarde is wel dat de SEC daar om moet hebben verzocht.

De civiele injunctionprocedures beginnen met het verzoek om spoedvoorzieningen, te weten een verzoek van de SEC om een voorlopig gerechtelijk bevel en eventueel het verzoek om het vermogen van de gedaagde te bevriezen¹⁸⁶. Tijdens het proces zal duidelijk moeten worden of de gedaagde inderdaad de federale effectenregelgeving heeft overtreden. Daarnaast zal de SEC ook moeten aantonen dat de kans op toekomstige overtredingen zeer waarschijnlijk is. De rechter zal na een onderzoek in

¹⁸² 15 U.S.C. § 77t (b) of section 20 (b) (versie 1999).

¹⁸³ 15 U.S.C. § 78u (d) of section 21 (d) (versie 1999).

¹⁸⁴ 15 U.S.C. § 80a-41 (e) of section 41 (e) en 15 U.S.C. § 80b-9 (e) ook wel section 9 (e) genoemd (versie 1999).

¹⁸⁵ De FRCP, 28 U.S.C., geven de regels aan waaraan alle civiele rechtszaken, die bij de federale rechtbanken aanhangig worden gemaakt, aan dienen te voldoen.

¹⁸⁶ Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions* in: Kirkpartrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 203.

zijn vonnis aangeven of de injunction blijvend moet zijn. Daarnaast zal hij aangeven of er ook andere bijkomende sancties moeten worden toegepast. Deze civiele sancties worden "ancillary reliefs" genoemd.

De sancties die in een civiele injunctionprocedure kunnen worden opgelegd zijn:

1. *een voorlopige of permanente injunction en eventueel*
2. *bijkomende sancties:*
 - a. *disgorgement of profits; b. voorlopige of permanente schorsing dan wel ontzetting uit bepaalde functies; c. het opleggen van civiele geldboetes; d. het benoemen van speciaal onderzoekscommissie; e. het benoemen van een onafhankelijke overkoepelend of een accountantcommissie; f. het instellen van bijzondere toezicht- en afwikkelingsprocedures; g. het benoemen van trustees; h. het nietig verklaren van transacties; i. het bevroren van vermogen; j. het aanstellen van curators (receivership); k. het aanstellen van voting trust en tot slot l. het verplicht moeten volgen van specifieke cursussen.*
3. *Insider Trader penalties*

De injunction

Evenals in de administratieve procedure het geval is, kan er in de civielrechtelijke procedure ook een gerechtelijk bevel, een injunction, worden uitgevaardigd. In beide procedures betreft dit bevel een gebod tot het actief verrichten van bepaalde handelingen of het juist nalaten van de betwiste gedraging. De civiele injunctionprocedure kent twee soorten injunctions: de tijdelijke of "preliminary injunction" en de hierop volgende blijvende of "permanent injunction"¹⁸⁷. In het eerste geval zal de SEC in haar verzoekschrift om een injunction aan moeten geven dat de gedragingen van gedaagde bedreigend zijn voor de belangen van het belegend publiek. In het tweede geval zal zij moeten bewijzen dat de Amerikaanse federale effectenregelgeving is geschonden, het is dan aan de civielrechtelijke rechter om uit te maken of dat inderdaad het geval is¹⁸⁸. Mocht de rechter na het onderzoek ter terechtzitting menen dat de wet inderdaad is geschonden, kan hij overgaan tot het uitvaardigen

¹⁸⁷ Gewijzigde omstandigheden zouden later aanleiding kunnen geven om een permanente injunction niet levenslang te laten bestaan. De gedaagde zal dat wel eerst aan de rechter moeten aantonen. Zie Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 238.

¹⁸⁸ Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 206.

van permanent bevel. Indien hij het tegendeel van mening is, dan wordt het tijdelijke bevel ingetrokken.

Om te voorkomen dat partijen stukken of ander materiaal ongeschikt voor bewijs maken, verzoekt de SEC voorafgaand aan het tijdelijke bevel niet zelden om een "temporary restraining order". In rule 65 van de FRCP zijn de algemene regels voor de temporary restraining order te vinden:

Rule 65 Injunctions

(b) Temporary Restraining Order; Notice; Hearing; Duration.

A temporary restraining order may be granted without written or oral notice to the adverse party or that party's attorney only if

- (1) it clearly appears from specific facts shown by affidavit or by the verified complaint that immediate and irreparable injury, loss, or damage will result to the applicant before the adverse party or that party's attorney can be heard in opposition, and*
- (2) the applicant's attorney certifies to the court in writing the efforts, if any, which have been made to give the notice and the reasons supporting the claim that notice should not be required. (...)*

In tegenstelling tot de reguliere civiele injunctionprocedure waarin beide partijen die tot gewone burgers worden gerekend dezelfde bevoegdheden hebben, gelden in een procedure van de SEC andere regels dan uit rule 65 FRCP blijkt. Een voorbeeld hiervan is het vereiste dat de SEC voor een preliminary injunction; voor een temporary restraining order of voor een permanent injunction niet hoeft aan te geven dat er sprake is van onherstelbare schade of van "immediate and irreparable injury"¹⁸⁹. Zij dient slechts aan te tonen dat ¹⁹⁰:

I. *er een federale wetsovertreding is, en*

II. *het zeer waarschijnlijk is dat er een toekomstige overtreding zal plaatsvinden.*

Dit heeft de U.S. Court of Appeals in de zaak SEC v. Savoy bepaald:

"the ultimate test is whether the defendant's past conduct indicates (. . .) that there is a reasonable likelihood of further violation(s) in the future(...)"¹⁹¹

¹⁸⁹ Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., vgl. p. 206 en p. 234.

¹⁹⁰ Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 206.

¹⁹¹ SEC v. Savoy Industries Inc., 587 F.2d p. 1168 (2nd circuit 1978) .

In *SEC v. Steadman*¹⁹² geeft de rechter, met een verwijzing naar een eerdere zaak¹⁹³, aan wanneer het zeer waarschijnlijk is dat er een toekomstige overtreding zal plaatsvinden:

"The relevant factors we consider when assessing the likelihood of recurrent violation include "whether a defendant's violation was isolated or part of a pattern, whether the violation was flagrant and deliberate or merely technical in nature, and whether the defendant's business will present opportunities to violate the law in the future." SEC v. First City Fin. Corp., 890 F.2d 1215, 1228 (D.C. Cir.1989).

In de zaak van de SEC tegen First City Financial Corporation komen de criteria voor opleggen van een injunction op het volgende neer:

- a. was het een eenmalige overtreding of werd de overtreding meermalen gepleegd;
- b. was het een overduidelijke en opzettelijke overtreding of meer een van technische aard;¹⁹⁴
- c. biedt de onderneming de gedaagde mogelijkheden om toekomstige wetsovertredingen te begaan?

Daarnaast heeft de rechter in *SEC v. Steadman* aangegeven dat een injunction bedoeld is voor personen of bedrijven die de wet opzettelijk overtreden of die een werkwijze hanteren dat bedreigend is voor het beleggend publiek.

"Injunctive relief is reserved for willful lawbreakers or those whose operations are so extremely or persistently sloppy as to pose a continuing danger to the investing public...".

In de literatuur worden nog andere criteria genoemd die bepalend kunnen zijn bij het wel of niet verlenen van permanente injunctions.

¹⁹² *SEC v. Steadman*, 967 F.2d p. 636 (D.C. circuit 1992). *Steadman*, hoofd van een beleggingsmaatschappij, werd door de SEC voor de civiele rechter gedaagd wegens overtredingen van de effectenwetgeving. De SEC verzocht de rechter tevergeefs om de afgifte van een permanente injunction.

¹⁹³ *SEC v. First City Financial Corporation Ltd.*, 890 F.2d 1215, 1228 (D.C. circuit 1989).

¹⁹⁴ In de *SEC v. Steadman* vond de rechter dat er geen permanente injunction hoeft te worden gegeven want i.c. voldeed men niet aan de criteria hiervoor. De overtredingen waren namelijk van technische aard en werden altijd na een waarschuwing van de SEC onmiddellijk gecorrigeerd. Zie *SEC v. Steadman*, a.w., p. 648.

Tot deze maatstaven, die niet cumulatief zijn, behoren:

- a. *De ernst van eerder begane overtredingen;*
- b. *De mate waarin de gedaagde volhardt in zijn onschuld of de mate waarin de gedaagde aangeeft bewust te zijn van zijn gedraging;*
- c. *Is de gedaagde nog werkzaam binnen de effectenwereld of niet;*
- d. *De leeftijd, gezondheid en/of persoonlijke omstandigheden van de gedaagde*¹⁹⁵.

Evenals in de administratieve procedure, zijn er ook in de civiele injunctionprocedure consequenties verbonden aan het niet opvolgen van een rechterlijk bevel. In dit geval kan de overtreder beschuldigd of aangeklaagd worden voor het plegen van strafrechtelijke of civielrechtelijke minachting van de rechtbank. Daarnaast kan het ook zijn dat registratie van de overtreder op wettelijke grond, bijvoorbeeld section 15(b)(4)(C) van de Securities Exchange Act '34¹⁹⁶, wordt ingetrokken. Deze bijkomende gevolgen van een injunction, de "collateral consequences", kunnen zeer verstrekkende gevolgen hebben; men kan zelfs uit de effectenbranche worden geweerd. Hierdoor zal de overtreder genoodzaakt zijn om zijn brood op een andere wijze te verdienen, wat niet altijd even makkelijk zal zijn. Deze verstrekkende gevolgen kunnen redenen zijn voor de rechter om een permanente injunction niet op te leggen. Uit de eerder genoemde SEC v. Steadman zaak, blijkt duidelijk dat de collateral consequences meegenomen worden in de overweging om wel of geen permanent injunction op te leggen:

"(...) A permanent injunction is 'a drastic remedy' and should not be granted lightly, especially when the conduct has ceased"(...)¹⁹⁷

¹⁹⁵ Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 234 - 235.

¹⁹⁶ 15 U.S.C. § 78o(b)(4)(C) (versie 1999): "The Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities, functions, or operations of, suspend for a period not exceeding twelve months, or revoke the registration if any broker or dealer if it finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such censure, placing of limitations, suspension, or revocation is in the public interest and that such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming such, or any person associated with such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming so associated (...) is permanently or temporarily enjoined by order, judgment, or decree of any court of competent jurisdiction from acting as an investment adviser, underwriter, broker, dealer, municipal securitiesdealer, government securities broker, government securities dealer, transfer agent, foreign person (...)"

¹⁹⁷ SEC v. Steadman, a.w., p. 648.

De bijkomende sancties

Naast de injunction kan de rechter besluiten om, ter ondersteuning van de injunction, een bijkomende straf op te leggen. Afhankelijk van de soort overtreding zal de SEC in haar verzoekschrift, de rechter om een of meer bijkomende straf(fen) vragen. Deze straffen, ook wel equitable remedies genoemd, vinden hun oorsprong in de rechtspraak. In 1984 heeft het Amerikaans Congres deze remedies een wettelijke grondslag gegeven. De wetten waarin men de bijkomende straffen kan vinden zijn: De Insider Trading Sanctions Act '84 (ITSA); de Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act '88 en tot slot de eerder genoemde Remedies Act uit '90¹⁹⁸. Ook (potentiële) overtreders maken gebruik van de nieuwste technologische ontwikkelingen. Dit heeft zijn invloed op de toepasbare sancties. Om slagvaardig op te kunnen blijven treden, maken ook de bijkomende sancties een ontwikkeling door. Dit heeft tot gevolg dat de rechters steeds nieuwe bijkomende sancties kunnen toepassen. Om zich een beeld van de soort sancties te kunnen vormen, volstaan de hier behandelde bijkomende sancties. Na een uitvoerige bespreking van de eerste drie sancties, zullen de resterende globaal worden behandeld.

- a. Disgorgement of profits ofwel ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel:

Deze sanctie is eerder aan de orde geweest bij de administratieve procedure. Het zal duidelijk zijn dat deze sanctie zich richt op het financieel verkregen voordeel uit wederrechtelijke gedragingen. Niet alleen de overtreder, maar ook diens relaties kunnen deze sanctie opgelegd krijgen. Het zal niet altijd even duidelijk zal zijn welk deel van de winst afkomstig is uit illegale gedragingen. Daarom heeft de rechter besloten dat:

"all profits gained while defendants were in violation of the law constituted ill-gotten gains"

¹⁹⁸ Maletta, J.B. and Lang, N.S., *Sanctions and Collateral Consequences, the stakes in SEC Enforcement actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 134.

Dit wil zeggen dat alle winst gemaakt ten tijde van de overtreding, beschouwd moet worden als zijnde onrechtmatig verkregen en dus vatbaar voor de sanctie van disgorgement¹⁹⁹.

- b. Temporary or permanent bar or suspension oftewel de voorlopige of permanente schorsing dan wel ontzetting uit bepaalde functies²⁰⁰. Deze sanctie is, evenals in een administratieve procedure, zeer zwaar. De toevoeging is dat in deze procedure de directie(leden) van een onderneming de sanctie opgelegd kunnen krijgen. Dit is in de administratieve procedure niet mogelijk. Gezien de vergaande gevolgen van een eventuele uitstoting uit de effectenbranche, heeft het Congres in de wetgeving bepaald dat deze sanctie alleen mag worden toegepast wanneer aangetoond kan worden dat de gedaagde de anti fraude bepalingen van – onder meer – de Securities Exchange Act³⁴ heeft overtreden. Voorts moet, volgens section 21 van laatstgenoemde wet, uit het door gedaagde gevoerd beleid blijken dat hij niet geschikt is om een dergelijke leidinggevende positie te bekleden²⁰¹.

Section 21 Investigations and Actions

d(2) In any proceeding under paragraph (1) of this subsection, the court may prohibit, conditionally or unconditionally, and permanently or for such period of time as it shall determine, any person who violated section 10 (b) of this Act or the rules or regulations thereunder from action as an officer or director or any issuer that has a class of securities registered pursuant to section 12 of this Act or that is required to file reports pursuant to section 15(d) of this Act if the person's conduct demonstrates substantial unfitness to serve as an officer or director of any such issuer.(...).

Wanneer de SEC van mening is dat de gedaagde niet meer binnen de effectenwereld werkzaam zou mogen zijn, wil dat niet zeggen dat de desbetreffende persoon deze sanctie daadwerkelijk krijgt opgelegd. Om te voorkomen dat een dergelijke sanctie al te lichtvaardig wordt toegepast, zijn er in de Amerikaanse rechtspraak criteria ontwikkeld aan de hand waarvan de rechters kunnen besluiten of uit het beleid, gevoerd door

¹⁹⁹ Maletta, J.B. and Lang, N.S., *Sanctions and Collateral Consequences, the stakes in SEC Enforcement actions* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 148 - 149.

²⁰⁰ Deze functies kunnen zijn: "employee, officer, director, member of an advisory board, investment adviser or underwriter for an investment company". Zie section 9 (b) van de Investment Company Act '40 Oftewel 15 U.S.C. § 80a-9 (b).

²⁰¹ 15 U.S.C. § 78u (d)(2).

gedaagde, inderdaad de conclusie kan worden getrokken dat hij ongeschikt is. Immers,

*"the loss of livelihood and the stigma attached to permanent exclusion from the corporate suite certainly requires more"*²⁰²

Deze criteria zijn:

- i. Waren de overtredingen van de gedaagde ernstig genoeg?
- ii. Is de gedaagde een recidivist; heeft hij de effectenregelgeving eerder overtreden?
- iii. In hoeverre was de gedaagde (bewust) betrokken bij of had hij kennis van het gevoerd beleid?
- iv. In hoeverre hadden eventuele aandeelhouders de mogelijkheid om zich tegen het beleid van gedaagde te beschermen of was dit niet mogelijk omdat gedaagde een meerderheidsbelang had?
- v. Staan de belangen van het belegend publiek op het spel?
- vi. Hoe waarschijnlijk is het dat de gedaagde in de toekomst een dergelijke overtreding nogmaals zal begaan?

Aan de hand van bovenstaande criteria kan de rechter zich een duidelijk beeld vormen van de gedaagde en/of diens overtreding en weloverwogen besluiten om deze uit de effectenbranche te bannen of niet.

c. Het opleggen van civiele geldboetes

Ook deze sanctie is eerder aangetroffen bij de administratieve procedure. Het verschil met de civiele geldboete in een administratieve procedure is niet alleen gelegen in de hoogte van het geldbedrag. In de civiele injunctionprocedure is de rechter bevoegd hoger boetes op te leggen dan de wettelijke bedragen aangeven. Dit zal het geval zijn wanneer het bedrag van de illegale winst van de gedaagde boven de maximale geldboete ligt. In section 20 (d) van de Securities Act '33 is dat als volgt vermeld²⁰³:

²⁰² SEC V. SPRECHER, 1996, U.S. APP. LEXIS 10795 (DC CIRCUIT 1996). Vgl. The Securities Enforcement Manual tactics and strategies, *a.w.*, p. 153, noot 126.

²⁰³ Vgl. 15 U.S.C. § 77t (d) en 15 U.S.C. § 78u (d)(3) ofwel section 21 (d)(3)(B) van de Securities Exchange Act '34 (versie 1999).

Section 20 Injunctions and Prosecution of Offences

- (d) *Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this Act, the rules or regulations thereunder, (...), the amount of penalty for each such violation shall not exceed the greater of (i) \$ 50,000 for a natural person or \$ 250,000 for any other person, or (ii) the gross amount of pecuniary gain to such defendant as a result of the violation, (...).*

Naast voornoemd verschil mag de rechtbank de boete niet alleen opleggen aan personen en bedrijven die bij de SEC staan geregistreerd, maar aan eenieder die de wetgeving overtreedt. Een ander verschil tussen de geldboete opgelegd in voornoemde procedure en in een civiele injunctionprocedure is dat opzet geen vereiste is voor het kunnen opleggen van een geldboete. In de civiele injunctionprocedure kan de rechter al een geldboete opleggen wanneer aangetoond wordt dat de effectenregelgeving is overtreden of wanneer een Cease and Desist order niet wordt nageleefd²⁰⁴. In section 21 van de Securities Exchange Act '34 heeft de Amerikaanse wetgever het volgende aangegeven:

Section 21 Investigations and Actions

- (d)(3) *Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this Act, the rules or regulations thereunder, or a cease-and-desist order entered by the Commission pursuant to section 21C of this Act, (...), the Commission may bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose upon a proper showing, a civil penalty to be paid by the person who committed such violation.*

Tot slot, maar zeker niet het laatste verschil²⁰⁵ tussen de civiele geldboete in een administratieve- en dezelfde boete in een civiele injunctionprocedure, de boetecategorieën. Ook in de injunctionprocedure komt men de onderverdeling in categorieën tegen. Wanneer de tiers van de administratieve procedure en die van de civiele injunction procedure naast elkaar worden gelegd, valt op dat – op de kleine redactionele verschillen na – de eerste tiers inhoudelijk verschillen en de ander twee grotendeels met elkaar overeen komen. In tier 1 of categorie 1 van de

²⁰⁴ 15 U.S.C. § 77t(d) ofwel section 20 (d) van de Securities Act '33; 15 U.S.C. § 78u (d)(3) ofwel section 21 (d)(3) van de Securities Exchange Act '34 (versie 1999).

²⁰⁵ In de praktijk zullen er ongetwijfeld meer verschillen merkbaar zijn. Zo is het niet ondenkbaar dat de SEC in haar verzoekschrift rekening zal houden met de hoogte van de op te leggen geldboete en de in soortgelijke zaken eerder door dat betreffende district court toegekend bedrag. In een administratieve procedure zal dit minder zwaar wegen omdat de voltallige Commissie een initial decision kan overrulen waardoor de SEC officieus steviger in haar schoenen staat.

civiele injunctionprocedure mag de rechtbank voor welke overtreding van de effectenregelgeving dan ook, met inachtneming van de feiten en omstandigheden, zelf de hoogte van de geldboete vaststellen²⁰⁶.

Section 21 Investigations and Actions

(d)(3)(B)(i) The amount of the penalty shall be determined by the court in light of the facts and circumstances. For each violation, the amount of the penalty shall not exceed the greater of (I) \$ 5,000 for a natural person or \$ 50,000 for any other person, or (II) the gross amount of pecuniary gain to such defendant as a result of the violation.

Section 21B Civil Remedies in Administrative Proceedings

(b)(1) the maximum amount of penalty for each act or omission described in subsection (a) shall be \$ 5,000 for a natural person or \$ 50,000 for any other person.

De maxima zijn in beide procedures gelijk, maar indien het financieel genoten voordeel boven deze bedragen uitstijgt, kan de rechtbank deze illegaal verkregen winst als een geldboete opleggen. In de administratieve procedure is de ALJ daar niet toe bevoegd.

d-1. De resterende bijkomende sancties

Het benoemen van een speciaal onderzoekscommissie: de "Independant special counsel" Deze sanctie spreekt voor zich. In dit geval stelt de rechtbank een onafhankelijke commissie in bestaande uit (onder meer) juristen, met de opdracht om te assisteren in de desbetreffende zaak. Het assisteren kan bestaan uit leiden van een onpartijdig onderzoek en/of het geven van een onpartijdige conclusie op grond waarvan de rechter kan beslissen.

Bij het benoemen van een onafhankelijk overkoepelend- of een accountantcommissie, de independant oversight- of de audit committee, worden zelfstandige commissies door de rechtbank ingezet om onder meer een onafhankelijk accountantsonderzoek bij een daartoe aangewezen bedrijf te doen. Uit dit onderzoek kan dan blijken of de boekhouding klopt, het beleid van het bestuur naar behoren is geweest, wat het daadwerkelijk vermogen of de gemaakte winst van de onderneming is en/of andere onderwerpen, afhankelijk

²⁰⁶ Vgl. 15 U.S.C. § 78u (d)(3)(B)(i) of section 21 (d)(3)(B)(i) van de Securities Exchange Act '34 en 15 U.S.C. § 78u-2 (b)(1) ofwel section 21B van voornoemde wet (versie 1999).

van de rechtzaak. De conclusies van deze commissie kan de rechter meenemen bij het vormen van zijn definitieve beslissing. Indien de rechter meent dat het in de desbetreffende zaak nodig is, kan hij besluiten om een bijzondere toezichts- en afwikkelingsprocedures, de supervisory and compliance procedure en/of voting trusts, in te stellen, dan wel een door de rechtbank benoemde trustee of curator²⁰⁷ benoemen en/of de directie van de desbetreffende onderneming vervangen door een ander aangestelde directie. In al deze gevallen dienen de aangewezen personen de belangen van derden, de gedupeerden, tijdelijk te behartigen. Tot de gedupeerden behoren niet alleen de (particuliere) beleggers, maar ook ondernemingen getroffen door het wanbeheer van hun leidinggevend en/of directie. Voorts kan de rechter overgaan tot het nietig verklaren van illegale transacties en/of het bevriezen van het vermogen en/of fondsen van de wetsovertreder(s)²⁰⁸. Dit zal hij doen wanneer hij het vermoeden heeft dat de gedaagden geen compleet overzicht hebben gegeven van hun illegaal verkregen winsten. De rechter zal in de praktijk na het bevriezen van fondsen of van het bedrijfsvermogen, afhankelijk van de zaak, een ontnemingsvordering instellen dan wel een curator of een onafhankelijke accountantscommissie benoemen. Tot slot kan de rechter de overtreder(s) verplichten tot het volgen van specifieke cursussen²⁰⁹.

Insider Trader Penalties

Een andere sanctie die niet in de administratieve procedure kan worden opgelegd, is de "insider trading penalty" oftewel de geldboete voor het misbruiken van voorwetenschap. Deze sanctie vindt zijn oorsprong in de Insider Trading Sanctions Act uit 1984 (ITSA) en de aanvulling hierop uit 1988, de Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA). Deze wetten hebben ervoor gezorgd dat insider trading kan worden aangepakt via de sections 20A en section 21A van de Securities Exchange Act³⁴ en 204A van de Investment Advisers Act⁴⁰²¹⁰. Volgens voornoemd artikelen kan de SEC een procedure aanspannen bij de district

²⁰⁷ Men spreekt van "receivers" of van een "receivership".

²⁰⁸ Bevriezen van vermogen, ook wel "asset freezes" genoemd. Voor het nietig verklaren van eerder gedane transacties wordt de term "rescission" gebruikt.

²⁰⁹ Maletta, J.B. en Lang, N.S., *Sanctions and Collateral Consequences* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement manual: tactics and strategies*, a.w., p. 153 - 156.

²¹⁰ 15 U.S.C. §§ 78t-1; § 78u-1 en 15 U.S.C. § 80b-4a.

court en kan zij de rechter verzoeken om zowel aan de insider als aan degene die supervisie op de insider moest houden²¹¹, een civiele geldboete op te leggen. In de wet wordt dit als volgt weergegeven:

Section 21A Penalties for Insider Trading

- (a)(1) *Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this Act or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information in, or has violated any such provision by communicating such information in connection with, a transaction on or through the facilities of a national securities exchange or from or through a broker or dealer, and which is not part of a public offering by an issuer of securities other than standardized options, the Commission may bring an action in a United States district court to seek and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by the person who committed such violation; and*
- (A) *may, subject to subsection (b)(1) bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by a person who, at the time of the violation directly or indirectly controlled the person who committed such violation (...).*

Voorname geldboete mag, volgens dit artikel niet hoger zijn dan drie keer het bedrag dat door de voorkennis is "verdiend of verloren" en reeds via disgorgement van de overtreder is ontnomen.

- (2) *The amount of the penalty which may be imposed on the person who committed such violation shall be determined by the court in light of the fact and circumstances, but shall not exceed three times the profit gained or loss avoided as a result of such unlawful purchase, sale or communication.*

Wat precies onder winst of verliezen moeten worden verstaan, heeft de wetgever uitgelegd onder 21A (f). Volgens sub (f) van voornoemde section kijkt de rechter, een redelijke tijd nadat de desbetreffende informatie publiekelijk bekend is geworden, naar het verschil tussen de aankoop- of verkoopprijs en de waarde van de effecten.

- (f) *For purposes of this section, "profit gained" or "loss avoided" is the difference between the purchase or sale price of the security and the value of that security as measured by the trading price of the security a reasonable period after public dissemination of the nonpublic information.*

²¹¹ Volgens dit artikel kan de supervisor een geldboete opgelegd krijgen wanneer hij onder meer wist of niet wilde zien dat een ondergeschikte misbruik van zijn voorkennis wilde maken en desondanks niets ondernam om de overtreding te voorkomen.

Om zoveel mogelijk overtreders te kunnen veroordelen heeft de wetgever zich gericht op de potentiële tipgevers. Om hen over de streep te trekken heeft de hij onder sub e aangegeven dat de SEC bevoegd is om deze tipgevers voor hun informatie te belonen met een maximumbedrag van 10 procent van de opgelegde geldboete²¹².

Niet alleen de SEC, maar ieder andere effectenhandelaar die schade heeft ondervonden door het handelen van de insider, kan met behulp van de eerder genoemde section 20A van de Securities Exchange Act '34 een procedure bij de civiele rechter te starten. De wetgever heeft in dit artikel vastgesteld dat de handelaar die handelde met voorkennis in bepaalde effecten, door eenieder die tegelijkertijd handelde in dezelfde effecten, aansprakelijk gesteld kan worden.

Section 20A Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading

- (a) *Any person who violates any provision of this Act or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, non-public information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.*

Wanneer de administratieve procedure nader wordt bestudeerd, moet worden geconcludeerd dat deze geen mogelijkheden biedt om insider trading aan te pakken. Hiervoor is de SEC aangewezen op de civiele injunctionprocedure en/of de strafrechtelijke procedure. Zij kan slechts een aanklacht indienen bij het Amerikaans Openbaar Ministerie, de federale United States Attorney²¹³ en zo pogen om een strafrechtelijke vervolging tot stand te brengen. Aangezien de beslissing om te vervolgen bij het Openbaar Ministerie ligt, kan de SEC er niet van uit gaan dat het

²¹² Section 21A (e) van de Securities Exchange Act '34: "Notwithstanding the provisions of subsection (d)(1), there shall be paid from amounts imposed as a penalty under this section and recovered by the Commission or the Attorney General, such sums, not exceed 10 percent or such amounts, as the Commission deems appropriate, to the person or persons who provide information leading to the imposition of such penalty (...)." (versie 1999).

²¹³ De United States Attorney is een door de president aangestelde openbare aanklager (totaal 93 U.S. attorney's) die onder meer namens de federale overheid overgaan tot het aanklagen en of het vervolgen van (rechts)personen dan wel die de overheid in civiele zaken vertegenwoordigt. Een U.S. Attorney kan in een groot district, staat, assistant U.S. attorney's onder zich hebben.. Zie 28 U.S.C. § 507.

ook daadwerkelijk tot een strafrechtelijke vervolging zal komen. Hier heeft de SEC, in tegenstelling tot de administratieve en in de civiele injunctionprocedure, geen invloed op het verloop van de zaak.

Eerder is aangegeven dat de SEC een vergaande invloed heeft op de administratieve procedure, immers de voltallige commissie kan de initial decision van de ALJ herzien. Weliswaar kan de gedaagde in beroep bij de rechtbank, maar dat doet niet af aan de wettelijk bepaalde positie van de SEC. In de civiele injunctionprocedure is opgemerkt dat de SEC niet altijd als gelijke partij wordt beschouwd, immers zij hoeft onder meer voor de afgifte van een blijvende injunction niet te bewijzen dat er sprake is van onherstelbare schade, maar volstaat reeds met de bewering dat een toekomstige overtreding niet onwaarschijnlijk is. Of de SEC nog enig invloed heeft op de strafrechtelijke procedure zal in de volgende paragraaf aan bod komen. Daarnaast zal ook worden gekeken naar de mogelijke sancties voor overtreders van het effectenrecht en zal de vraag worden beantwoord of het strafrecht slechts een van de handhaving-instrumenten is en niet meer dan dat of dat het fungeert als ultimum remedium.

3.6.3 De strafrechtelijke procedure

Naast de hiervoor genoemde administratieve- en civiele injunction-procedure, behoort ook de strafrechtelijke procedure tot het arsenaal van mogelijkheden om de overtreders van het effectenrecht aan te pakken. Zoals hierboven reeds is vermeld, ligt de regie van laatstgenoemde procedure in handen van het Amerikaanse Ministerie van Justitie, bij het Department of Justice. Aan het hoofd van dit ministerie staat de "Attorney General" die samen met de in het gehele land werkzame United States attorney offices, op federaal niveau, strafrechtelijk toezicht houdt. De "fraud unit" van voornoemde ministerie behandelt de vervolging van alle strafbare feiten waarvan zij kennis heeft genomen. Deze speciale fraude sectie kan over deze informatie beschikken doordat de Ov's zelf op onderzoek uitgaan óf doordat er in de media veel aandacht aan een bepaalde zaak wordt geschonken. Daarnaast kan het ook voorkomen dat de fraud unit informatie van de SEC ontvangt. Zij verwijst immers ook zaken door naar het Department of Justice, die zij strafrechtelijk vervolgd zou willen zien. De aanleiding hiervoor kan gelegen zijn in de resultaten van een door haar verricht onderzoek. Het is niet ongebruikelijk dat het Department of Justice bij haar onderzoeken de hulp

inschakelt van onder meer de afdeling enforcement van de SEC; de Federal Bureau of Investigation (de FBI) en/of de Postal Inspection Office²¹⁴.

Nadat de officieren van justitie de zaken grondig hebben bestudeerd, nemen zij het besluit om eventueel te vervolgen. Bij de toepassing van hun ruime bevoegdheid om al dan niet tot vervolging over te gaan, maken de officieren van justitie onder meer gebruik van beleidsregels die door het Ministerie van Justitie zijn vastgelegd. Deze vervolgingsrichtlijnen, die te vinden zijn in de artikelen 9-27.001 tot en met 9-27.750 van de United States Attorney Manual (U.S.A.M.), staan bekend als de Principles of Federal Prosecution (principles)²¹⁵. In de principles is hun doel expliciet terug te vinden in de volgende regels:

"The principles of Federal prosecution have been designed to assist in structuring the decision-making process of attorneys for the government. For the most part, they have been cast in general terms with a view to providing guidance rather than to mandating results. The intent is to assure regularity without regimentation, to prevent unwarranted disparity without sacrificing necessary flexibility (...)."

Samengevat komt het er op neer dat met deze beleidsregels wordt getracht om regelmaat of uniformiteit te creëren in het vervolgingsbeleid van Justitie. Immers, een besluit om wel of niet te vervolgen kan volgens de principles gevolgen hebben voor een eventuele civiele schadevergoedingsprocedure²¹⁶. Ondanks voormeld doel kan het zijn dat een Amerikaanse Officier van Justitie zich niet altijd houdt aan de beleidsregels, maar besluit om in een specifiek geval van deze principles af te wijken. Dit is, na goedkeuring van de aangewezen superieur, volgens section 9-27.140 U.S.A.M. alleen toegestaan wanneer het een eerlijke en effectieve rechtshandhaving ten goede komt.

²¹⁴ Grafman, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 314.

²¹⁵ De in dit hoofdstuk aangehaalde beleidsregels uit de USAM, die stammen uit 1993, zijn toegepast na goedkeuring van de heer Peter Clarke, District Attorney van de Fraud Unit te Washington D.C.

²¹⁶ U.S.A.M. § 9-27.001 (versie 1993).

U.S.A.M. § 9-27.140

A. United States Attorneys (USA) may modify or depart from the principles set forth herein as necessary in the interests of fair and effective law enforcement within the district. Any significant modification or departure contemplated as a matter of policy or regular practice must be approved by the appropriate Assistant Attorney General and the Deputy Attorney General.

Voorts zijn in de principes de mogelijkheden tot vervolging voor een OvJ vermeld, nadat deze heeft vastgesteld dat er sprake is van "probable cause"; te vergelijken met het ons bekende redelijk vermoeden van schuld aan het plegen van een (federaal) strafbaar feit. Volgens section 9-27.200 U.S.A.M. kan de OvJ bij aanwezigheid van probable cause besluiten om:

- a. te verzoeken om een nader onderzoek dan wel besluiten om een nader onderzoek in te stellen;*
- b. over te gaan tot vervolging of de aanbeveling geven om tot vervolging over te gaan;*
- c. niet zelf te vervolgen, maar om de zaak over te dragen aan een ander district;*
- d. niet zelf te vervolgen, maar om over te gaan tot het entameren van een "pretrial diversion"²¹⁷ dan wel om een ander soort buitenstrafrechtelijke maatregel toe te passen;*
- e. niet zelf te vervolgen en om ook geen verdere actie te ondernemen.*

Wanneer de OvJ van mening is dat hij over voldoende bewijsmateriaal beschikt om aan te kunnen tonen dat de verdachte een federale overtreding heeft begaan, wil dat niet zeggen dat hij ook daadwerkelijk tot een vervolging over zal gaan. Volgens de beleidsregels dient de OvJ zijn besluit eerst te toetsen aan de negatieve indicatoren zoals genoemd

²¹⁷ Een "pre-trial diversion" kan vergeleken worden met een alternatieve afdoening. Voor de rechtzaak kunnen verdachten de gelegenheid krijgen om bijvoorbeeld een cursus te volgen, wat na een succesvolle afronding zal leiden tot het afzien van verdere vervolging. Garner, B.A., *Black's Law Dictionary: pocket edition*, a.w., p. 200.

in section 9-27.220 U.S.A.M. Hierin wordt het de OvJ afgeraden om een vervolging in te stellen wanneer:

1. *de vervolging niet in het belang van de Federatie zou zijn*²¹⁸; dan wel
2. *de verdachte voor (hetzelfde feit) reeds in een ander district wordt vervolgd*²¹⁹; en tot slot of
3. *er een doeltreffend buitenstrafrechtelijk alternatief voor vervolging bestaat*²²⁰.

²¹⁸ In U.S.A.M. § 9-27.230 wordt dit criterium uitgewerkt. Om te bepalen of een vervolging in het belang van de Federatie is, dient na te worden gegaan: a. Wat zijn de prioriteiten van de federale toezichthouders? Valt het vergrijp onder een federaal aandachtspunt of niet?; b. Wat is de aard en de ernst van het vergrijp? Met andere woorden: wat voor invloed heeft het vergrijp en een mogelijke vervolging op de gemeenschap en op het slachtoffer?; c. Wat is de graad van verwijtbaarheid van de wetsovertreder in verhouding tot de gepleegde daad? Was hij slechts een handlanger of was hij de leider van de organisatie?; d. Heeft de verdachte reeds een strafblad? e. In welke mate is de verdachte bereid om mee te werken met het onderzoek of met de vervolging van anderen? Is medewerking van de verdachte van een zodanig belang dat een eventuele vervolging ondergeschikt wordt aan dit belang? Tot slot f. Wat zal bij een veroordeling de eventueel opgelegde straf of maatregel zijn? Weegt de waarschijnlijke straf op tegen de tijd en moeite die in de vervolging wordt gestoken? Naast de straf of maatregel dient de OvJ ook aandacht te schenken aan de persoonlijke omstandigheden van de verdachte. Is de hij erg jong of juist oud; is hij geestelijk dan wel lichamelijk niet gezond of heeft hij zijn vertrouwenspositie gebruikt om zijn wetsovertredingen te plegen?

²¹⁹ Bij dit criterium dient de OvJ zijn beslissing volgens U.S.A.M. § 9-27.240 te baseren op een van de hier bij behorende subcriteria. Ten eerste de vraag of andere "arrondissementen" meer belang hebben in een eventuele vervolging? Het kan namelijk zijn dat een vervolging van een federale overtreding, juist op statelijk niveau meer invloed zal hebben omdat de verdachte daar woont of omdat de desbetreffende staat de hele vervolging heeft voorbereid. Ten tweede kan de OvJ zijn beslissing om wel of niet te vervolgen baseren op het gegeven dat vervolging in zijn "arrondissement" de meeste kans op een veroordeling heeft. Tot slot zal de OvJ niet alleen moeten kijken naar de eventuele straf of maatregel, maar ook naar bijeenkomstige gevolgen van een eventuele veroordeling. Denk bijvoorbeeld aan de uitbanning uit de effectenwereld. Aan de hand van deze criteria zal de OvJ moeten beslissen.

²²⁰ Indien er een mogelijkheid tot buitenstrafrechtelijke afdoening bestaat, dient de OvJ deze niet achterwege te laten. Volgens U.S.A.M. § 9-27.250 dient de OvJ rekening te houden met: 1. De mogelijke buitenstrafrechtelijke sancties. Hier moet gedacht worden aan administratieve- of civiele sancties of de eerder genoemde pretrial diversion. 2. De waarschijnlijkheid dat er een doeltreffende sanctie zal worden opgelegd in het buitenstrafrechtelijke tracé. En tot slot 3: het effect van deze wijze van afdoening op de belangen van de federale toezichthouder, zoals de SEC.

In het besluit van de OvJ om daadwerkelijk tot vervolging over te gaan, zal aangegeven moeten worden waarvan de verdachte wordt beschuldigd. Deze voorlopige beschuldiging kan voorgelegd worden aan een Grand Jury, bestaande uit ongeveer 23 juryleden. De jury beslist aan de hand van het aangevoerd bewijs of er voldoende grond is om de verdachte formeel aan te klagen. Indien de Grand Jury meent dat er meer dan voldoende bewijs voor een strafzaak is aangevoerd, zal zij een "bill of indictment", een formele beschuldiging, afgeven waarin duidelijk wordt aangegeven waarvan de desbetreffende persoon wordt verdacht. Met de afgifte van de indictment kan het strafproces voor een rechtbank beginnen²²¹. In de praktijk zal de OvJ bij zeer ingewikkelde en soms erg technische zaken afzien van een strafproces en het sanctioneren van de desbetreffende gedraging overlaten aan de administratieve ALJ of de civiele rechter. De reden hiervoor is het verschil in bewijslast en de kennis van de jury. De OvJ's vinden het in zeer ingewikkelde dan wel in technische zaken moeilijk om de jury in duidelijke bewoordingen te overtuigen van de schuld van de verdachte. De hiervoor genoemde bewijslast is afhankelijk van de soort procedure. Wanneer het strafrechtelijk bewijs wordt vergeleken met het administratieve of civiele bewijs, moet worden geconcludeerd dat aan eerstgenoemde de zwaarste eisen worden gesteld. In zowel de administratieve als de civiele injunctionprocedure bezigt de rechtbank een norm dat "preponderance of the evidence", ook wel "balance of probability" wordt genoemd. Dit houdt simpel gezegd in dat de rechter en/of jury de partij met het meest doorslaggevend bewijs, dat wil zeggen meer dan 50%, in het gelijk stelt²²². In de strafrechtelijke procedure daarentegen wordt de norm "beyond a reasonable doubt" gebruikt. Deze norm, die gebaseerd is op het *presumptio innocentiae*-beginsel, houdt in dat niemand mag worden veroordeeld wanneer er bij de juryleden ook maar een beetje twijfel over zijn schuld bestaat²²³. Een OvJ die besluit om tot vervolging over te gaan, zal er zeker van moeten zijn dat hij de jury ervan kan overtuigen dat de verdachte de feiten, zoals gesteld in de indictment, heeft gepleegd.

²²¹ Garner, B.A., *Black's Law Dictionary: pocket edition*, a.w., p. 280 en 310.

²²² Grafman, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 313.

²²³ Garner, B.A., *Black's Law Dictionary: pocket edition*, a.w., p. 496 en 523.

Tot de strafbare feiten behoren niet alleen de feiten zoals genoemd in de effectenregelgeving. Zoals hieronder zal worden aangetoond, kunnen in een indictment ook feiten uit de Amerikaanse federale strafwetten²²⁴ zijn vermeld. In de effectenregelgeving heeft de Amerikaanse wetgever op verschillende wijze aangegeven dat bepaalde gedragingen strafrechtelijk kunnen worden gesanctioneerd. Een voorbeeld hiervan is section 24 van de Securities Act'33. Naast de Securities Act'33 zijn er in de Securities Exchange Act'34, de Investment Company Act'40 en de Investment Advisers Act'40 soortgelijke bepalingen te vinden²²⁵.

Section 24 Penalties

Any person who willfully violates any of the provisions of this Act, or the rules and regulations promulgated by the Commission under authority thereof, or any person who willfully, in a registration statement filed a material fact or omits to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading shall upon conviction be fined not more than \$ 10,000 or imprisoned not more than five years, or both.

Deze gedragingen kunnen zowel door natuurlijke personen als door rechtspersonen worden verricht²²⁶. Dit kan worden geconcludeerd uit de tekst van de verschillende wetten, bijvoorbeeld section 2, sub a onder 2 van de Securities Act'33²²⁷:

Section 2 Definitions

(a)(2) The term "person" means an individual, a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, any unincorporated organization, or a government or political subdivision thereof. (...)

²²⁴ De Federal Criminal Code is te vinden in de United States Code, title 18 Crimes and Criminal procedure: 18 U.S.C. § 1501 e.v.

²²⁵ Securities Act'33 section 24 of 15 U.S.C. § 77x; section 32 van de Securities Exchange Act'34 of 15 U.S.C. § 78ff; section 49 van de Investment Company Act'40 Ofte wel 15 U.S.C. § 80a-48 en section 217 van de Investment Advisers Act'40 Ofte wel 15 U.S.C. § 80b-17 (versie 1999).

²²⁶ Jörg, N., "Strafbare rechtspersonen in Amerika; corporaties en hun functionarissen in het Amerikaans strafrecht in rechtsvergelijkend perspectief", Gouda Quint B.V., Arnhem, 1990, in het bijzonder de hoofdstukken 3 en 4. Verder zie ook Jörg, N., "Strafbare rechtspersonen in Amerika; corporaties en hun functionarissen in het Amerikaans strafrecht in rechtsvergelijkend perspectief", Gouda Quint B.V., Arnhem, 1990.

²²⁷ Ook wel 15 U.S.C. § 77b(a)(2) en section 3 van de Securities Exchange Act'34 of 15 U.S.C. § 78c (versie 1999).

In de hiervoor genoemde wetsbepalingen komt herhaaldelijk de term "willfully" terug. Willfully geeft aan dat de bewuste gedraging vrijwillig en opzettelijk moet zijn verricht. Deze basale definitie van willfully is niet altijd toereikend. Afhankelijk van de casus kan de definitie worden uitgebreid. Een voorbeeld hiervan is de aanvulling dat de desbetreffende verdachte wist dat hij de wetsovertreding zou begaan of dat hij het risico van de wetsovertreding accepteerde. In de jury instructies van het vijfde circuit wordt "willfully" als volgt uitgelegd²²⁸;

The word "willfully", as that term has been used from time to time in these instructions, means that the act was committed voluntarily and purposely, with the specific intent to do something the law forbids; that is to say, with bad purpose either to disobey or disregard the law. Court decisions indicate (...) that this definition is not accurate in every situation. (...) "willful is a word of many meanings, and its construction is often influenced by its context."

Hier moet de gedraging niet alleen uit vrije wil geschieden, maar de dader moet de gedraging ook beogen. Daarnaast wordt als extra vereiste gesteld dat het oogmerk van de dader gericht moet zijn op het overtreden van de wet- en/of regelgeving. Een andere definitie die in de literatuur wordt vermeld komt sterk overeen met bovenstaande. Hier wordt alleen gesteld dat de wil van de dader gericht moet zijn op datgene wat hij wil uitvoeren.

*...the "willfulness" requirement means only that the defendant must have intended the act which he did, and does not required showing that he knew he was violating the securities laws....*²²⁹

Pas wanneer kan worden aangetoond dat de overtredingen "willfully" zijn begaan, zijn deze gedragingen strafrechtelijk vervolgbaar. In geval van een strafrechtelijke vervolging volstaat voor het bewijs van "willful" dat de directie of een andere leidinggevende een bepaald beleid heeft gevoerd dat gericht was op het misleiden van anderen²³⁰. Om een beeld

²²⁸ Committee on Pattern Jury Instructions District Judges Association fifth Circuit, *5th Circuit Pattern Jury Instructions: criminal cases*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1997, p. 13.

²²⁹ Ratner citeert hier uit de zaak United States v. Schwarz. Zie Ratner, D.L., *Securities Regulation in a nutshell*, 4th edition, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1992, p. 253.

²³⁰ Grafman, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 313.

te geven van enkele federale effectenmisdrijven die leiden tot een strafrechtelijke vervolging, zullen hieronder enkele worden besproken. De meest voorkomende federale strafbare feiten, die men binnen de effectenwereld kan tegenkomen zijn onderverdeeld in feiten gebaseerd op de Federal Criminal Code, en feiten gebaseerd op de effectenregelgeving. Enkele feiten zijn:

Federal Criminal Code

- * *Obstruction of Justice*
- * *Perjury*
- * *Fraud and false statements*
- * *Mail- en Wire fraud*
- * *Conspiracy*
- * *Racketeering*

O.g.v. de verschillende effectenregelgeving

- * *Section 17(a) van de Securities Act '33*
- * *Section 24 van de Securities Act '33*
- * *Section 32 van de Securities Exchange Act '34*
- * *Rule 10b-5 behorende bij de Securities Exchange Act '34*

Vanzelfsprekend kan en zal de aanklager in de praktijk ook feiten in de indictment opnemen die hier niet bij staan vermeld. Bovenstaande strafbare feiten, die bedoeld zijn om een globaal inzicht te verschaffen, zullen hieronder worden besproken. Allereerst komen de feiten uit de Federal Criminal Code aan bod, vervolgens zijn de wetsovertredingen van de federale effectenregulering aan de beurt.

De Federal Criminal Code

Obstruction of justice

De aanleiding tot een strafrechtelijk onderzoek hoeft niet alleen gelegen te zijn in de gedragingen die werden verricht voor het SEC onderzoek. Het kan ook voorkomen dat gedragingen verricht tijdens een SEC onderzoek strafrechtelijk worden gesanctioneerd. Hierbij dient men te denken aan het verhinderen van een goede rechtsgang, "obstruction of justice", door niet mee te werken aan een SEC onderzoek. De obstruction of justice kan tot stand komen door:

1. *de informatie waar om de SEC heeft verzocht te vervalsen;*
2. *de desbetreffende informatie, dat als bewijs kan dienen, te vernietigen;*
3. *de informatie opzettelijk te verbergen en/of*
4. *de getuige te intimideren.*

Op grond van de onder 1 tot en met 4 genoemde gedragingen kunnen de verdachten strafrechtelijk worden vervolgd. Er zijn meerdere manieren om de rechtsgang te belemmeren en dus meerder soorten obstruction of justice. Hoofdstuk 73 van de Federal Criminal Code is geheel hieraan

gewijd. De gedragingen zoals genoemd onder punt 1 tot en met 4 zijn onder te brengen onder de "obstruction of proceedings before departments, agencies, and committees", dat strafbaar gesteld is in section 1505 van de Federal Criminal Code of 18 U.S.C. § 1505. In section 1505 is bepaald:

Section 1505 Obstruction of proceedings before departments, agencies, and committees

Whoever, with intent to avoid, evade, prevent, or obstruct compliance, in whole or in part, with any civil investigative demand duly and properly made under the Antitrust Civil Proces Act, willfully withholds, misrepresents, removes from any place, conceals, covers up, destroys, mutilates, alters, or by other means falsifies any documentary material, answers to written interrogatories, or oral testimony, which is the subject or such demand; or attempts to do so or solicits another to do so; or

Whoever corruptly, or by threats or force, or by any threatening letter or communication influences, obstructs, or impedes or endeavors to influence, obstruct, or impede the due and proper administration of the law under which any pending proceeding is being had before any department or agency of the United States, or the due and proper exercise of the power of inquiry under which any inquiry or investigation is being had by either House, or any committee of either House or any joint committee of the Congress shall be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both.

Aldus bovenstaand wetsartikel kan obstruction of justice bestraft worden met een geldboete en/of met een vrijheidsstraf van maximaal 5 jaren. In section 3571 e.v. van de Federal Criminal Code, 18 U.S.C. § 3571 e.v., zijn de bepalingen ondergebracht die hoogtes van de geldboetes aangeven. Volgens section 3571 kan eenieder die schuldig wordt bevonden aan een wetsovertreding een geldboete opgelegd krijgen.

Section 3571 Sentence of fine²³¹

(a) In general

A defendant who has been found guilty of an offense may be sentenced to pay a fine.

²³¹ Volgens 18 U.S.C. § 1 behoren tot de misdemeanors alle wetsovertredingen waarvoor men niet de doodstraf kan krijgen en/of waarvoor het maximum van een vrijheidsstraf een jaar is. In 18 U.S.C. § 3559 vindt men de classificaties voor de verschillende strafbare feiten. Voor een "Class A" misdemeanor kan een vrijheidstraf (x) worden opgelegd van: $1 \text{ jaar} \leq x < 6 \text{ maanden}$. Bij een "Class B" misdemeanor geldt een periode van $6 \text{ maanden} \leq x < 30 \text{ dagen}$. Tot slot geldt

(b) Fines for individuals

Except as provided in subsection (e) of this section, an individual who has been found guilty of an offense may be fined not more than the greatest of

- (1) the amount specified in the law setting forth the offense;*
- (2) the applicable amount under subsection (d) of this section;*
- (3) for a felony, not more than \$ 250,000;*
- (4) for a misdemeanor resulting in death, not more than \$ 250,000;*
- (5) for a Class A misdemeanor that does not result in death, not more than \$ 100,000;*
- (6) for a Class B or C misdemeanor that does not result in death, not more than \$ 5,000; or*
- (7) for an infraction, not more than \$ 5,000.*

*(c) Fines for organizations*²³²...

Op grond van 18 U.S.C. §§ 1 j° 3571 (b) en (c) j° 1505 bedraagt de geldboete bij bovengenoemde variant van de obstruction of justice, maximaal \$ 250,000 voor individuele personen en \$ 500,000 voor organisaties. Een dergelijke geldboete kan vergezeld gaan van andere straffen zoals een vrijheidstraf, een proeftijd of een voorwaardelijke veroordeling²³³.

Perjury

Naast obstruction of justice kan men ook voor "perjury" oftewel meened worden vervolgd. Dit zal doorgaans het geval zijn wanneer men tijdens een SEC onderzoek valse verklaringen onder ede af heeft gelegd. Perjury is strafbaar gesteld in 18 U.S.C. §§ 1621- 1623.

voor een "Class C" misdemeanor: 30 dagen $\leq x < 5$ dagen. Een felony is een wetsovertreding die wel kan worden gesanctioneerd met de doodstraf. Daarnaast behoort een overtreding waar men een vrijheidsstraf van minimaal een jaar of meer opgelegd kan krijgen ook tot een felony. Een infraction is een wetsovertreding waar men een vrijheidsstraf van maximaal vijf dagen kan worden opgelegd of een waar helemaal geen vrijheidsstraf kan worden opgelegd. Vgl. Garner, B.A., *Black's Law Dictionary: pocket edition*, a.w., p. 314 en 18 U.S.C. § 3559 (a)(9).

²³² Volgens 18 U.S.C. § 18 behoren tot de organisaties: "*a person other than an individual*". Bij feiten begaan door organisaties zijn de onder punt c. vastgestelde boetes verdubbeld. Voor een felony kan een organisatie een boete van \$ 500,000 ongeveer € 500.000,- opgelegd krijgen en voor een infraction \$ 10,000 ofwel hetzelfde bedrag in euro's.

²³³ 18 U.S.C. § 3551 (b) en (c):

(b) Individuals: A sentence to pay a fine may be imposed in addition to any other sentence. (...).

(c) Organizations: A sentence to pay a fine may be imposed in addition to a sentence to probation. (...).

Section 1621 Perjury generally

Whoever

- (1) *having taken an oath before a competent tribunal, officer, or person, in any case in which a law of the United States authorizes an oath to be administered, that he will testify, declare, depose, or certify truly, or that any written testimony, declaration, deposition, or certificate by him subscribed, is true, willfully and contrary to such oath states or subscribes any material matter which he does not believe to be true; or*
- (2) *in any declaration, certificate, verification, or statement under penalty of perjury as permitted under section 1746 of title 28, United States Code, willfully subscribes as true any material matter which he does not believe to be true;*

is guilty of perjury and shall, except as otherwise expressly provided by law, be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both. This section is applicable whether the statement or subscription is made within or without the United States.

Volgens 18 U.S.C. §§ 1 j^o 3571 (b) en (c) j^o 1621 bedraagt de geldboete ook hier maximaal \$ 250,000 voor individuele personen en \$ 500,000 voor organisaties. Daarnaast kan tevens een vrijheidstraf worden opgelegd.

Fraud and false statements

In 18 U.S.C. §§ 1001- 1035 is het frauderen en afleggen van leugenachtige verklaringen strafbaar gesteld. Indien men tijdens een door de SEC verricht onderzoek een valse verklaring heeft afgelegd terwijl men niet onder ede stond, kan dit toch op grond van section 1001 van de Federal Criminal Code worden vervolgd. Het kan zijn dat gedurende het informele SEC onderzoek, een onderzoekssubject tijdens een telefoongesprek met een jurist een onjuiste verklaring heeft afgelegd, zonder dat hem de eed werd afgenomen. In dat geval stelt voornoemde section:

Section 1001 Statement or entries generally

- (a) *Except as otherwise provided in this section, whoever, in any matter within the jurisdiction of the executive, legislative, or judicial branch of the Government of the United States, knowingly²³⁴ and willfully*
 - (1) *falsifies, conceals, or covers up by any trick, scheme, or device a material fact;*
 - (2) *makes any materially false, fictitious, or fraudulent statement or representation;*

²³⁴ "Knowingly" lijkt heel erg op het hiervoor genoemde "willfully". Voor beide is vereist dat de gedraging bewust en vrijwillig werd gepleegd. Daarnaast omvat deze term volgens de jury instructies van het 5th circuit ook: "dat wat de verdachte had moeten en kunnen weten"; "... a defendant had knowledge of a fact if (...) the defendant deliberately closed his eyes to what would otherwise have been obvious to him...". Committee on Pattern Jury Instructions District Judges Association fifth Circuit, *5th Circuit Pattern Jury Instructions: criminal cases*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1997, p. 57.

or

(3) *makes or uses any false writing or document knowing the same to contain any materially false, fictitious, or fraudulent statement or entry;*

Shall be fined under this title or imposed not more than 5 years, or both.

(b) *Subsection (a) does not apply to a party to a judicial proceedings, or that party's counsel, for statements, representations, writings or documents submitted by such party or counsel to a judge or magistrate in that proceeding.*

(c) *With respect to any matter within the jurisdiction of the legislative branch, subsection (a) shall apply only to*

(1) *administrative matters, including a claim for payment, a matter related to the procurement of property or services, personnel or employment practices, or support services, or a document required by law, rule, or regulation to be submitted to the Congress or any office or officer within the legislative branch;*
or

(2) *any investigation or review, conducted pursuant to the authority of any committee, subcommittee, commission or office of the Congress, consistent with applicable rules of the House or Senate.*

Bovenstaand artikel bepaalt dat het afleggen van onjuiste verklaringen "knowingly" en "willfully", dat wil zeggen zeer bewust moeten zijn afgelegd. Daarnaast moest de vrije wil van het de (rechts)persoon gericht zijn op het afleggen van de valse verklaring. Uit 18 U.S.C. §§ 1 j° 3571 (b) en (c) j° 1001 sub a kan worden afgeleid dat de overtreder bestraft wordt met een geldboete met een maximum van \$ 250,000 of in geval van een organisatie, een maximum van \$ 500,000.

Mail and wire fraud

Beide vormen van fraude, worden vaak in een adem genoemd. Bij mail en wire fraud wordt er bij de uitvoering van de strafbare gedragingen gebruik gemaakt van de post en/of van telecommunicatiemiddelen. Zodra tijdens het SEC onderzoek of tijdens het door de OvJ verricht onderzoek naar voren is gekomen dat de verdachte interstatelijk handelde en hij hierbij gebruik heeft gemaakt van de telefoon en/of van de post, kan de OvJ de feiten kwalificeren als mail en/of wire fraud. Aangezien het gebruik van diverse telecommunicatiemiddelen, zoals de (mobiele) telefoon, telefax en het internet vandaag de dag niet ongebruikelijk is, kunnen en worden deze wetsartikelen veelvuldig door justitie toegepast. De delictsomschrijving voor mail fraud ofwel het frauderen per of via de post, kan men vinden onder hoofdstuk 63 van de Federal Criminal Code; 18 U.S.C. §§ 1341 tot en met 1347. In 18 U.S.C. § 1343 is wire

fraud oftewel het frauderen met behulp van telecommunicatiemiddelen strafbaar gesteld. Section 1341 en section 1343 zijn als volgt omschreven:

Section 1341 Frauds and swindles

Whoever, having devised or intended to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, or to sell, dispose of, loan, exchange, alter, give away, distribute, supply, or furnish or procure for unlawful use any counterfeit or spurious coin, obligation, security, or other article, or anything represented to be intimated or held out to be such counterfeit or spurious article, for the purpose of executing such scheme or artifice or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by any private or commercial interstate carrier, or takes or receives therefrom, any delivered by mail or such carrier according to the direction thereon, or at the place at which it is directed to be delivered by the person to whom it is addressed, any such matter or thing, shall be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both. If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$ 1,000,000 or imprisoned not more than 30 years, or both.

Section 1343 Fraud by wire, radio, or television

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, transmits or causes to be transmitted by means of wire, radio, or television communication in interstate or foreign commerce, any writings, signs, signals, pictures, or sounds for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both. If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$ 1,000,000 or imprisoned not more than 30 years, or both.

De maximumstraffen voor zowel mail- als voor wire fraud zijn een vrijheidstraf van 5 jaar en/of een geldboete van \$ 1,000,000²³⁵. Opgemerkt kan worden dat de delictsomschrijvingen van mail- en wire fraud erg ruim zijn. Zij zijn dan ook vaak makkelijker te bewijzen dan de onderliggende overtredingen van de effectenwetten. Immers, laatstgenoemd bewijs zal vaak technischer van aard zijn dan bij mail- of wire fraud. In plaats van verklaringen en bewijsmateriaal aangevoerd door onder meer accountants, juristen en/of analisten, kan reeds volstaan worden met het bewijs dat er bijvoorbeeld bij het misleiden van (potentiële) beleggers interstatelijk telefonisch contact is geweest. Hierdoor kunnen en worden de bepalingen van mail- en wire fraud

²³⁵ Ofwel € 1.000.000,-. Vgl. noot 113 in Grafan, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 332.

veelvuldig door de Amerikaanse Officiëren van Justitie toegepast en opgenomen in een indictment.

Conspiracy

Wanneer er een afspraak tussen twee of meer personen bestaat om een federale wetsovertreding te begaan en minstens een persoon gaat over tot het uitvoeren van de wetsovertreding, kan dat op grond van 18 U.S.C. § 371 – 373 worden bestraft. Dit strafbaar feit, conspiracy, staat bij ons bekend als samenzwering tegen de staat. Section 371 luidt als volgt:

Section 371 Conspiracy to commit offense or to defraud United States

If two or more persons conspire either to commit any offense against the United States, or to defraud the United States, or any agency thereof in any manner or for any purpose, and one or more of such persons do any act to effect the object of the conspiracy, each shall be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both. If however, the offense, the commission of which is the object of the conspiracy, is a misdemeanor only, the maximum punishment for such conspiracy shall not exceed the maximum punishment provided for such misdemeanor.

Mocht een OvJ besluiten om wetsovertreders te vervolgen voor bijvoorbeeld obstruction of justice of mail fraud dan wel voor een overtredding van de effectenwetgeving en hij kan aantonen dat deze daad door minimaal twee personen is overeengekomen, dan kan hij hen ook conspiracy ten laste leggen. Het ten laste leggen van conspiracy is zelfs erg aantrekkelijk omdat de OvJ de verklaring van een van de samenzweerders tegen de andere samenzweerder(s) kan gebruiken. Rule 801 (2)(E) van de Federal Rules of Evidence (FRE) biedt hier de mogelijkheid toe²³⁶. De maximale vrijheidstraf voor conspiracy is bepaald op vijf jaren en/of een geldboete van \$ 10,000²³⁷.

²³⁶ FRE rule 801 Definitions: The following definitions apply under this article: (a) Statement. A "statement" is (1) an oral or written assertion or (2) nonverbal conduct of a person, if it is intended by the person as an assertion. (b) Declarant. A "declarant" is a person who makes a statement. (c) Hearsay. "Hearsay" is a statement, other than one made by the declarant while testifying at the trial or hearing, offered in evidence to prove the truth of the matter asserted. (d) Statement which are not hearsay. A statement is not hearsay if: (1) Prior statement by witness. (...) (2) Admission by party-opponent. The statement is offered against a party and is (A) (...) (E) a statement by a coconspirator of a party during the course and in furtherance of the conspiracy. Vgl. ook Patton, T.E. en T.R. Saunders, *Securities Fraud: litigating under rule 10b-5*, LEXIS® law publishing, a.w., § 15.203. (versie 1999).

²³⁷ Ofwel € 10.000,-. Zie Patton, T.E. en T.R. Saunders, *Securities Fraud: litigating under rule 10b-5*, LEXIS® law publishing, a.w., § 15.203.

Racketeering

Tot slot het strafbare feit "racketeering". Letterlijk vertaald betekent dit: zwendel of afpersing en wordt vooral bij overtredingen van de effectenwetgeving, in verband gebracht met de georganiseerde misdaad. Dat blijkt te meer uit de wet die racketeering strafbaar stelt: de algemene strafbaarstelling van racketeering in de sections 1951 – 1960 en de bijzondere strafbaarstelling op grond van de Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act (RICO). Laatstgenoemde strafbaarstelling richt zich specifiek op het zwendelen of afpersen in organisatorisch verband. De RICO, die in de sections 1961 tot en met 1968; hoofdstuk 96 van de Federal Criminal Code is verwerkt, zal hieronder worden besproken. Section 1961, 18 U.S.C. § 1961, definieert deze vorm van racketeering als volgt:

Section 1961 Definitions

As used in this chapter

(1) "racketeering activity" means

(A) any act or threat involving murder, kidnapping, gambling, arson, robbery, bribery, extortion, dealing in obscene matter, or dealing in a controlled substance or listed chemical (...), which is chargeable under State law and punishable by imprisonment for more than one year;

(B) any act which is indictable under any of the following provisions of title 18, United States Code: ..., section 1029 (relating to fraud and related activity in connection with access devices), ...section 1341 (relating to mail fraud), section 1343 (relating to wire fraud), section 1344 (relating to financial institution fraud), ...section 1503 (relating to obstruction of justice), ...section 1512 (relating to tampering with a witness, victim, or an informant), ...section 1952 (relating to racketeering), ...section 1956 (relating to the laundering of monetary instruments), section 1957 (relating to engaging in monetary transactions in property derived from specified unlawful activity) ...;

(D) any offense involving fraud connected with (...), fraud in the sale of securities (...).

Uit voormeld artikel blijkt dat deze zeer ruim is geredigeerd. Naast onder meer mail- en wire fraud, obstruction of justice en laundering of monetary instruments²³⁸, wordt nog expliciet aangegeven dat elke wetsovertreding verbonden met fraude bij de verkoop van effecten, ook onder racketeering mag worden geplaatst. De daadwerkelijk strafbaarstelling, waarin wordt vermeld dat racketeering is verboden, is te vinden in section

²³⁸ Witwassen van illegaal verkregen gelden.

1962²³⁹. Deze section verbiedt samen met section 1961 lid 5, elke onderneming die interstatelijke handel voert dan wel verbonden is aan een dergelijke vorm van handel, minimaal tweemaal binnen de periode van tien jaren, zwendel en/of afpersingsactiviteiten te verrichten.

Indien mogelijk verwerkt justitie deze vorm van racketeering dan ook graag in een indictment. De reden hiervoor is het ruime arsenaal aan toepasbare sancties. Immers, naast de in section 1963 opgesomde strafrechtelijke sancties, heeft de wetgever in section 1964 de civielrechtelijke sancties aangegeven. Zo heeft de wetgever in 18 U.S.C. § 1963 bepaald dat er reeds voordat de indictment is afgegeven er een restraining order, te vergelijken met een straatverbod, mag worden verleend. Daarnaast mogen bij dit strafbaar feit ook goederen verbeurd verklaard worden. Dit om te voorkomen dat de verdachte bewijsmateriaal vernietigt of wegneemt. In section 1963 (d)(1)(B)(i) is dit als volgt verwoord:

Section 1963 Criminal penalties

- ... (d)(1) Upon application of the United States, the court may enter a restraining order or injunction, require the execution of a satisfactory performance ability of property described in subsection (a) for forfeiture under this section*
- (A) upon the filing of an indictment or information charging a violation of section 1962 of this chapter and alleging that property with respect to which the order is sought would, in the event of conviction, be subject to forfeiture under this section; or*
- (B) prior to the filing of such an indictment or information, if, after notice to persons appearing to have an interest in the property and opportunity for a hearing, the court determines that*
- (i) there is a substantial probability that the United States will prevail on the issue of forfeiture and that failure to enter the order will result in the property being destroyed, removed from the jurisdiction of the court, or otherwise made unavailable for forfeiture; (...)*

²³⁹ Section 1962 Prohibited activities: (a) it shall be unlawful for any person who has received any income derived, directly or indirectly, from a pattern of racketeering activity or through collection of an unlawful debt in which such person has participated as a principal within the meaning of section 2, title 18, United States Code, to use or invest, directly or indirectly, any part of such income, or the proceeds of such income, in acquisition of any interest in, or the establishment or operation of, any enterprise which is engaged in, or the activities of which affect, interstate or foreign commerce (...). (d) it shall be unlawful for any person to conspire to violate any of the provisions of subsection (a), (b), or (c) of this section.

De maximumstraffen voor racketeering in organisatorisch verband zijn: een geldboete van \$ 25,000²⁴⁰ en/of een vrijheidstraf van 20 jaar²⁴¹.

Bovenstaande globale omschrijving van strafbare feiten gebaseerd op de Federal Criminal Code is niet limitatief, maar dient ter illustratie van de inhoud van een eventuele indictment. In een dergelijke indictment kunnen meerdere van voormelde strafbare feiten voorkomen. Hieruit kan worden geconcludeerd dat deze feiten cumulatief door justitie zijn toe te passen.

De verschillende effectenregelgeving

Section 17(a) van de Securities Act³³ komt samen met 17 C.F.R. rule 240.10b-5, beter bekend als rule 10b-5 behorende bij de Securities Exchange Act³⁴ (rule 10b-5), vaak terug in (straf)-rechtszaken. Section 17 (a) oftewel 15 U.S.C. § 77q, luidt als volgt:

Section 17 Fraudulent Interstate Transactions

- (a) *It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, directly or indirectly*
- (1) *to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or*
 - (2) *to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading,*
or
 - (3) *to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.*

Volgens bovenstaand artikel is een ieder die via interstatelijke handel effecten aanbiedt of verkoopt, in overtreding met deze wet. Rule 10b-5 lijkt in eerste instantie op voornoemde section 17 (a), maar blijkt een ruimere strekking te hebben.

²⁴⁰ € 25.000,-.

²⁴¹ Zie Patton, T.E. en T.R. Saunders, *Securities Fraud: litigating under rule 10b-5*, LEXIS® law publishing, a.w., § 15.204.

Rule 10b-5 Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or any facility of any national securities exchanges,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*
- (b) To make any untrue statement of a material fact to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*
- (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,*
in connection with the purchase or sale of any security.

Wanneer rule 10b-5 wordt vergeleken met bovengenoemde section 17, valt op dat de uitbreiding gelegen is in het woord "purchase" de aankoop van effecten. Alhoewel beide artikelen fraude en het gebruik van kunstgrepen bij de verkoop van effecten strafbaar stellen, kan gesteld worden dat rule 10b-5 als vangnet dient doordat nu alle misstanden met betrekking tot de aankoop van effecten kunnen worden tegengegaan. Hierbij dient men onder meer aan insider trading en/of frontrunning te denken, waarbij men voor de aankoop van effecten over dusdanige informatie beschikt, die een eerlijke en doorzichtige markt-openbaarmaking vereist. Door dit na te laten, duperen de aankopers de (potentiële) beleggers die dezelfde aandelen later tegen een hogere koers zullen moeten kopen. Naast het feit dat rule 10b-5 een strafrechtelijke aansprakelijkheid biedt, hebben de vele mogelijkheden van deze rule ervoor gezorgd dat dit artikel het meest wordt toegepast in strafrechtelijke vervolgingen²⁴². De overtreders van bovengenoemde artikelen kunnen op grond van section 24 van de Securities Act '33 of section 32 van de Securities Exchange Act '34 strafrechtelijk worden vervolgd²⁴³. Op grond van section 24 kunnen zij een geldboete van maximaal \$ 10,000²⁴⁴ opgelegd

²⁴² Patton, T.E. en T.R. Saunders, *Securities Fraud: litigating under rule 10b-5*, LEXIS® law publishing, a.w., § 1.5 en § 15.1.

²⁴³ 15 U.S.C. § 77x en 15 U.S.C. § 78ff.

²⁴⁴ € 10.000,-.

krijgen met of zonder een vrijheidsstraf van maximaal vijf jaren. De tekst van de section 24 ziet er als volgt uit:

Section 24 Penalties

Any person who willfully violates any of the provisions of this Act, or the rule and regulations promulgated by the Commission under authority thereof, or any person who willfully, in a registration statement filed under this Act, makes any untrue statement of a material fact or omits to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, shall upon conviction be fined not more than \$ 10,000 or imprisoned not more than five years, or both.

In de Securities Exchange Act³⁴ is section 32 ruimer samengesteld. Hier kunnen "willful violations" van de wetten zoals genoemd in deze section, naast een maximale vrijheidstraf van 10 jaar, leiden tot een geldboete van maximaal \$ 1,000,000 voor natuurlijke personen en \$ 2,500,000 voor rechtspersonen²⁴⁵.

Wanneer naar de voorafgaande artikelen wordt gekeken, moet worden geconcludeerd dat er binnen de strafrechtelijke procedure twee soorten sancties zijn. Deze zijn de strafrechtelijke geldboete en/of de vrijheidsbeneming. Aangezien de mogelijkheid bestaat om meerdere procedures tegelijkertijd tegen zich te hebben lopen, kan men zowel onderzoek-subject zijn in een (formele) enforcement procedure dan wel een administratieve procedure; gedaagde zijn in een civiele procedure aangespannen door een gedupeerde belegger, als verdachte in een strafzaak. Voor een verdachte kan een dergelijke gang van zaken nadelig uitwerken. Immers, de informatie van de SEC mag door Justitie tegen hem worden gebruikt wanneer dat van algemeen belang is²⁴⁶. Een beperking is het misbruik van bevoegdheid. Dat wil zeggen dat de SEC geen civiele procedure mag starten om zo informatie naar Justitie door te sluizen²⁴⁷. In een strafrechtelijke procedure mag men zich namelijk op zijn zwijgrecht

²⁴⁵ Deze bedragen kunnen gemakshalve aangehouden worden voor de berekening in euro's. De koers van de euro en de Amerikaanse dollar lopen momenteel niet ver uiteen.

²⁴⁶ 17 C.F.R. § 230.122: in beginsel mag alle informatie of documenten vergaard tijdens een onderzoek door de SEC niet openbaar worden gemaakt, tenzij dat van algemeen belang is, "a matter of public record".

²⁴⁷ Grafan, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 344.

beroepen²⁴⁸. Dit zwijgen mag later ook niet tegen de verdachte worden gebruikt terwijl het zwijgen in een civiele procedure wel tegen de gedaagde kan worden aangewend". Immers de gedaagde wordt dan beschouwd als oncoöperatief, hetgeen niet in zijn voordeel werkt²⁴⁹. Om zijn rechtzaak niet nadelig te beïnvloeden, zal een gedaagde meewerken ondanks het gevaar dat zijn verklaringen in de (aanhangige) strafzaak tegen hem gebruikt zullen worden. Om dit soort situaties te voorkomen kan de verdachte en gedaagde aan de rechter verzoeken om de civiele rechtzaak op te schorten dan wel uit te stellen totdat de strafrechter zijn vonnis heeft uitgesproken; "staying the civil proceeding". Ondanks het feit dat de verdachte door het toekennen van een stay zich alleen op de strafzaak hoeft te richten, kan de uitkomst van deze zaak van invloed zijn op zijn civiele zaak. Het is algemeen geaccepteerd dat een strafrechtelijke veroordeling de basis mag zijn van een civielrechtelijke aansprakelijkheid. Dit, omdat er aan het bewijs in een strafzaak zwaardere eisen worden gesteld, en met meer waarborgen is omkleed dan een civiele- of een administratieve rechtzaak. Gezien het voorafgaande is een strafrechtelijke veroordeling voor de civiele rechter voldoende om een civielrechtelijke aansprakelijkheid vast te stellen²⁵⁰.

Het antwoord op de eerder gestelde vraag of het strafrecht slechts een van de handhavinginstrumenten is en niet meer dan dat, of dat het fungeert als ultimum remedium kan alleen worden beantwoord wanneer bekend is welke procedure de wetsovertreders het meest afschrikt. Wanneer de strafrechtelijke procedure wordt geplaatst naast de administratieve en de civiele injunctionprocedure, kan de conclusie worden getrokken dat eerstgenoemde de meest vergaande gevolgen heeft. Niet alleen kan een veroordeelde een strafrechtelijke geldboete en/of een vrijheidstraf opgelegd krijgen, zijn veroordeling kan ook van invloed zijn op een administratieve en op een civiele injunctionprocedure.

²⁴⁸ Vgl. het met the Fifth Amendment van de Amerikaanse grondwet waarin onder meer is vastgelegd dat niemand twee keer voor hetzelfde feit mag worden veroordeeld "ne bis in idem" dan wel tegen zichzelf hoeft te getuigen "nemo tenetur".

²⁴⁹ Grafan, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, a.w., p. 347.

²⁵⁰ Patton, T.E. en T.R. Saunders, *Securities Fraud: litigating under rule 10b-5*, LEXIS® law publishing, a.w., § 15.3.

Andersom kan dit niet het geval zijn. Op grond van het voorafgaande zal een onderzoekssubject meer te vrezen hebben van een strafprocedure, dan van de twee andere procedures. Kortom, het strafrecht kan binnen de Amerikaanse effectenregelgeving gezien worden als het meest afschrikwekkend rechtsmiddel, een ultimum remedium.

In het volgende hoofdstuk zullen de bevoegdheden van de Autoriteit-FM tegen het licht van haar Amerikaanse evenknie, de SEC, worden gehouden.¹

Het Nederlands toezicht; een knipoog naar Amerika?

4.1 Inleiding

In de hoofdstukken een en twee is getracht om aan te geven welke juridische acties de Nederlandse toezichthouders van de effectentypische wet- en regelgeving, tegen overtreders van voornoemde regelgeving kunnen ondernemen. De bevoegdheden van deze belangrijkste toezichthouders, te weten de Autoriteit Financiële Markten¹ (Autoriteit-FM) en DNB, zijn dan ook uitvoerig aan bod gekomen. De handhavingsinstrumenten van de Autoriteit-FM vertonen meer overeenkomsten met die van haar Amerikaanse evenknie, de SEC, dan bij DNB het geval is. Dit laatste is uit het vorige hoofdstuk gebleken. Met andere woorden: de Autoriteit-FM blijkt meer "waakhondallures" te hebben dan DNB. Daarom zullen de toezichtsinstrumenten van de SEC vaker worden vergeleken met die van de Autoriteit-FM.

In dit hoofdstuk zullen de juridische handhavingsinstrumenten waarover de eerder aangehaalde toezichthouders beschikken, slechts tegen de Amerikaanse toezichthouder, de SEC, worden afgezet om de eventuele verschillen en overeenkomsten uitvoerig te bespreken. Vervolgens zal in dit hoofdstuk bekeken worden of de Nederlandse wetgever voor de taakvervulling van onze effectentypische toezichthouders, de Amerikaanse SEC als voorbeeld neemt.

4.2 De Nederlandse en Amerikaanse handhavingsinstrumenten

Zoals uit de hoofdstukken twee en drie af is te leiden, zijn zowel de Autoriteit-FM als de SEC gezaghebbende toezichthouders van het effectenverkeer. Evenals de Autoriteit-FM richt de SEC haar inspanningen

¹ Vanaf 1 maart 2002 is de naam van de STE gewijzigd in: "Autoriteit Financiële Markten". De hier gehanteerde afkorting zal zijn "Autoriteit-FM". Met de naamswijziging heeft er ook een wijziging in bevoegdheden plaatsgevonden. Meer hierover in hoofdstuk 2.

op het waarborgen van de betrouwbaarheid en doorzichtigheid van de nationale effectenmarkt. Zo is in hoofdstuk drie aangegeven dat de Amerikaanse effectentypische regelgeving is gericht op de bescherming van de (particuliere) belegger. Dit wordt bereikt door er voor te zorgen dat de (potentiële) belegger de effectenmarkt goed kan doorzien zodat hij weloverwogen in effecten kan handelen. Het toezicht op voornoemde regelgeving geschiedt op directe wijze. Dat de Nederlandse toezichthouder van effectentypische regelgeving gelijksoortige doelstellingen heeft, is uit het tweede hoofdstuk af te leiden. Om deze na te kunnen streven hebben zowel de Autoriteit-FM als de SEC als rechtgeaarde zelfstandige bestuursorganen de wettelijke bevoegdheid gekregen om niet alleen regels te stellen, maar om deze ook te sanctioneren. Alvorens tot sanctioneren over te gaan zullen de toezichthouders onderzoeken of er al dan niet sprake is van een wettelijke overtreding. Deze onderzoeken kunnen, zoals in de hoofdstukken twee en drie is aangegeven, uitmonden in een bestuursrechtelijke, civielrechtelijke of zelfs een strafrechtelijke procedure. De procedure waarop zij de minste invloed hebben is de strafrechtelijke. Het opportuniteitsbeginsel, dat men ook in de VS kent, geeft de Amerikaans openbare aanklager, de United States Attorney, het alleenrecht te bepalen wanneer wel of niet tot vervolging over te gaan. Anderzijds geldt voor beide overheidsorganen (zbo's) weer dat zij het meeste in te brengen hebben in het verloop van een administratieve of een bestuursrechtelijke procedure. Hieronder zullen de verschillen en overeenkomsten in zowel de bestuursrechtelijke, civielrechtelijke en uiteindelijk strafrechtelijke procedure worden besproken. Te beginnen met de bestuursrechtelijke procedure.

De Nederlandse bestuursrechtelijke- en de Amerikaanse administratieve procedure

Tijdens deze procedure moeten beide waakhonden, de Autoriteit-FM en de SEC, zich aan de door de overheid opgestelde en voor hen geldende regels houden. Daarnaast mogen bestuursrechtelijke sancties, zowel in de Verenigde Staten van Amerika als in Nederland, niet punitief van aard zijn, maar dienen ze juist herstellend van aard te zijn². Wanneer zowel de Nederlandse bestuursrechtelijke als de Amerikaanse administratieve procedures onder de loep worden genomen en daarbij rekening

² Vgl. voor de VS de zaak *Johnson v. SEC* 87 F.3d 484 (D.C. Circuit 1996) en voor Nederland de Duitse zaak *Öztürk*, EHRM 21 februari 1984, NJ 1988, 937.

wordt gehouden met de verschillende rechtssystemen, valt vast te stellen dat de toezichthouders vrijwel over dezelfde bevoegdheden beschikken. Zie figuur 4.1.

	Nederland		Amerika
	Autoriteit-FM	DNB	SEC
Handhaving effectentypische wetgeving	+	+	+
Erkenning van effectenbeurzen	—*	—*	+
Registratieplichtigen registreren	+	+	+
Verklaring van geen bezwaar verlenen	+	+	?
Verlenen van een Europees paspoort	+	+	n.v.t.
Voorschriften geven	+	+	+
Bevoegdheid tot het creëren van regels	+	+	+
Onderzoek doen en inlichtingen inwinnen	+	+	+
Informeren van (buitenlandse) toezichthouders	+	+	+
Onderzoek doen t.b.v. (buitenlandse) toezichthouders	+	+	+
Administratieve/bestuurrechtelijke sancties (reparatoir):			
– ontheffingen/vergunningen intrekken	+	+	+
– verklaringen van geen bezwaar intrekken	+	+	?
– opleggen van een bestuurlijke boete (= strafkarakter)	+	?	(SEC vs. Johnson?)
– opleggen van een administratieve geldboete (VS ≠ punitief)	?	+	+
– opleggen van een last onder dwangsom	+	+	?
– geven van aanwijzingen	+	+	+
– openbaarmaking van onrechtmatig gedrag	+	+	+
– accountant (ver)bannen	+	+	+
– onder curatele stellen	+	+	+
– gebod tot doen of nalaten	+	+	+
– ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel	–	–	+

FIGUUR 4.1 Overzicht van de belangrijkste (administratieve) bevoegdheden van de drie toezichthouders

* Hiermee wordt bedoeld dat deze bevoegdheid slechts aan de minister van Financiën is voorbehouden

Naast voornoemde overeenkomsten vallen ook meteen significante verschillen op. Een opvallend verschil is de figuur van de "Administrative Law Judge (ALJ)", die de administratieve hoorzittingen of de "adjudicatory hearings"³ van administratieve overheidsorganen zoals de SEC, kan

³ Oftewel de adjudicatory proceedings; ook wel de administrative tribunals genoemd. Vgl. paragraaf 3.1.2.

voorzitten⁴. De ALJ wordt op verzoek van de SEC ingezet en spreekt zich – in de vorm van een "ruling"⁵ – uit over de zaak waarin enerzijds de SEC en anderzijds de door de SEC gereguleerde (rechts)persoon partij zijn. In deze administratieve procedure daagt de SEC niet alleen de door haar onderzochte partij voor de ALJ, maar verzoekt laatstgenoemde ook om een uitspraak te doen en een door haar bepaalde sanctie op te leggen. Indien een der partijen het niet eens is met de ruling, kan zij in beroep gaan bij de hoogste instantie van deze zbo en dat is "*de SEC*", het voltallig bestuur wel te verstaan.

In Nederland is het de Autoriteit-FM die, in beginsel, binnen een bestuursrechtelijke procedure zelf over een bepaalde zaak oordeelt en besluit om al dan niet een sanctie op te leggen. De beslissing van de Autoriteit-FM om al dan niet een vergunning te verlenen dan wel om deze in te trekken, of elke andere beslissing die gericht is op een bepaalde (rechts)persoon zoals het opleggen van een bestuurlijke boete, is een beschikking⁶. Indien de (rechts)persoon wiens belang rechtstreeks bij het besluit is betrokken, daartoe aanleiding ziet, kan deze binnen een bij wet bepaalde termijn⁷ bezwaar indienen bij de sector Juridische Zaken⁸ van de Autoriteit-FM tegen het door haar genomen besluit. Het is op grond van de effectentypische wetgeving zelfs mogelijk om een ander overheidsorgaan over de beschikking van de Autoriteit-FM te laten oordelen. Artikel 43 Wte'95 stelt namelijk dat er in beginsel administratief beroep mogelijk is bij de Minister van Financiën⁹. Op grond van artikel

⁴ Alleen in geval partijen besluiten om slechts op grond van bewijsstukken uitspraak te doen en het horen van partijen dan wel het ondervragen van getuigen achterwege te laten of indien het slechts om de uitleg van bepaalde regelgeving gaat, wordt een ALJ niet ingezet. Zie meer hierover in paragraaf 3.6.1.

⁵ Ook wel een "initial decision" genoemd.

⁶ Vgl. artikel 1:3 Awb. Hetzelfde geldt voor bepaalde beslissingen genomen door DNB zoals het verlenen van een vergunning aan een beleggingsinstelling.

⁷ Volgens artikel 6:7 Awb bedraagt deze termijn een periode van zes weken.

⁸ De sector Juridische Zaken van de Autoriteit-FM is niet alleen een adviesorgaan van de Autoriteit-FM, maar draagt tevens de zorg voor de afhandeling van bezwaarschriften en eventuele beroepszaken. Zie de website van de Autoriteit-FM d.d. 21 januari 2002: <http://www.ste.nl/dynamic/frame.asp?main=/static/algemeen/&top=/static/navigation/topalgemeen.html&left=/static/navigation/leftmenu2.html>

⁹ Een uitzondering is gemaakt voor een aanwijzing gebaseerd op artikel 6 Wte'95, gegeven door de Autoriteit-FM die daartoe gemachtigd is op grond van artikel 6 Wte'95 j° artikel 2 Overdrachtsbesluit Wte'95.

8:1 lid 1 en 8:7 Awb j^o 44 Wte'95 fungeert de rechtbank Rotterdam als administratieve rechter voor het instellen van beroep tegen besluiten genomen op grond van voornoemde wet¹⁰. De administratieve rechter kan door iedere belanghebbende worden ingeschakeld wanneer deze het niet eens is met het op het bezwaar genomen besluit¹¹. Tegen de uitspraak van de rechtbank is zowel voor een belanghebbende als voor de Autoriteit-FM hoger beroep mogelijk bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven in Den Haag¹².

Niettegenstaande het verschil in rechtssysteem¹³ lijken de Amerikaanse administratieve en Nederlandse bestuursrechtelijke procedure toch overeenkomsten te vertonen, bijvoorbeeld de ALJ. Ondanks het gegeven dat de SEC in een Amerikaanse administratieve procedure een figuur inzet die men in Nederland niet kent, kan gesteld worden dat dit niet veel verschilt van de wijze waarop de Autoriteit-FM handelt. Immers, bezwaar- en beroepschriften worden door de sector Juridische Zaken behandeld, welke – evenals de ALJ – geen rechterlijke instantie is. Het verschil is dat de SEC de ALJ moet verzoeken om een bepaalde sanctie op te leggen. Hier lijkt de SEC voor de oplegging van een sanctie afhankelijk van het oordeel van de "onafhankelijke" ALJ. De sector Juridische Zaken van de Autoriteit-FM voert, al dan niet via een boetefunctionaris, niet alleen het onderzoek uit, maar oordeelt ook over de feiten en bepaalt of er een vergunning wordt verleend. Voor de sanctieoplegging is eerst toestemming van het bestuur van de Autoriteit-FM vereist. Op dit punt lijkt het Amerikaans systeem "onpartijdiger". Immers, in geval de afdeling Enforcement van de SEC meent dat de Amerikaanse effectenwetgeving is overtreden en er daarom gesanctioneerd dient te worden, is er altijd

¹⁰ Idem artikel 13 Wmz. Voor beschikkingen op het bezwaar van DNB vgl. artikel 33 Wtb.

¹¹ Vgl. artikel 7:1 Awb.

¹² Vgl. artikel 20 lid 1 j^o de bijlage behorende bij de Wet bestuursrechtspraak bedrijfsorganisatie. Ook voor beschikkingen die afkomstig zijn van DNB fungeert het College van Beroep voor het bedrijfsleven als een hoger beroep instantie.

¹³ De verschillende rechtssystemen waar hier naar wordt verwezen zijn: het Angelsaksische systeem waarop het Amerikaans toezicht is gebaseerd en het continentaal systeem dat in Nederland wordt gehanteerd. Dat een "strikte vergelijking tussen de bevoegdheden van de SEC en de STE in bepaalde opzichten niet goed mogelijk is (...) hangt samen met het feit dat het Angelsaksische rechtssysteem, in tegenstelling tot het continentale, een minder scherpe scheiding kent tussen administratief, civiel en strafrecht." Aldus de wetgever in het wetsvoorstel aangaande de WTE'95 in Kamerstukken II, 1994/1995, 23 874, nr. 7, p. 28.

nog een aparte instantie die, in tegenstelling tot de sector Juridische Zaken van de Autoriteit-FM, naar het schijnt onafhankelijk is van de SEC en die zich over een eventueel op te leggen sanctie kan uitspreken. Het gegeven dat de uitspraak van de ALJ – nadat het in kracht van gewijsde is gegaan – als een uitspraak van de SEC moet worden gezien, zou voor enige verwarring kunnen zorgen. De ALJ en de SEC zouden zo gemakkelijk als een twee-eenheid kunnen worden gezien. Dit zou inderdaad het geval kunnen zijn als het niet tot het alleenrecht van de ALJ zou behoren om tijdens (openbare) hoorzittingen feitenonderzoek te verrichten en op grond daarvan te oordelen en sanctioneren. De SEC, de afdeling Enforcement van de SEC of ieder andere afdeling is daartoe niet bevoegd. Wat de afstand tussen de ALJ en (afdelingen van) de SEC nog meer vergroot is de aparte stap die SEC moet nemen alvorens het tot een administratieve procedure kan komen; het indienen van een verzoekschrift door de SEC bij het bureau van de ALJ.

De werkwijze van de Autoriteit-FM, waarin haar sector Juridische Zaken zelf onderzoekt, oordeelt en sancties oplegt, is – vergeleken met die van haar Amerikaanse evenknie – niet aanbevelenswaardig. De schijn kan namelijk gemakkelijk ontstaan dat de sanctieoplegger dan wel degene die de oplegging van een sanctie beoogt, de sector Juridische Zaken, geen onpartijdige kijk meer heeft op de gang van zaken gezien het eerder door dezelfde afdeling uitgevoerd onderzoek¹⁴. Sterker nog, het is het bestuur van de Autoriteit-FM die toestemming geeft om een bepaald

¹⁴ Dat dit geen irreële gedachte is blijkt wel uit de nota naar aanleiding van het verslag met betrekking tot het wetsvoorstel 25 821 dat de invoering van bestuurlijke boetes en dwangsommen (WBS) voorstond. Zie Kamerstukken II, 1998/1999, 25 821, nr. 5, paragraaf 3 in het bijzonder pagina 3 en 4 waaruit blijkt dat de wetgever een verplichte functiescheiding heeft beoogd om zo te voorkomen dat er een verstrengeling van belangen en dus een schijn van partijdigheid optreedt doordat de Autoriteit-FM of DNB ter uitvoering van hun toezichtstaken naast controlebevoegdheden, ook sancties mogen opleggen. Voor de wetgever was het – volgens voornoemd kamerstuk – reeds voldoende om gescheiden afdelingen binnen de organisatie van de toezichthouder te creëren. Dat wil zeggen, enerzijds de organisatie van de toezichthouder en anderzijds de afdeling die de sancties oplegt. De wetgever heeft dit als volgt verwoord: *"In dit kader zullen de toezichthouders er derhalve voor moeten zorgen dat niet dezelfde personen bij de uitoefening van toezichttaken een overtreding constateren en vervolgens zijn belast met het opleggen van dwangsommen en bestuurlijke boeten"*. Zie Kamerstukken II, 1998/1999, 25 821, nr. 5, p. 3.

onderzoek voort te zetten en om – in een later stadium – een sanctie op te leggen. Hetzelfde bestuur oordeelt dus twee keer in dezelfde zaak en de sector Juridische Zaken, die de zaak beide keren aan het bestuur heeft voorgelegd, voert de beslissing van het bestuur uit. Of dit betekent dat de Autoriteit-FM voldoet aan de wettelijk verplichte functiescheiding is nog maar de vraag. Het gegeven dat deze besluiten van zowel de SEC als de Autoriteit-FM uiteindelijk in hoger beroep door een rechterlijk college kunnen worden getoetst behoeft het dan reeds aangedane leed niet altijd te verzachten of de aanwezige schijn van partijdigheid weg te nemen. Immers, mocht een rechter in (hoger) beroep tot het oordeel komen dat de toezichthouder ten onrechte een bepaald besluit heeft genomen of dat de door de toezichthouder ingevoerde functiescheiding niet voldoet aan de wettelijk gestelde eisen, behoeft dat niet te betekenen dat de onder toezicht staande instelling daar content over zal zijn. Het procederen op zich brengt al heel wat kosten met zich mee en kan de desbetreffende (rechts)persoon, geheel tegen diens zin, "in de schijnwerpers" plaatsen.

De civielrechtelijke procedure

Het verschil in rechtssysteem tussen Nederland en Amerika kan men terugvinden in de verschillen in bevoegdheden tussen de SEC en de Autoriteit-FM. Een goed voorbeeld hiervan is de civielrechtelijke procedure. Zoals reeds in hoofdstuk twee is vermeld, heeft de Nederlandse wetgever de Autoriteit-FM geen specifieke rol in een mogelijke civielrechtelijke procedure toegekend. Immers, het civiele recht behandelt in beginsel de onderwerpen aangaande gelijke (burger)partijen. Te veel overheidsoptreden is dan niet passend. Bij deze vorm van rechtshandhaving verzorgt de overheid slechts de voorwaarden waaraan een burgerlijk proces moet voldoen. De burgers beslissen of zij al dan niet hun rechten willen handhaven. Een opsomming van civielrechtelijke bevoegdheden van zowel de Nederlandse als de Amerikaanse toezichthouder(s) leidt tot het volgende schema.

	Nederland		Amerika
	Autoriteit-FM	DNB	SEC
Civilrechtelijke bevoegdheden:			
- Verzoeken tot ontbinding beleggingsmaatschappijen	-	+	(via een injunction?)
- Verzoek tot vereffening beleggingsfonds	-	+	(via een injunction?)
- Verzoek tot gebod doen of nalaten	-	-	+
- Ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel	-	-	+
- Schorsing of ontzetting uit functie	-	+	+
- Oplegging geldboete (i.t.t. VS is dit in Nederland bestuursrechtelijk)	+	-	+
- Benoemen van een speciale onderzoekscommissie	+	+	+
- Benoemen van een onafhankelijke overkoepelende commissie	-	-	+
- Benoemen van een onafhankelijke accountantscommissie	-	-	+
- Instellen van een bijzondere clearingprocedure	-	-	+
- Nietig verklaren van een wederrechtelijke transactie	-	-	+
- Het doen bevroren van vermogen of fondsen van wetsovertreders (beslaglegging op vermogen)	-	+	+
- Verplichten tot het volgen van specifieke cursussen	-	-	+

FIGUUR 4.2 Overzicht van de belangrijkste civilrechtelijke bevoegdheden van de 3 toezichthouders

Uit dit schema valt af te leiden dat de Amerikaanse toezichthouder buitengewoon veel civilrechtelijke bevoegdheden heeft. Let wel, deze bevoegdheden kan de SEC pas uitoefenen na een verzoekschrift te hebben ingediend bij een Amerikaanse federale rechtbank. Deze rechtbank kan¹⁵ het verzoek van de SEC honoreren en naast een gerechtelijk bevel verscheidene door de SEC verzochte civilrechtelijke sancties opleggen. Opvallend is dat de SEC, binnen een civilrechtelijke procedure, niet gelijk wordt gesteld aan de tegenpartij. Immers, zoals reeds uit het derde hoofdstuk naar voren is gekomen is de wettelijk bepaalde positie van de SEC er een van ongelijkheid. Zo worden aan de bewijsstukken van de SEC in een civiele injunctionprocedure minder zware eisen gesteld dan aan het bewijs van de tegenpartij.

Verder valt uit figuur 4.2 af te leiden dat de Nederlandse toezichthouders vrijwel geen civilrechtelijke bevoegdheden hebben. Een verklaring hiervoor is het gegeven dat de overheid geen noodzaak ziet om daar

¹⁵ Vgl. hoofdstuk 3.

ordenend op te treden waar gelijke partijen twisten. Het gevolg is dan ook dat het zeer onwaarschijnlijk is dat men de Autoriteit-FM in een civielrechtelijk proces aangaande een onrechtmatige daad actie, als partij aan zal treffen¹⁶. De Autoriteit-FM kan via het uitgebreide sanctiearsenaal dat haar binnen een bestuursrechtelijke procedure is toegekend meer bereiken op een eenvoudigere manier. Waarom via een verzoekschrift en een onzekere (kostbare) civielrechtelijke procedure de burgerlijke rechter om schadevergoeding vragen terwijl dat in een bestuursrechtelijke procedure sneller kan via de bestuurlijke boete? Daarnaast is het natuurlijk niet onbelangrijk dat zij zelf veel (meer) invloed heeft in een bestuursrechtelijke procedure dan in het verloop van een mogelijke civielrechtelijke procedure, waar zij in eerste instantie al afhankelijk is van een onpartijdige rechter. Kortom, een civielrechtelijke procedure zal van de Autoriteit-FM naar mijn mening niet zo snel de voorkeur krijgen boven een bestuursrechtelijke procedure. De vergelijking met de positie van haar Amerikaanse collega daarentegen zal de Autoriteit-FM wellicht naar meer doen snakken. Immers, het biedt haar meer mogelijkheden naast haar huidige bestuursrechtelijke bevoegdheden. Zo zou dat én een gemakkelijkere bewijsrechtelijke positie én een uitbreiding van bevoegdheden voor de Autoriteit-FM kunnen betekenen. Of dit daadwerkelijk verwezenlijkt kan worden valt te betwijfelen. Het klinkt misschien wel als muziek in de oren van de toezichthouders, maar naast een verschil in rechtssysteem telt (onder meer) in Nederland de rechtsbescherming zwaar. Een procedure waar de overheid of een overheidsinstantie niet gelijk wordt gesteld aan een burger, kan in ons land materieel geen civielrechtelijke procedure genoemd worden. De bestuursrechtelijke procedure springt er voor de Nederlandse toezichthouders uit. Of dat na bespreking van de strafrechtelijke procedure nog steeds zo is, zal hieronder blijken.

De strafrechtelijke procedure

Tot slot de strafrechtelijke procedure. De vraag of de strafrechtelijke procedure de toezichthouders meer mogelijkheden biedt dan de hiervoor besproken bestuursrechtelijke en civielrechtelijke procedure kan kort

¹⁶ Vergelijk het in paragraaf 2.5.2 geopperde idee dat aan de onrechtmatige daad verbonden relativiteitsvereiste, eerst opgerekt zou moeten worden alvorens de Autoriteit-FM een onrechtmatige daad actie via 6:162 BW kan instellen. Immers voornoemde "oprekking" zou tot gevolg hebben dat de belangen van de beleggers, direct kunnen worden ondergebracht onder de belangen van de Autoriteit-FM waardoor een overtreding van de effectentypische regelgeving kan leiden tot een beroep door de Autoriteit-FM op 6:162 BW.

worden beantwoord: integendeel. Zowel in Amerika als in Nederland hebben de hier behandelde toezichthouders de minste invloed op het verloop van een strafrechtelijke procedure. Zij hebben namelijk niet meer bevoegdheden dan de gewone burger. De toezichthouders kunnen slechts aangifte doen bij het Openbaar Ministerie respectievelijk bij de (assistant) U.S. attorney's werkzaam bij het Amerikaans Department of Justice. Deze beschikken namelijk over de exclusieve bevoegdheid om al dan niet tot vervolging over te gaan. Aldus kan worden gesteld dat de strafrechtelijke bevoegdheden van de toezichthouders minimaal zijn. Vergelijk figuur 4.3.

	Nederland		Amerika
	Autoriteit-FM	DNB	SEC
Strafrechtelijke sancties: – Slechts de mogelijkheid om, net als iedere burger, aangifte te doen met het oog op een mogelijke strafrechtelijke procedure.	+	+	+

FIGUUR 4.3 Overzicht van de belangrijkste strafrechtelijke bevoegdheden

Wanneer de drie gerechtelijke procedures naast elkaar worden gezet, lijkt de bestuursrechtelijke procedure de meest gunstige voor de Nederlandse toezichthouder(s) te zijn. De volgende paragraaf zal zich geheel op de bestuursrechtelijke handhavinginstrumenten richten. Onderzocht zal worden of de Nederlandse wetgever zich laat beïnvloeden door haar Amerikaanse gelijke.

4.3 Een knipoog naar Amerika?

Nu de positie van de Nederlandse toezichthouder(s) in de drie procedures is vergeleken met die van de Amerikaanse toezichthouder, kom ik tot de beantwoording van de eerder gestelde vraag: Maakt het Nederlands toezicht een knipoog naar Amerika? Anders gesteld: Is er een trend te signaleren dat de Nederlandse wetgever voor de taakomschrijving van onze effectentypische toezichthouders, de Amerikaanse SEC als voorbeeld neemt? Geconcludeerd kan worden dat voor de Nederlandse toezichthouder de bestuursrechtelijke procedure het middel is waarmee zij het meeste invloedrijk is. Inhoudelijk verschillen de bestuursrechtelijke bevoegdheden niet veel van die van haar Amerikaanse collega. Vanzelfsprekend brengt het verschil in rechtssysteem een organisatorisch

onderscheid met zich mee zoals de figuur van de Administrative Law Judge. Deze creëert door zijn ogenschijnlijk onafhankelijke positie een schijn van onpartijdigheid binnen het Amerikaans administratieve proces. Dit beeld treft men niet aan in het bestuursrechtelijk proces van de Autoriteit-FM. De beslissingsbevoegdheid van het bestuur omtrent het al dan niet voortzetten van een onderzoek en na dit onderzoek het al dan niet opleggen van een sanctie, oogt niet bepaald als een "waterdichte (functie)scheiding". Dit neemt de schijn van partijdigheid niet weg. Hierover zal de rechter zich in de toekomst nog uitlaten. Tot op heden¹⁷ is het nog niet zover gekomen dat een (rechts)persoon die onder het toezicht van de Autoriteit-FM staat, in hoger beroep is gegaan in een zaak betreffende de oplegging van bijvoorbeeld een bestuurlijke boete. Dit is niet vreemd omdat de Autoriteit-FM pas sinds januari 2000 de bevoegdheid heeft om een bestuurlijke boete op te leggen. Voordat een zaak voor de hoogst mogelijke rechtelijke instantie komt, is er al weer een aantal jaren verstreken.

Terug naar de hierboven gestelde vraag. Kan ondanks het verschil in vormgeving van de bestuursrechtelijke procedure, worden gesteld dat de Nederlandse wetgever de bevoegdheden die de SEC heeft wel aantrekkelijk vindt en deze overneemt of over tracht te nemen voor de Autoriteit-FM en of DNB? Uit verschillende kamerstukken blijkt wel degelijk dat onze wetgever – ondanks de verschillende rechtssystemen – lonkt naar de toezichtsinstrumenten waarover de Amerikaanse SEC kan beschikken¹⁸. Niet zelden wordt, om wetswijzigingen of wetsvoorstellen door te voeren in het (effectentypische) toezicht – al dan niet gepaard

¹⁷ Voorjaar 2002.

¹⁸ Zie bijvoorbeeld de brief van de Minister van Financiën Zalm, naar de vaste Commissie voor Financiën van de Tweede Kamer. In deze brief, te weten de "Nota naar aanleiding van het verslag en nota van wijziging betreffende het wetsvoorstel tot invoering van de dwangsom en de bestuurlijke boete in de financiële wetgeving". In deze brief verwoordt de Minister dit als volgt: "(...) Tenslotte wordt gewezen op de situatie in het buitenland. In veel andere landen hebben financiële toezichthouders ook de bevoegdheid zelf een bestuurlijke sanctie op te leggen (verwezen zij naar de als bijlage bij deze nota gevoegde sectorale overzichten). In enkele landen is de toezichthouder hiernaast belast met de opsporing en vervolging van overtredingen van de toezichtwetgeving, waarbij men – anders dan in Nederland – over (vergaande) dwangmiddelen beschikt. Dit geldt bijvoorbeeld voor de SEC in de Verenigde Staten." Vgl. brief MvF d.d. 18 februari 1999 aangaande wetsvoorstel 25 821 dat de invoering van bestuurlijke boetes en dwangsommen behandelt. Zie Kamerstukken II 1998/99, 25 821, nr. 5, p. 4.

gaande met een toename van toezichtbevoegdheden-, de (positie van de) Amerikaanse SEC ter illustratie aangewend. Zo zijn er in de kamerstukken ter voorbereiding van de Wte'95 verschillende passages te vinden waarin de positie van de Autoriteit-FM wordt gespiegeld aan die van de SEC¹⁹. Ook bij de behandeling van de invoering van de Wet bestuurlijke sancties financiële sector (WBS), komt men de verwijzing naar de SEC weer tegen. Zo wordt er in de kamerstukken aangegeven dat de SEC

"-anders dan in Nederland- over (vergaande) dwangmiddelen beschikt.²⁰"

Hierbij wordt duidelijk vermeld dat het verschil in bevoegdheden tussen de Autoriteit-FM en SEC hoofdzakelijk is gebaseerd op het verschil in rechtssysteem; het bovengenoemde Angelsaksisch rechtssysteem versus ons continentale rechtssysteem. Dat dit onze wetgever niet heeft weerhouden om de systematiek van de Amerikaanse toezichthouder te kopiëren blijkt uit het antwoord van de minister van Justitie, die mede namens de minister van Financiën reageert op kamervragen, gesteld door Tweede Kamerleden van de Socialistische Partij (SP).

"(...) Het instellen van een civiele vordering ter verkrijging van een bepaalde sanctie is een bijzonderheid uit het Angelsaksische, en in het bijzonder het Amerikaanse rechtssysteem, die zich als zodanig niet leent voor inpassing in het Nederlandse rechtstelsel. Met het wetsvoorstel tot invoering van de dwangsom en bestuurlijke boete in de financiële toezichtwetgeving (kamerstukken 25 821) wordt echter in de financiële toezichtwetgeving een systematiek geïntroduceerd die materieel vergelijkbaar is met de bovengeschetste aanpak in de Verenigde Staten, (...)"²¹

Uit het hiervoor gestelde kan worden geconcludeerd dat er wel degelijk een ontwikkeling waar te nemen is waarin de Nederlandse wetgever, waar het uitkomt, de bevoegdheden van de Amerikaanse toezichthouder voor zover mogelijk overneemt of tracht in te passen in ons continentaal rechtssysteem. Dit wekt de suggestie dat men "Amerikaanse toestanden"²² in Nederland kan verwachten, maar is dat wel waar? Vermoedelijk niet, want niet alle bevoegdheden van de SEC kunnen klakkeloos in

¹⁹ Vergelijkingen tussen de STE en de SEC bij de behandeling van de wet toezicht effectenverkeer 1995 zie de Kamerstukken II, 1994/1995, 23 874, nr. 7 met name p. 27 - 28.

²⁰ Vgl. Kamerstukken II, 1998/1999, 25 821, nr. 5, p. 4.

²¹ Vgl. Aanhangel Handelingen, nr. 28, vergaderjaar 1999-2000, p. 55 - 56.

²² Amerikaanse toestanden in de zin van zeer ruime bevoegdheden voor de toezichthoudende Autoriteit-FM en of DNB.

Nederland worden geïntroduceerd. Vergelijk de bevoegdheid tot beslaglegging of de ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel die door de SEC als dwangmiddel in respectievelijk de civielrechtelijke en/of de administratieve procedure kunnen worden toegepast. Dergelijke bevoegdheden komen in ons stelsel niet aan de Autoriteit-FM of DNB toe, maar aan het Openbaar Ministerie, en horen thuis op het gebied van het strafrecht. In eerste instantie zou kunnen worden gesteld dat een bespreking van het strafrecht hier niet gepast is, immers dat behoort tot het terrein van het Openbaar Ministerie. De toezichthouders – waar deze studie zich op heeft gericht – hebben op dat terrein geen (handhavings)bevoegdheden. Toch meen ik, zoals ik dat reeds in de algemene inleiding heb aangegeven, dat een bespreking van het strafrecht gepast is. Immers, alleen al uit de Clickfondszaak kan afgeleid worden dat ook via het strafrecht kan worden bereikt dat de effectentypische regelgeving wordt gehandhaafd. Dit zal niet op de directe wijze geschieden – zoals terug te zien is bij de Autoriteit-FM en DNB –, maar op een indirecte wijze. Ik noem het: "de preventieve werking van het strafrecht".

In het volgende hoofdstuk zal terugverwijzend naar de algemene inleiding, worden aangegeven waarom de gevolgen van de indirecte werking van het strafrecht in deze studie important zijn. Hierdoor zal antwoord gegeven kunnen worden op de vraag of de effectentypische regelgeving mede via het strafrecht dient te worden gehandhaafd waardoor kan worden aangegeven wat ons strafrecht toevoegt aan de handhaving van Nederlandse effectentypische regelgeving.

De relatie tussen de effectentypische wetgeving en het strafrecht

5.1 Inleiding

Eerder is in de algemene inleiding getracht om in grote lijnen weer te geven wat de essentie van het strafrecht is. Ook in dit hoofdstuk zal het strafrecht centraal staan. Hier zullen de eerder genoemde effecten van het strafrecht op overtreders van de effectentypische regelgeving nader worden bekeken. Het doel hiervan is antwoord te geven op de vraag of het strafrecht wel een geschikt middel is om overtredingen van de effectentypische regelgeving aan te pakken.

Uit de voorafgaande hoofdstukken is duidelijk geworden dat de effectentypische toezichthouders weliswaar geen strafrechtelijke handhavingsbevoegdheden hebben, maar dat het strafrecht wel degelijk een belangrijke rol kan spelen in het effectentypische handhavingsproces. De vraag waar wij nog voor staan luidt: wat voegt het strafrecht toe aan het effectentypische toezicht? Deze vraag zou vanuit een puur theoretische invalshoek beantwoord kunnen worden door de verschillende rechtsgebieden met elkaar te vergelijken en vervolgens aan de hand van het meest slagvaardige, dan wel het meest efficiënte rechtsgebied tot een conclusie te komen. In dat geval zou – wanneer we uitgaan van de handhaving van de Amerikaanse effectenwetgeving zoals genoemd in hoofdstuk drie en uitgaande van de Nederlandse situatie in de hoofdstukken twee en vier – het strafrecht als geschikt handhavingsmiddel naar voren komen. Het strafrecht blijkt zowel in de USA als in Nederland voldoende afschrikwekkend te zijn om als ultimum remedium te dienen wanneer andere rechtsgebieden te kort schieten. Daarnaast moet niet uit het oog worden verloren dat het strafrecht meer en eerder de mogelijkheid biedt om dwangmiddelen in te zetten. Wanneer er met deze conclusie genoegen zou worden genomen, zou men gemakshalve voorbij gaan aan een zeer belangrijk en veelal onderschat effect van het strafrecht dat vooral binnen de effectenwereld grote gevolgen kan hebben. Het strafrecht kent namelijk niet alleen grondslagen en doelen zoals vergelding en preventie, maar ook bijkomende- of neveneffecten. Eerder is de stigmatiserende

werking van het strafrecht als bijkomend effect naar voren gekomen. Voornoemd effect komt niet alleen voor bij de handhaving van effectentypische wetgeving – binnen de effectensfeer –, maar ook de gewone man van de straat kan er mee te maken krijgen wanneer hij bijvoorbeeld een inbraak pleegt. Dat neemt niet weg dat de stigmatisering binnen de effectenwereld voor de verdachte een dusdanig effect heeft, dat overwogen moet worden of dit nog wel als een bijkomend effect beschouwd mag worden. Daarom zal in het bijzonder gekeken worden naar de daadwerkelijke uitwerking van dit neveneffect van het strafrecht. Besproken zal worden of niet reeds via voornoemd effect het strafrechtelijk doel van vergelding wordt uitgeoefend. Tot slot zal antwoord worden gegeven op de vraag of de effectentypische regelgeving – zelfs in het geval dat er een laatste redmiddel is vereist – al dan niet via het strafrecht dient te worden gehandhaafd.

5.2 Het stigmatiserend effect als (bijkomend) neveneffect of als vergelding?

Hoe moet de uitwerking die de strafrechtelijke handhaving heeft op het gebied van de effectentypische regelgeving, worden beoordeeld tegen de achtergrond van de verenigingstheorie en de hier verdedigde opvatting van een gematigd instrumentalisme waarin aan de rechtsbescherming een belangrijke rol is toebedeeld? Kan worden gesteld dat het bijkomend stigmatiserend effect van een strafrechtelijke procedure voor effectentypische wetsovertreders gelijk kan worden gesteld aan het strafrechtelijke doel van vergelding? Ervoor kan worden gepleit dat in effectentypische zaken die in de media breed zijn uitgemeten, de "straf" door het stigmatiserend effect van een strafrechtelijke procedure al lijkt te zijn opgelegd en de schade die de verdachte individu of organisatie lijdt evenredig lijkt aan het toegebrachte leed of mag hier niet worden gesproken van vergelding zoals gebruikt in de algemene inleiding?

’t Hart¹ noemt de toenemende invloed van de media op het strafproces "mediatisering" van het strafproces². Hij stelt dat bij mediatisering, met

¹ Vergelijk Hart, A.C. 't, "Hier gelden wetten!- over strafrecht, Openbaar Ministerie en multiculturalisme", in: Meijers-reeks, dl. 35, uitgave in samenwerking met het E.M. Meijers Instituut, Instituut voor Rechtswetenschappelijk Onderzoek, Gouda Quint, Deventer, 2001, p. 131 - 166.

² De zogenaamde "Hakkelaar-zaak" is een goed voorbeeld van een rechtszaak die constant de aandacht van de media had. Zie HR 6 april 1999, NJ 1999/566.

name wanneer het de televisie betreft, er feitelijk geen sprake is van 'equality of arms'³ en dat het "*kwaad al is geschied*" onder meer omdat de media andere invalshoeken gebruiken dan het recht⁴. De visie van het recht is volgens 't Hart abstract, afstandelijk en kunstmatig. De visie van de media is tegengesteld. Wanneer de media zich dusdanig in een zaak gaan mengen dat zij als medespeler kunnen worden gezien⁵, kan dit zeer nadelig zijn voor de verdachte als speler in een strafrechtelijke procedure, maar nog meer voor het strafprocesrecht dat op grondslageniveau uit haar kunstmatig gecreëerde balans raakt.

Baauw⁶ is in zijn oratie uitvoerig ingegaan op vraag wat een eerlijke berechting inhoudt. Het antwoord op deze vraag bevat verschillende aspecten. Een eerlijke berechting omvat volgens Baauw mede een openbare behandeling van de zaak die door een onafhankelijke en onpartijdige rechter moet worden voorgezeten en binnen een redelijke termijn afgedaan dient te worden. Daarnaast dient het vonnis openbaar uitgesproken te worden⁷. Verwijzend naar zijn ervaringen als advocaat in fraudezaken⁸ stelt hij dat de verdachte (rechts)personen "*steevast*" een openbare behandeling van hun zaak willen voorkomen en voorstellen

³ Doordat de discussie in de media niet gelijk kan worden gesteld aan het onderzoek ter terechtzitting, kan de verdachte niet onmiddellijk reageren. Hierdoor kan al stigmatisering plaatsvinden Vgl. Zie Hart, A.C. 't, "Hier gelden wetten!", t.a.p. noot 1, p. 131 - 166.

⁴ Daarnaast kunnen de "aantijgingen" in de media ook na beëindiging van het strafproces doorgaan. Vgl. Zie Hart, A.C. 't, "Hier gelden wetten!", t.a.p. noot 1, p. 131 - 166.

⁵ De strafrechtelijke procedure tegen de Hakkelaar was doordrenkt van publiciteit. De media werden gezien als "medespeler" doordat zij zelf onderzoek verrichtten waarvan de resultaten al dan niet via actualiteitenprogramma's ter zitting werden besproken. Daarnaast maakten zowel de advocaten als de officieren van justitie gebruik van de media. Op deze manier werd de strijd niet alleen "in de rechtzaal", maar ook buiten de rechtzaal gevoerd. Zie Hart, A.C. 't, "Hier gelden wetten!", t.a.p. noot 1, p. 131 - 166.

⁶ Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", oratie RUU, Gouda Quint, Deventer, 1999.

⁷ Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", t.a.p. noot 6, p. 21.

⁸ Baauw vult het begrip fraudepraktijk in door de volgende termen: "witteboorden-criminaliteit, business crime, corporate crime, organisatiecriminaliteit of dirty business". Zie Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", t.a.p. noot 6, p. 18.

om eventueel een – in wezen heel Amerikaanse – "deal"⁹ te sluiten¹⁰. Baauw ziet hierin: "*een resolute afwijzing van de belangrijkste processuele verworvenheid uit het EVRM*"¹¹. Deze afwijzing door dergelijke verdachten moet volgens Baauw dan ook als een "afstand van recht" worden beschouwd die zelfs "*beloond*" zou moeten worden¹², al dan niet via een zogenaamde "deal". De bezwaren die in de literatuur te vinden zijn tegen het sluiten van een deal zijn volgens Baauw "nogal betrekkelijk". Zo meent hij dat het bezwaar van de oncontroleerbaarheid door afwezigheid van de externe openbaarheid te ondervangen is door de interne openbaarheid die volgens Baauw een veel grondiger controlemogelijkheid biedt. De verdediging dient adequate toegang te krijgen tot het gehele procesdossier. Met andere woorden, externe openbaarheid wordt hier gelijk gesteld aan de interne openbaarheid, die er moet zijn ten behoeve van de verdediging en van de raadsman als (proces)bewaker¹³. De externe openbaarheid omvat echter meer dan de openbaarheid met het doel "het recht van de verdachte op publieke controle van hetgeen met hem of haar (wordt) gedaan"¹⁴. De externe openbaarheid dient ruimer gezien te worden, namelijk als een algemene maatschappelijke eis om de machtsverhoudingen en de besluitvormingsprocessen controleerbaar te maken¹⁵. Niet alleen de belangen van de verdachte maar ook die van de overige burgers tellen hier mee.

Een ander bezwaar tegen het aangaan van een transactie is dat door het ontbreken van een openbare terechtzitting de generale preventie als

⁹ Lees: "gebruik te maken van een transactiemogelijkheid".

¹⁰ Zie een boekbespreking van Baauw's oratie door Van der Heuvel in RM Themis, waarin hij bezwaar uit tegen de naar zijn mening lichtvaardige wijze waarmee Baauw omgaat met de rechtsbescherming. Van den Heuvel meent dat Baauw, als advocaat, meer engagement heeft met zijn cliëntèle, hetgeen in strijd lijkt te zijn met de Utrechtse traditie. Heuvel, G. van den, "boekbeschouwingen van: C.H. Brants, Over levende gedachten. De menselijkheid van een functioneel strafrecht en van P.J. Baauw, Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", RM Themis 2000, nr. 5, p. 189.

¹¹ Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", t.a.p. noot 6, p. 18 - 19.

¹² Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", t.a.p. noot 6, p. 18 - 19.

¹³ Vgl. het proefschrift van Taru Spronken: Spronken, T., "Verdediging: een onderzoek naar de normering van het optreden van advocaten in strafzaken", dissertatie UM, Gouda Quint, Maastricht 2001.

¹⁴ Zie Hart, A.C. 't, "Hier gelden wetten!", t.a.p. noot 1, p. 149.

¹⁵ Zie Hart, A.C. 't, "Hier gelden wetten!", t.a.p. noot 1, p. 149 - 150.

beoogd strafdoel minder goed kan werken. Baauw is van mening dat de generale preventie ook zou kunnen werken door in het algemeen, per bedrijfstak aan te geven wat er door het OM of door de belastingdienst is geïncasseerd en dat niet altijd individualisering nodig is. In tegenstelling tot Baauw meen ik dat juist binnen de financiële wereld, de openbaarheid – het onder de aandacht van het publiek brengen van een gepleegde wetsovertreding – inherent is aan de afschrikwekkende voorbeeldfunctie van het straffen. Hier kom ik later nog op terug. Volgens Baauw leiden er meerdere wegen naar Rome. Hij meent dat het goed mogelijk is om het (voor hem) meest primaire strafdoel, te weten de proportionele vergelding, door een "*deal*" een "*substantiële financiële aderlating*" van verdachten in dergelijke fraudezaken te bewerkstelligen. Hierdoor "*ontspringt*" de verdachte volgens hem de dans toch niet. Baauw duidt aan dat juist in fraudezaken de door de openbaarheid veroorzaakte publiciteit een eerlijke berechting in de weg kan staan. Hij stelt dat het niet alleen gaat over "*trial by the media*" maar dat er zelfs kan worden gesproken van "*execution by media*", omdat de vermeende dader reeds door de media wordt berecht alvorens de rechter daadwerkelijk tot zijn vonnis komt¹⁶. Daarmee wordt echter miskend dat een "*deal*", een "*financiële aderlating*", niet altijd het door het strafrecht beoogd effect tot gevolg zal hebben¹⁷. Natuurlijk kan dit wel opgaan voor de bonafide effectenhandelaar of een andere bonafide actor binnen de effectenwereld die daadwerkelijk "*bloedt*" door een financiële aderlating en dit als een straf ervaart, maar de situatie kan anders zijn. Het is namelijk niet ondenkbaar dat er zeer berekenende actoren met malicieuze plannen binnen de effectenwereld actief zijn. Voor dergelijke lieden is een financiële boete niet voldoende, maar zal de openbaarmaking van een rechterlijke uitspraak en de openbaarheid van het strafrechtelijke proces binnen de financiële wereld pas voldoende afschrikwekkend zijn en als een straf worden ervaren omdat zij dan niet meer onder de eigen (besmette) naam actief kunnen zijn binnen de effectenwereld. Deze (rechts)personen zullen een andere manier moeten zoeken om aan de kost te kunnen komen.

¹⁶ Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", t.a.p. noot 6, p. 23.

¹⁷ Zo ook Van den Heuvel. Hij stelt terecht: "*Waar geld in overvloed is heeft transactie weinig generaal of speciaal effect (...)*." Vgl. Van den Heuvel, G.A.A.J., "Een criminologische agenda voor strafrecht hervorming in de bundel Legitieme strafvordering; rechten van de mens als inspiratie in de 21^{ste} eeuw", Intersentia Rechtswetenschappen, Antwerpen-Groningen, 2001, p. 182.

Ook al zou het mogelijk zijn om onder een andere naam of onder de naam van een ander als actor binnen de effectenwereld te opereren, toch is dat allerm minst aantrekkelijk.

Baauw duidt aan dat het grondrecht van een eerlijke berechting in dergelijke gevallen inhoudsloos is geworden omdat:

"het enkel noemen van de naam van een persoon en of onderneming in de financiële wereld direct leidt tot schade van een ongekende orde: miljoenen verlies door weggelopen van opdrachtgevers of afgedwongen overnames, ontslag, definitieve uitstoting uit de branche, gebroken relaties en reputaties"¹⁸.

Al ben ik van mening dat Baauw de betekenis van de generale preventie onderschat, ik erken dat hij hier een punt heeft. Immers, hoe de berekenende malafide effectenwetsovertreder te onderscheiden van degene die per abuis de wet hebben overtreden? Door – met het oog op voornoemd onderscheid – vooraf al een traject te bepalen, namelijk wel of niet "openbaar gaan", wordt reeds een oordeel over de verdachte uitgesproken voordat hij zich voor de rechter moet verantwoorden en dat past niet binnen ons strafrechtssysteem. Het zou immers betekenen dat de strafprocessuele beginselen met voeten worden getreden, omdat er een accentverschuiving plaatsvindt. De verdachte die zich tijdens het openbaar onderzoek ter terechtzitting zou moeten verdedigen, kan zich door de berichtgeving in de media "gedwongen" zien om al eerder zijn kant van het verhaal kenbaar te maken, met alle voor hem onaangename gevolgen van dien. De kans bestaat dat de verdachte die wil redden wat er te redden valt en de schade aan zijn goede naam, klandizie dan wel zijn bedrijf zoveel mogelijk tracht te beperken, juist het tegengestelde effect bereikt. In dit verband wijs ik op het gevaar dat de verdachte ter terechtzitting door het Openbaar Ministerie wordt geconfronteerd met opmerkingen van de verdachte die al dan niet waarheidsgetrouw via de media toegang tot het grote publiek hebben gekregen. De schade is dan al aangericht. Voorbeelden hiervan spelen zich af in de USA. Allereerst was er de Enron-affaire. In deze zaak, waarin sprake bleek te zijn van boekhoudkundige fraude, stortte de Amerikaanse energiegigant Enron ineen en ging failliet. Een golf van massaontslagen volgde en niet alleen in de USA, maar ook in Europa volgden geïnteresseerden met argusogen deze zaak. Er werd gezocht naar schuldigen. De aandacht richtte zich

¹⁸ Vgl. Baauw, P.J., "Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht", t.a.p. noot 6, p. 24.

niet alleen op het accountantskantoor Arthur Andersen, maar ook op het leidinggevend niveau van Enron én op de politieke arena van Washington D.C. De kranten waren van mening dat de SEC veel te laat was optreden; pas nadat de misstanden breed in de pers waren uitgemeten¹⁹. Enron was – zo bleek later – de aanzet naar meerdere misstanden in de financiële wereld. Een duidelijk voorbeeld van een (passieve) veroordeling in de media zijn de beelden van de arrestatie van Scott Sullivan van het telecombedrijf Worldcom. Over de hele wereld zijn de televisiebeelden gegaan van Sullivan die geboeid door een FBI-rechercheur werd afgevoerd²⁰. Sullivan moest nog verhoord worden. Maar het beeld stond al vast: hij werd als verdachte afgevoerd. Menigeen zal bij het zien van deze beelden, zeker zo vlak na het Enron-debacle, van mening zijn dat ook Sullivan schuldig is aan het (doen)plegen van valsheid in geschriften door met de financiële boeken te "sjoemelen" en door te weinig belasting te betalen²¹. Dat Sullivan na het storten een borgsom weer naar huis is gegaan heeft geen televisiezender getoond. Of Sullivan nu daadwerkelijk schuldig is aan het plegen van valsheid in geschriften is nog niet bekend, maar voor het (Amerikaanse) publiek staat dat – zeker na de televisiebeelden – al vast. Daar waar de rechter naar aanleiding van het onderzoek ter terechtzitting – als het tot een rechtszaak komt – zijn oordeel zou moeten uitspreken over de vermeende feiten gepleegd door Sullivan, heeft het publiek zijn oordeel al geveld. De naam Sullivan is besmet geraakt en het is maar de vraag of een toekomstige werkgever, die actief is binnen de effectenwereld, hem nog zal aannemen.

Ook uit het gegeven dat het niet altijd tot een onderzoek ter terechtzitting komt omdat sommige overtredingen uit de sfeer van het strafrecht zijn gehaald blijkt dat er sprake is van de eerder genoemde accentverschuiving binnen het straf(proces)recht. Reeds met de invoering van de Wet administratiefrechtelijke handhaving verkeersvoorschriften²² (Wahv) is er een tendens waar te nemen waarbij overtredingen van de (bijzondere) strafwetgeving uit de sfeer van het strafrecht worden gehaald en buiten

¹⁹ Redactie FET, "Revisor kan zichzelf niet controleren", de Financieel-Economische Tijd, 19 januari 2002.

²⁰ Houben, M. en Van der Walle, E., "Enron-virus komt de oceaan over", NRC Handelsblad, 30 oktober 2002.

²¹ Meer over de gevolgen van (strafrechtelijk getinte) publiciteit voor rechtspersonen in: Fisse, B en Braithwaite J., *The impact of publicity on corporate offenders*, State University Press, Albany, 1983.

²² Stb. 1989, 300.

de strafrechter om worden afgedaan. Dit kan plaatsvinden doordat er een transactie met de politie of het Openbaar Ministerie wordt overeengekomen of doordat de wetsovertreder een bestuurlijke boete voldoet. In dergelijke gevallen, door deze buitengerechtelijke wijze van afdoen, is de belangrijkste drijfveer van het straf(proces)recht, te weten de waarheidsvinding, op de achtergrond geraakt. Één van de nadelen van een dergelijke vorm van afdoening is dat er door de "verdachte" aan rechtsbescherming wordt ingeboet²³.

Dit brengt ons terug tot de vraag naar de verhouding tussen het stigmatiserend effect van het strafrecht en de vergelding als doel van dat strafrecht. Ik meen dat – in zaken die de publiciteit halen – de ongewenste naamsbekendheid in de pers, het verlies van klandizie, de derving van winst en de afgenomen kans om in de toekomst werkzaam te zijn binnen de effectenbranche, door de verdachte wel degelijk als een vorm van vergelding kan worden gezien. Opgemerkt dient wel te worden dat de "vergelding" in beginsel pas plaats dient te hebben, nadat de rechter zich over de zaak heeft gebogen en aan de hand van het bewijsmateriaal tot de conclusie is kunnen komen dat de verdachte daadwerkelijk schuldig is. Zowel uit de Clickfonds-zaak als uit de HCS-zaak kan worden opgemaakt dat – indien het tot een strafzaak komt – voor onder meer de verdachten van financiële delicten de "vergelding", al dan niet mede door de stigmatiserende werking via de media, vaak al plaats heeft gevonden voordat de rechter zich over de zaak heeft gebogen. Dat die laatste zich daar vaak bewust van is, blijkt uit recente vonnissen waar er bij de oplegging van de straf – de schuldigverklaring – met die "media-sanctionering" rekening is gehouden door lagere straffen op te leggen. Een voorbeeld hiervan is de uitspraak van de arrondissementsrechtbank Amsterdam d.d. 22 juni 2001 inzake Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V.

Nu duidelijk is dat – in effectentypische strafzaken die de publiciteit halen – voor de desbetreffende verdachte de stigmatisering als één van de effecten van de strafrechtelijke handhaving, als een doel van het strafrecht gezien kan worden, is het niet ongepast de vraag te stellen wat de toegevoegde waarde van het strafrecht in dit soort zaken is. Zouden overtredingen van de effectenwetgeving wel strafrechtelijk moeten

²³ Vgl. Corstens, G.J.M.: *"Een stille revolutie in het strafrecht; afscheidsrede Katholieke Universiteit Nijmegen"*, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1995.

worden afgedaan, of is de een andere vorm van afdoening toch geschikter? Indien dat laatste het geval is, hoe zit het dan met de rechtsbescherming buiten het strafrecht? Deze vragen zullen hieronder worden beantwoord.

5.3 Strafrechtelijke handhaving van effectentypische wetgeving?

In de voorgaande hoofdstukken is naar voren gekomen dat het strafrecht bij de handhaving van effectentypische regelgeving een afschrikwekkend effect en een stigmatiserende werking kan hebben op het verdachte individu of de verdachte organisatie. Verder is duidelijk dat, indien het bij effectentypische wetsovertredingen alsnog tot een strafproces mocht komen, één van de strafrechtelijke doelen te weten "een vergelding", al voor aanvang van het onderzoek ter terechtzitting kan plaatsvinden. Daarom zou een rechterlijke veroordeling waar de gevolgen van voornoemd bijkomend effect van het strafrecht niet in zijn verdisconteerd, een dubbele vergelding of een onnodig zware leedtoevoeging tot gevolg hebben. Dit, en het gegeven dat een strafrechtelijke procedure binnen de Nederlandse en Amerikaanse financieel economische wereld als laatste redmiddel moet worden beschouwd, brengt mij tot het volgende. Bij de handhaving van effectentypische regelgeving kan de toegevoegde waarde, de functie, van het strafrecht gezien worden als een vangnet. Het strafrecht kan zeer wel als ultimum remedium dienen, als laatste redmiddel; een vangnet voor specifieke gevallen. De handhaving van de effectentypische regelgeving zal hoofdzakelijk door middel van het recht waarbinnen de desbetreffende toezichthouder opereert (het bestuursrecht), dan wel door middel van het civiele recht moeten geschieden. Pas wanneer mocht blijken dat handhaving tekort schiet dient het strafrecht ingezet te worden.

Ook De Roos en Doorenbos zijn van mening dat het strafrecht als vangnet kan dienen bij de handhaving van (financieel) economische delicten²⁴. In zijn dissertatie heeft De Roos aangevoerd dat hij handhaving door middel van het strafrecht²⁵ passend vindt voor de "ernstiger" delicten die niet door het bestuursrecht kunnen worden afgedaan²⁶.

²⁴ Hiertoe behoren ook overtredingen van de effectentypische regelgeving.

²⁵ Zeker in geval van een overtreding van economische delicten.

²⁶ Vgl. het proefschrift van Th. de Roos. Roos, Th. de, "Strafbaarstelling van economische delicten: een crimineel-politieke studie", dissertatie RUU, Gouda Quint B.V., 1987, p. 70 - 79.

Doorenbos concludeert naar aanleiding van zijn (de)criminaliseringstoets dat het strafrecht daar een taak heeft waar de alternatieven zoals civielrechtelijke, bestuursrechtelijke handhaving of zelfregulering geen vat hebben op wetsovertreders²⁷. Beiden zijn het er over eens dat het strafrecht niet geheel uit het handhavingsarsenaal van de financiële wetgeving dient te worden geschrapt; het kan inderdaad dienst doen als vangnet wanneer bijvoorbeeld het bestuursrecht tekort schiet.

5.4 Conclusie

De hiervoor genoemde vangnetfunctie van het strafrecht impliceert dat er een ander rechtsgebied is waarop in eerste instantie een beroep zou kunnen worden gedaan: het bestuursrecht. Uit het onderzoek naar de Nederlandse en de Amerikaanse effectentypische rechtshandhaving is af te leiden dat de desbetreffende toezichthouder voor de uitoefening van de toezichtstaken over een uitgebreid bestuursrechtelijk sanctiearsenaal beschikt. Verder is uit deze studie naar voren gekomen dat de Nederlandse toezichthouder, anders dan haar Amerikaanse collega, over minder civielrechtelijke sanctiemiddelen beschikt. Dit verschil is terug te voeren op het verschil in rechtsstelsel en rechtscultuur.

Nu in beginsel voor de handhaving van effectentypische wetgeving niet gekozen dient te worden voor het strafrecht, maar voor het bestuursrecht, moet er nog een laatste kwestie worden besproken alvorens deze studie kan worden afgesloten; de rechtsbescherming. Ondanks het gegeven dat het strafrecht – ook voor effectentypische wetsovertredingen – als ultimum remedium moet dienen, heeft dit recht als pluspunt de hieraan inherente rechtsbescherming voor de verdachte. De ongelijke positie van de verdachte ten opzichte van de met opsporing en vervolging belaste autoriteiten in de huidige gangbare opvattingen over het strafrecht, heeft bevorderd dat binnen het strafrecht rekening wordt gehouden met de rechtsbescherming van de verdachte. Deze heeft gestalte gekregen in

²⁷ Als voorbeeld bezigt Doorenbos de vergunningsplichtigen waar administratiefrechtelijke handhavers geen vat op hebben. Het strafrecht kan dan een geschikt (hulp)middel zijn om de vergunningsplichtige aan te pakken en zo de andere actoren te beschermen. Vlg. Doorenbos, *Financieel strafrecht: een studie inzake strafrechtelijk gesanctioneerde voorschriften uit de bank- en effectenwetgeving*, dissertatie KUN, Kluwer, Deventer 1992, p. 508. Zie ook Corstens, G.J.M.,: "Een stille revolutie in het strafrecht; afscheidsrede Katholieke Universiteit Nijmegen", t.a.p. noot 23.

verschillende verdragen en wetsartikelen. Desalniettemin dient er constant voor te worden gewaakt dat er niet "beknibbeld" wordt op de rechten van de verdachte. In de literatuur is dit een punt van voortdurende aandacht. Hoe is het in het bestuursrecht met de rechtsbescherming gesteld? Bevindt de (rechts)persoon zich in een dusdanige positie dat deze tegen een overheidsorgaan, het zelfstandig bestuursorgaan, beschermd dient te worden? Uit hoofdstuk twee is af te leiden dat ook een (rechts)persoon binnen het bestuursrecht rechtsbescherming behoeft. Zo zal dat veelal het geval zijn bij de oplegging van een bestuurlijke boete. In paragraaf 2.5.1 is naar voren gekomen dat bij een bestuurlijke boete het accent op genoegdoening ligt en de boete vanwege haar leedtoevoegende aard een strafrechtelijk karakter krijgt. Het gevolg hiervan is dat deze bestuurlijke sanctie in zoverre gelijk kan worden gesteld aan een strafsancie. Daarom dient, zoals in paragraaf 2.5.1 is opgemerkt, een aantal rechtswaarborgen in acht te worden genomen. Deze vloeien onder meer voort uit het IVBPR en het EVRM. Het belang van deze rechtswaarborgen komt vooral tot uitdrukking in het recht op berechting door een rechter in een "fair trial", een eerlijk proces. Op grond van verschillende internationale verdragen zoals het hiervoor genoemde IVBPR maar vooral via de artikelen 6 en 7 van het EVRM dient het opleggen van boetes omgeven te zijn met strafvorderlijke rechtswaarborgen. Niet bij alle bestuursrechtelijke sancties zal de mate van rechtsbescherming gelijk zijn omdat zij niet alle een strafrechtelijk karakter hebben. Het bestuursrechtelijke sanctierecht kent namelijk zowel reparatoire als leedtoevoegende of punitieve sancties. Wanneer het reparatoire sancties betreft, zoals bijvoorbeeld het verwijderen van een illegaal bouwwerk, is het optreden van de toezichthoudende instantie gericht op het herstellen van de normschending. Bij (feitelijk) punitieve sancties staat de bestraffing van de wetsovertreder centraal. In dat geval zou het uitlokken van een dergelijke sanctie – volgens de criteria zoals vastgesteld in de jurisprudentie van het EVRM – beschouwd kunnen worden als een "criminal charge". Zo kan van het geven van een aanwijzing of van het opleggen van een bestuurlijke geldboete, dan wel het onder curatele stellen van een (rechts)persoon ook niet worden gesteld dat het accent op leedtoevoeging ligt waardoor de desbetreffende (rechts)persoon extra rechtsbescherming tegen het zelfstandig bestuursorgaan behoeft. Slechts bij de bestuurlijke boete²⁸ kan over criminal

²⁸ Zie 4^{de} tranche Awb.

charge en dus over (verdragsrechtelijke) rechtsbescherming worden gesproken²⁹. Dit betekent *niet* dat het overheidsorgaan bij de toepassing van de overige bestuursrechtelijke sancties vrij is in de behandeling van de (rechts)persoon en dat deze zich maar heeft te conformeren aan de wensen van de toezichthouder. De toezichthouder blijft, vooral waar het beschikkingen betreft, gebonden aan rechtsnormen die gelden voor bestuurlijk handelen zoals de algemene beginselen van behoorlijk bestuur.

Aldus kan worden gesteld dat de positie van de (rechts)persoon zowel in een bestuursrechtelijke procedure – bij de oplegging van een punitieve of een reparatoire sanctie – als in een straf(proces)rechtelijke procedure kan worden verstevigd door (verdragsrechtelijke) rechtsbeschermende normen en beginselen. Hiermee kom ik tot de conclusie en aanbeveling dat de overtredingen van effectentypische regelgeving in beginsel bestuursrechtelijk zouden moeten worden afgedaan. Daar waar het bestuursrecht tekort schiet, kan het strafrecht alsnog een uitweg bieden. Terughoudendheid met de toepassing van het strafrecht verdient de voorkeur. Het strafrecht dient aldus werkelijk als ultimum remedium.

²⁹ Vgl. Albers, C.L.G.F.H., “Rechtsbescherming bij bestuurlijke boeten; balanceren op een magische lijn?”, dissertatie UM, Sdu Uitgevers B.V., Den Haag, 2002.

Samenvatting

Dat er binnen de dynamische wereld van het Nederlandse effectenverkeer ook wel eens onoirbare praktijken kunnen plaatsvinden is ons na de Clickfondszaak niet onbekend. De inval door het Openbaar Ministerie op de Amsterdamse effectenbeurs op 25 oktober 1997 heeft destijds veel stof doen opwaaien. Plotseling heeft heel Nederland via de media het beeld voorgeschoteld gekregen dat de Nederlandse beurzen een bolwerk zijn van handelaren die er niet voor schromen om dubieuze praktijken toe te passen. We kenden dat beeld reeds uit de Verenigde Staten van Amerika (Amerika), waar de Amerikaanse toezichthouder op het gebied van het effectenverkeer (de effectentypische toezichthouder), de Securities and Exchange Commission (SEC), het Amerikaans effectenverkeer nauwlettend in de gaten houdt.

Bovenstaande inval op de toenmalige Amsterdamse effectenbeurs is de aanleiding tot dit onderzoek geweest. De inval maakt duidelijk dat de beurswereld niet alleen te maken heeft met effectentypische toezichthouders die voornamelijk op het gebied van het bestuursrecht opereren, maar ook met het Openbaar Ministerie waar het strafrecht centraal staat. Daarnaast zal het niet ontgaan zijn dat er nog een derde partij is, de gedupeerde belegger die eventueel via het civiel recht zijn gelijk kan proberen te halen. Aldus kan worden gesteld dat deze studie raakvlakken heeft met het bestuursrecht, het strafrecht en het civiel recht. Dit blijkt temeer uit de centrale onderzoeksvraag. Deze luidt als volgt:

Wat is de positie van de Nederlandse toezichthouder(s) in de handhaving van de effectenwetgeving en hoe verhoudt deze zich tot die van de Amerikaanse toezichthouder? Welke betekenis wordt daarbij in beide landen aan het strafrecht toegekend?

De onderzoeksvraag bestaat uit vier onderdelen te weten:

1. *Wat is de rol van de Nederlandse effectentypische toezichthouder(s) in handhaving van de betreffende wetgeving?*
2. *Wat de rol van de Amerikaanse toezichthouder in de handhaving van de effectentypische wetgeving?*
3. *Wat is de verhouding tussen de positie van de Nederlandse en de Amerikaanse toezichthouder?*

En tot slot

4. *Wat is de rol van het strafrecht, bij de handhaving van de effectentypische wetgeving, in Nederland en in Amerika?*

Ter inleiding in de wereld van het effectenverkeer omvat hoofdstuk één een historische schets van het Nederlandse effectenverkeer. Dit begint bij het uitgeven van aandelen door de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) in 1606 en wordt afgesloten met het einde van de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) eind 1996.

Vervolgens komt in het tweede hoofdstuk de positie van de Nederlandse effectentypische toezichthouder(s) aan de orde. Uit de vraagstelling blijkt dat er sprake is van meerdere Nederlandse effectentypische toezichthouders, te weten de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM) en de Nederlandsche Bank (DNB). Beiden opereren op bestuursrechtelijk terrein. Zeer uitvoerig worden de toezichts- en handhavingsbevoegdheden van deze effectentypische toezichthouders geïnventariseerd. Een weergave van de ontwikkelingen in de effectentypische wetgeving vanaf de Beurswet 1914 tot aan de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte'95), de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) en de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (Wmz) – de kaderwetgeving –, geven een beeld van de reikwijdte van de huidige effectenwetgeving. Dit beeld wordt verscherpt door ook aan te geven hoe de kaderwetgeving nader is ingevuld (de uitvoeringsregels). Dat de invloed van de kaderwetgeving in samenhang met de uitvoeringsregels doorwerkt binnen de regelgeving van de beurs (de interne regelgeving) blijkt uit een uiteenzetting hiervan. Na vaststelling van de reikwijdte van de effectentypische wetgeving en de reikwijdte van het toezicht, komen – nu de handhaving besproken wordt – de toezichthouders aan bod. Gekeken is naar de bevoegdheden die de wetgever aan de Autoriteit-FM en DNB heeft toegekend om de naleving van voornoemde wetten te handhaven. Zoals eerder is besproken kunnen effectentypische wetschendingen via het bestuursrecht, het civiel recht en het strafrecht worden tegengegaan. Met een beschrijving van de handhavingsmogelijkheden via deze rechtsgebieden wordt het tweede hoofdstuk afgesloten. Uit dit hoofdstuk kan worden geconcludeerd dat de effectentypische toezichthouders, in het bijzonder de Autoriteit-FM, over voldoende juridische handhavingsmogelijkheden beschikken, maar dat het strafrecht toch een belangrijke rol speelt bij de handhaving van de effectentypische

regelgeving. Om zo dicht mogelijk bij een eerlijke en doorzichtige effectenmarkt te komen en de belangen van de (particuliere) belegger te kunnen beschermen, beschikt de Autoriteit-FM over verschillende bestuursrechtelijke bevoegdheden. Enkele hiervan zijn het geven van voorschriften aan de vergunningsplichtige (rechts)persoon, het opleggen van een bestuurlijke boete of het intrekken van een verleende vergunning. Daar waar bestuursrechtelijk optreden niet het gewenste resultaat heeft of daar waar dat van rechtswege is afgesproken, kan het strafrecht het van de Autoriteit-FM overnemen.

In het derde, eveneens inventariserende hoofdstuk, wordt het tweede deel van de onderzoeksvraag beantwoord, te weten de rol van de Amerikaanse toezichthoudende SEC in de handhaving van de effectentypische wetgeving. Na een introductie in het Amerikaans recht, volgt een schets van de ontstaansgeschiedenis van de SEC. Vervolgens wordt de Amerikaanse effectentypische wetgeving, gelijk de structuur van het tweede hoofdstuk, geïntroduceerd. Ook hier wordt gestart met de (federale) kaderwetgeving te weten de Securities Act, de Securities Exchange Act, de Public Utility Holding Company Act, de Trust Indenture Act, de Investment Company Act, de Investment Advisers Act en de Securities Investor Protection Act. Vervolgens worden de Amerikaanse effectentypische uitvoeringsregels geschetst. Volledigheids halve volgt er, evenals in het tweede hoofdstuk het geval was, een inventarisatie van de effectentypische regels afkomstig van zelfregulering. Nadat de bereik van het Amerikaans effectentypische toezicht is weergegeven, volgt een beschrijving van de reikwijdte van handhavingsbevoegdheden van de SEC. Ook in dit hoofdstuk worden drie handhavingsprocedures besproken, te weten de Amerikaanse administratieve procedure, de civielrechtelijke procedure en ter afsluiting van het derde hoofdstuk de strafrechtelijke procedure.

Ook uit het onderzoek naar het Amerikaans effectentypische toezicht kan worden geconcludeerd dat de effectentypische toezichthoudende SEC over voldoende juridische handhavingsmogelijkheden beschikt. Net als in Nederland speelt in Amerika het strafrecht een belangrijke rol bij de handhaving van de effectentypische regelgeving. Om de (particuliere) belegger zo goed mogelijk te kunnen beschermen, beschikt de SEC niet alleen over verschillende administratieve bevoegdheden, maar kan zij in een Amerikaanse civielrechtelijke procedure waar zij niet gelijk is aan de tegenpartij, de rechter zelfs om civielrechtelijke maatregelen verzoeken.

De SEC kan overtreders van de Amerikaanse effectenwetgeving, geldboetes opleggen, verleende vergunningen intrekken en via een civiele procedure zelfs wederrechtelijk verkregen voordeel ontnemen, daarnaast kan zij onder meer voorschriften geven aan vergunningsplichtigen. Waar de administratieve bevoegdheden tekortschieten, omdat de SEC bijvoorbeeld geen vervolgingsbevoegdheid heeft, kan het strafrecht dit van de SEC overnemen.

In het vierde hoofdstuk staan het derde en vierde onderdeel van de onderzoeksvraag centraal. Allereerst wordt gekeken naar de verhouding tussen de positie van de Nederlandse en de Amerikaanse toezichthouder door de resultaten van hoofdstuk twee en drie naast elkaar te leggen. Vervolgens wordt de rol van het strafrecht vastgesteld bij de handhaving van effectentypische wetgeving in Nederland en in Amerika. Er volgt een opsomming van de verschillen en overeenkomsten van de Nederlandse en Amerikaanse effectentypische handhaving. Wanneer de drie gerechtelijke procedures naast elkaar worden gezet, kan geconcludeerd worden dat de Nederlandse effectentypische toezichthouder via het bestuursrecht het meest invloedrijk is. De rechtsculturele verschillen in ogenschouw nemend verschillen de bestuursrechtelijke bevoegdheden van de Autoriteit-FM niet veel van die van de SEC. Ondanks het verschil in vormgeving van de bestuursrechtelijke procedure lijkt het erop dat de Nederlandse wetgever de bevoegdheden van de SEC in haar eigen wetgeving overneemt of over tracht te nemen. Geconcludeerd wordt dat er een ontwikkeling zichtbaar is waarin de Nederlandse wetgever, waar het uitkomt, bevoegdheden van de Amerikaanse toezichthouder overneemt of tracht in te passen in ons continentaal rechtssysteem. Deze ontwikkeling zal hoogstwaarschijnlijk niet tot "Amerikaanse toestanden" – zoals een onevenredig sterke rechtspositie van toezichthouder ten opzichte van de vergunningsplichtige – in de Nederlandse effectenwereld leiden omdat niet alle bevoegdheden van de SEC overgenomen kunnen worden. Denk aan het ontnemen van wederrechtelijk verkregen voordeel. In Nederland is dit een strafrechtelijke sanctie en komt de toepassing hiervan niet de Autoriteit-FM, maar het Openbaar Ministerie toe. Een ander voorbeeld is de eerder genoemde ongelijke positie van de SEC in civielrechtelijke zaken.

Tot slot volgt het vijfde hoofdstuk waarin de rol van het strafrecht, bij de handhaving van effectentypische wetgeving, vanuit een ander invalshoek wordt bekeken. Uit de voorafgaande hoofdstukken is duidelijk

geworden dat het bestuursrecht de Nederlandse effectentypische toezicht-houders de meeste mogelijkheden biedt om op te treden tegen wetsovertreders. Dit lijkt erg op de Amerikaanse situatie. Verder is in deze studie duidelijk geworden dat het strafrecht toch een belangrijke rol speelt in de handhaving van effectentypische wetgeving; het heeft een vangnet-functie. Hoewel in deze studie is aangetoond dat het strafrecht zowel in Nederland als in Amerika voldoende afschrikwekkend is om als laatste redmiddel, als ultimum remedium, te dienen wanneer andere rechtsgebieden tekortschieten, wordt er in het vijfde hoofdstuk toch voor het daadwerkelijk minimaliseren van de inzet van het strafrecht – waar het effectentypische wetwetgeving betreft – gepleit. De inzet van het strafrecht kan vooral binnen de effectenwereld grote gevolgen hebben. De stigmatiserende werking van een strafrechtelijke procedure komt niet alleen voor bij de handhaving van effectentypische wetgeving, maar ook de gewone man van de straat kan er mee te maken krijgen. Dat neemt niet weg dat de stigmatisering binnen de effectenwereld voor de verdachte een dusdanig effect heeft dat overwogen moet worden of dit nog wel een als een bijkomend effect beschouwd mag worden en niet als vorm van vergelding. Op grond van een gematigd instrumentalistische opvatting waarin aan de rechtsbescherming een belangrijke rol is toebedeeld wordt het volgende afgevraagd: "Kan ervoor gepleit worden dat in effectentypische zaken die in de media breed zijn uitgemeten, de "straf" die door het stigmatiserend effect van een strafrechtelijke procedure al is opgelegd en de schade die het verdachte individu of de organisatie lijdt, evenredig lijkt te zijn aan het toegebrachte leed?" Uit dit onderzoek wordt de conclusie getrokken dat het strafrecht bij de handhaving van effectentypische regelgeving een afschrikwekkend effect kan hebben en een stigmatiserende werking op het verdachte individu of de verdachte organisatie. Verder is uit het onderzoek naar voren gekomen dat indien het bij effectentypische wetsovertredingen alsnog tot een strafproces mocht komen, één van de strafrechtelijke doelen te weten de vergelding, al voor aanvang van het onderzoek ter terechtzitting kan plaatsvinden. Daarom zou een rechterlijke veroordeling waar de gevolgen van voornoemd bijkomend effect van het strafrecht niet in zijn verdisconteerd, een dubbele vergelding of een onnodig zware leedtoevoeging tot gevolg hebben. Dit, en het gegeven dat een strafrechtelijke procedure binnen de Nederlandse en Amerikaanse financieel economische wereld als laatste redmiddel moet worden beschouwd, vormen de slotconclusie dat bij de handhaving van effectentypische regelgeving de toegevoegde waarde van het strafrecht gezien moet worden

als een vangnet. De handhaving van de effectentypische regelgeving zal hoofdzakelijk door middel van het recht waarbinnen de desbetreffende toezichthouder opereert – het bestuursrecht – moeten geschieden. Pas wanneer mocht blijken dat handhaving tekortschiet, dient – gezien de geopperde bezwaren –, wanneer er geen andere effectieve mogelijkheden zijn, het strafrecht ingezet te worden.

Summary

The *Clickfonds* affair has made it clear that inside the dynamic world of Dutch securities trading inadmissible practices occur from time to time. The Public Prosecutor's raid on the Amsterdam Securities Exchange (*Amsterdamse Effectenbeurs*) on 25 October 1997 raised quite a stir. Suddenly, the whole of the Netherlands was presented with an image by the media that Dutch bourses were a bastion of traders who did not shun dubious practices. We were familiar with this image in relation to the United States, where the US securities-related regulator, the Securities and Exchange Commission (SEC), keeps a close eye on the US trade in securities.

The raid on the (then) Amsterdam Securities Exchange prompted this research. The event has made it clear that the exchange world not only has to deal with security-related regulators mainly operating under administrative law, but also with the Public Prosecutor's Office with criminal law as its main focus. It will not have escaped attention that there is a third party, the injured investor, who may try to obtain justice through civil proceedings. It can be said, therefore, that this study touches on administrative, criminal and private law. This is especially evidenced by the principal thesis question, which reads as follows:

What is the position of the Dutch regulator(s) in enforcing securities legislation and how does it relate to that of the US regulator?;

What importance is attached in the two countries to criminal law?

The thesis question comprises the following four sub-questions:

1. *What is the role of the Dutch securities-related regulators in enforcing the relevant legislation?;*
2. *What is the role of the US regulator in enforcing securities-related legislation?;*
3. *What is the relation between the positions of the Dutch and US regulators?; and, finally,*
4. *What is the role of the criminal law in enforcing securities-related legislation in the Netherlands and the United States?*

Chapter I consists of an historical outline of Dutch securities trading as an introduction to the world of securities trading begins with the issue of shares in 1606 by the *Verenigde Oost-Indische Compagnie*, VOC, (Dutch East India Company) and ends with the dissolution of the Dutch Stock Exchange Association (*Vereniging voor de Effectenhandel*).

The position of the Dutch securities-related regulator(s) is subsequently discussed in the second chapter. It can be inferred from the principal thesis question that there are several securities-related regulators, namely the *Autoriteit Financiële Markten* (Financial Markets Authority) and the *Nederlandsche Bank* (Netherlands Central Bank). Both operate in the area of administrative law. A comprehensive inventory is made of the supervisory and enforcement powers of these securities-related regulators. A description of developments in relation to securities-related regulators from the 1914 *Beurswet* (Stock Exchange Act) until the 1995 *Wet toezicht effectenverkeer* (Securities Transactions (Supervision) Act), the *Wet toezicht beleggingsinstellingen* (Investment Institutions (Supervision) Act) and the *Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen* (Disclosure of Major Holdings in Listed Companies Act), the skeleton legislation, depicts the scope of current securities legislation. The picture becomes more focused when the author shows in what way the skeleton legislation has been transposed into implementation rules. An expose on the matter shows the influence of the skeleton legislation, in conjunction with the implementation rules, on the internal bourse rules. After the scope of the securities-related legislation, the scope of supervision, has been determined, the regulators themselves are discussed in the part dealing with enforcement. The author examines the powers conferred by the legislator on the Dutch Financial Markets Authority and the Netherlands Central Bank to enforce observance of the above legislation. As discussed earlier, securities-related violations may be combated with the aid of administrative, private or criminal law. A description of the means of enforcement in these areas concludes the second chapter. Although it can be inferred from this chapter that Dutch securities-related regulators, especially the Financial Markets Authority, have sufficient powers of enforcement, criminal law plays an important role in the enforcement of securities-related legislation. In order to arrive at an optimally honest and transparent securities market and protect the interests of (private) investors, the Financial Markets Authority has various administrative powers at its disposal. Among these are setting conditions for (juristic) persons that require a license, imposing

administrative fines, or revoking a license granted. In cases in which administrative action does not produce the desired result or where it has been so agreed under the law, the criminal law may step in and take over from the Financial Markets Authority.

In the third chapter, the author answers the second sub-question of the thesis pertaining to the role of the US regulator, the SEC, in enforcing securities-related legislation. An introduction to US law is followed by an outline of the SEC's history of origin. Subsequently, an inventory is made of US securities-related legislation, whereby the organisation of the second chapter is followed. The author first discusses US skeleton legislation, consisting of the *Securities Act*, the *Securities Exchange Act*, the *Public Utility Holding Company Act*, the *Trust Indenture Act*, the *Investment Company Act*, the *Investment Advisers Act* and the *Securities Investor Protection Act*. Subsequently, the American securities-related implementation rules are outlined. For the completeness sake, an inventory is made, as in the second chapter, of the securities-related rules derived from self-regulation. A description of the scope of US securities-related supervision is followed by a discussion of the scope of the enforcement powers of the SEC. In this chapter as well, three enforcement procedures are discussed, namely US administrative, civil and criminal procedure.

It may be equally concluded from US securities-related supervision that the securities-related regulator, the SEC, possesses sufficient enforcement powers under the law. As in the Netherlands, the criminal law plays an important role in enforcing securities-related rules and regulations in the United States. To optimally protect (private) investors, the SEC not only possesses a variety of administrative powers, but can even request the courts to apply private-law measures in federal civil proceedings, in which no equality of arms exists. In case of violation of US securities law, the SEC may set, for instance, conditions for licensees, impose fines, revoke licences granted and even deprive the party in question of unlawfully gained proceeds. Where administrative powers fail, because the SEC does not have the power of prosecution, the criminal law can step in and take over from the SEC.

The fourth chapter focuses on the third and fourth sub-question of the thesis. First, the relation between the position of the Dutch and the American regulator is examined by comparing the results of chapters

two and three. Subsequently, the author determines the role of the criminal law in enforcing securities-related legislation in the Netherlands and the United States. This is followed by a listing of the differences and similarities between Dutch and US securities-related enforcement. By setting off the three legal procedures, it is concluded that the Dutch securities-related regulator can exert more influence through administrative law. When the legal-cultural differences are observed, the administrative powers of the Financial Markets Authority are not much different from those of the SEC. In spite of the difference in form of administrative procedure, it seems that the Dutch legislator introduces into its legislation powers held by the SEC or attempts to introduce them. The author concludes that there is a development in which the Dutch legislator, where convenient, adopts the powers of the SEC or attempts to fit them into our continental legal system. This development will most probably not lead to “American scenes” in Dutch securities trading—such as a disproportionately powerful legal position of the regulator as opposed to the licensee—, since not all the powers held by the SEC may be adopted. One example is the deprivation of unlawfully gained proceeds. In the Netherlands, this is a punishment under the criminal law and its application is reserved for the Public Prosecutor’s Office, not the Financial Markets Authority. A second example is the unequal position of the SEC in private-law cases.

Chapter five concludes the dissertation. It examines the role of the criminal law in enforcing securities-related legislation from a different perspective. From the preceding chapters it has become clear that administrative law offers the Dutch securities-related regulators the most possibilities to act against offenders. This resembles the American situation very closely. Furthermore, it has become clear in this study that the criminal law nonetheless plays an important role in enforcing securities-related legislation; it serves as a safety net. Although the study has demonstrated that criminal law in both the Netherlands and the US is a sufficient deterrent, serving as the *ultimum remedium*, a last resort, where other legal areas fail, in the fifth chapter, the author advocates minimum use of the criminal law in cases of securities-related violations. Application of the criminal law may have grave consequences for securities trading. The stigmatising effect of criminal proceedings does not only occur in enforcement of securities-related legislation; the very man in the street may be affected by it. It does not alter that the effect that such stigmatisation within the securities trade has on the alleged

offender may be such that it ought to be established whether this is in indeed an additional consequence and not a form of retribution. Departing from a moderate instrumentalist view, which assigns an important role to legal protection, the author poses the following question: 'Can it be argued that, in well-published securities-related cases, the "punishment" that is anyhow imposed as a result of the stigmatising effect of criminal proceedings -the damage suffered by the suspected individual or organisation- is proportionate to the injury inflicted?' On the basis of this study, the author concludes that, in enforcing securities-related legislation, the criminal law may serve as a deterrent and have a stigmatising effect on the suspected individual or organisation. The investigation also shows that one of the objectives of the criminal law, retribution, may already materialise before the case is investigated by the court, should criminal proceedings be instituted after all. For this reason, a conviction that fails to factor in the consequences of the above additional effect of the criminal law, would constitute double retribution or inflict unnecessarily harsh injury. This, and the fact that criminal proceedings in the Dutch and US financial-economic world must be seen as a last resort, lead to the author's final conclusion that, in enforcing security-related legislation, the criminal law must be seen as a safety net having added value. Security-related regulations will mainly have to be enforced through the law under which the regulator operates, administrative law. In view of the objections discussed by the author, the criminal law should only be applied where administrative enforcement has failed.

Aangehaalde literatuur

- Albers, C.L.G.F.H., Rechtsbescherming bij bestuurlijke boeten; balanceren op een magische lijn?, dissertatie UM, Sdu Uitgevers B.V., Den Haag, 2002.
- Allan Farnsworth, E., An introduction to the legal system of the United States, Oceana Publications Inc., New York, U.S.A., 1996.
- Amsterdamse Effectenbeurs, Beurs en effecten: de beurshandel en de vormen van beleggen, uitgeverij Contact, Amsterdam/Antwerpen, 1993.
- Baauiw, P.J., Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht, oratie RUU, Gouda Quint, Deventer, 1999.
- Bianchi, H., Stigmatisering, Kluwer, Deventer, 1971.
- Bianchi, H. en Swaaningen R. van, Abolitionism: towards a non-repressive approach to crime: proceedings of the second international conference on prison abolition Amsterdam 1985 uit de serie: Juridische reeks Vrije Universiteit; nr. 3, Amsterdam, 1986, Free University Press.
- Boxum, J.L., J. de Ridder en Scheltema, M., Zelfstandige bestuursorganen in soorten; verslag van een onderzoek naar de praktijk van zelfstandige bestuursorganen, in opdracht van het Ministerie van Binnenlandse Zaken, Kluwer, Deventer, 1989.
- Braithwaite, J. en Drahos, P., Global Business Regulation, Cambridge University Press, 2000.
- Brants, C.H., Mevis, P.A.M. en Prakken, E. (red.), Legitieme strafvordering; rechten van de mens als inspiratie in de 21^{ste} eeuw, Intersentia Rechtswetenschappen, Antwerpen-Groningen, 2001.
- Campbell, D. en Hepperle, W., The U.S. Legal System: a practice handbook, The Hague, Martinus Nijhoff Publishers, 1983.

- Clark, D.S. en Ansay, T., *Introduction to the Law of the United States*, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, The Netherlands, 1992.
- Committee on Pattern Jury Instructions District Judges Association fifth Circuit, *5th Circuit Pattern Jury Instructions: criminal cases*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1997.
- Corstens, G.J.M., *Een stille revolutie in het strafrecht; afscheidsrede* Katholieke Universiteit Nijmegen, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1995.
- Corstens, G.J.M., *Het Nederlandse Strafprocesrecht*, 2002, vierde druk, Kluwer, Deventer, 2002.
- Cross, D.H. en Diephuis, J.H., *De Amsterdamse effectenbeurs uit: de serie Bank- en Effectenrecht dl. 15*, Kluwer B.V., Deventer, 1988.
- Cross, D.H., *De regulering van de effectenhandel; recente ontwikkelingen*, TVVS, 1992, nr. 92/3.
- Cross, D.H., *De opkomst van een rechtsgebied*, Lustrumbundel 1997 Vereniging voor Effectenrecht, Vennootschaps- en Rechtspersonenrecht, deel 58 uit de Serie monografieën vanwege het Van der Heijden-instituut te Nijmegen, Kluwer, Deventer, 1997.
- Davis, J.P., *Corporations: A Study of the Origin and Development of Great Business Combinations and their Relations to the Authority of the State*, Capricorn books, New York, 1961.
- Dijk, J.M. van, *Wet toezicht effectenverkeer 1995; artikelgewijze commentaar in de serie Tekst & Commentaar, deel Ondernemingsrecht*, Kluwer, Deventer, 2000.
- Doelder, H. de, Meijer, M.E. de en Otto, D., *De bestuurlijke boete in perspectief*, in: SI-EUR-reeks, dl. 20, Gouda Quint, 1999.
- Doorenbos, D.R., *Misbruik van voorwetenschap als economisch delict*, TVVS, 1989, nr. 89/12.

- Doorenbos, D.R., Financieel Strafrecht; een studie inzake strafrechtelijk gesanctioneerde voorschriften uit de bank- en effectenwetgeving, dissertatie KUN, Kluwer B.V., Deventer, 1992.
- Driel, M. van, Zelfregulering, hoog opspelen of thuisblijven, dissertatie RUU, Kluwer, Deventer, 1989.
- Eisma, S.E. en Schlingmann, F.M., Kroniek van het effectenrecht, NJB, 8 maart 2002, jrg. 77.
- Eisma, S.E., De verbouwing van het Nederlandse effectenrecht, NJB, 15 november 2002, jrg. 77.
- Enschedé, Ch.J., Beginselen van het strafrecht; bewerkt door Rüter C.F. en Stolwijk S.A.M., 8^{ste} druk, Kluwer, Deventer, 1995.
- Everett, P.I., Legal Secretary Federal Litigation, 4th edition, 1997, James Publishing Inc.
- Fisse, B. en Braithwaite J., The impact of publicity on corporate offenders, State University Press, Albany, 1983.
- Franken, A., Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving -recente ontwikkelingen in: Vennootschap & Onderneming, afl. 5, mei, 1999.
- Garner, B.A., Black's Law Dictionary, West Group, 3^{de} druk, 1996.
- Gellhorn, E. en Levin, R.M., Administrative Law and Process in a nutshell, West Group, St. Paul: Minnesota, 1997.
- Goffman, E., Stigma, notes on the management of spoiled identity, Penguin Books Ltd., Harmondsworth, Middlesex, England, 1981.
- Goffman, E., Totale Instituties, 3^e druk, Universitaire Pers, Rotterdam, 1994.

- Grafman, S.W., Adelman, R.M. en Plaza, C.E., *Criminal Enforcement of the Securities Laws: A Primer for the Securities Practitioner* in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997.
- Grinten, W.C.L. van der en Asser, *Vertegenwoordiging en rechtspersoon, de rechtspersoon*, Zwolle, 1991.
- Grinten, W.C.L. van der, Kortman S.C.J.J. en Perrick, S., *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving: preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994*, Kluwer B.V., Deventer, 1996.
- Grundmann, C.M., *Wet toezicht effectenverkeer 15 juni 1992 in werking*, Nieuwsbrief bedrijfsjuridische berichten, 29 mei 1992, nr. 11.
- Grundmann-Van de Krol, C.M., *Recente wetgeving effectentransacties*, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1995.
- Grundmann-Van de Krol, C.M. en Van den Ingh, F.J.P., *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, Kluwer B.V., Deventer, 1996.
- Günst, H.W., *115 jaar Vereniging voor de Effectenhandel uit: Trommelpapier*, Beursdata B.V., 1991.
- Hart, A.C. 't en Foqué, R., *Instrumentaliteit en rechtsbescherming; grondslagen van een strafrechtelijke waardendiscussie*, Gouda Quint bv, Arnhem en Kluwer Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1990.
- Hart, A.C. 't, *Totale instituties en het totalitaire; beschouwing bij de aanbidding van een bundel over 'Rechtsbescherming en totale instituties aan Prof. Mr. C. Kelk bij zijn vijftigste verjaardag, uitgesproken te Utrecht op 22 oktober 1993 door A.C. 't Hart*, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1993.

- Hart, A.C. 't, Hier gelden wetten!- over strafrecht, Openbaar Ministerie en multiculturalisme , in: Meijers-reeks, dl. 35, uitgave in samenwerking met het E.M. Meijers Instituut, Instituut voor Rechtswetenschappelijk Onderzoek, Gouda Quint, Deventer, 2001.
- Hartmann, A.R., De wettelijke regeling van de bestuurlijke boete naar vorm en inhoud, in: Doelder, H. de, Meijer, M.E. de en Otto, D., De bestuurlijke boete in perspectief, in: SI-EUR-reeks, dl. 20, Gouda Quint, 1999.
- Heuvel, G.A.A.J. van den, Een criminologische agenda voor strafrechthervorming in de bundel Legitieme strafvordering; rechten van de mens als inspiratie in de 21^{ste} eeuw, Intersentia Rechtswetenschappen, Antwerpen-Groningen, 2001.
- Heuvel, G. van den, boekbeschuwing van C.H. Brants, *Over levende gedachten. De menselijkheid van een functioneel strafrecht* en van P.J. Baauw, *Eerlijke berechting en bijzonder straf(proces)recht*, RM Themis, nr. 5, 2000.
- Heijden, van der E.J.J., De ontwikkeling van de naamloze vennootschap in Nederland vóór de codificatie, dissertatie Universiteit Utrecht, uitgeverij Van der Vecht, Amsterdam, 1908.
- Hillen, J.L.S.M., Effectenwetgeving: dl. 143-II Schuurman & Jordens Nederlandse wetgeving, Tjeenk Willink, Deventer, 1997.
- Hulsman, L.H.C. met medewerking van Bernat de Celis, J. en Smits, H., Afscheid van het strafrecht: een pleidooi voor zelfregulering, Het Wereldvenster, Houten, 1986.
- Jörg, N., Strafbare rechtspersonen in Amerika; corporaties en hun functionarissen in het Amerikaans strafrecht in rechtsvergelijkend perspectief, Gouda Quint B.V., Arnhem, 1990.
- Jörg, N. en Kelk C., Strafrecht met mate, Samsom H.D. Tjeenk Willink, Alphen aan de Rijn, 11^{de} druk, 2001.

Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997.

Korthals-Altes, J.Ph., *De Amsterdamse effectenbeurs op een nieuwe koers; voorstellen van de Commissie Herziening Beursstructuur, mede houdende een voorstel tot wijziging van de Statuten van de Vereniging voor den Effectenhandel*, Beleidsnota, 1972.

Kraaiveld, C.J. en Nieuwenhuyzen, W.J.M. van den, *Wet Effectenhandel*, WPNR, nr. 5786, 24 mei 1986.

Lang, N.S. en Lipton, R.J., *Litigating Administrative Proceedings: the SEC's increasingly important enforcement alternative in:* Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997.

Levi, M., *Regulating Fraud; white-collar crime and the criminal process*, Tavistock publications, London and New York, 1987.

Lissenberg, E., Ruller, S. van en Swaaningen R. van, *Tegen de regels IV; een inleiding in de criminologie*, Ars Aequi Libri, Nijmegen, 2001.

Luyn, M. van, *Wet toezicht effectenverkeer 1995*, Vennootschap en Organisatie, afl. 2, februari 1996.

Maletta, J.B., *Litigating SEC Injunctive Actions in:* Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997.

Maletta, J.B. en Lang, N.S., *Sanctions and Collateral Consequences: The Stakes in SEC Enforcement in:* Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., *The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies*, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997.

McClure e.a., *Federal Regulatory Directory*, 8th edition, Washington D.C., 1997.

Meijer-Wichmann, C., Tegen de heerschende opvattingen omtrent misdaad en straf, uit: uitgave van het Comité van Actie tegen de bestaande opvattingen omtrent Misdaad en Straf, 3^{de} druk, Rotterdam, 1924.

Mok, M.R., Regulering effectenhandel, TVVS, nr. 85/1, 1985.

Mok, M.R., Toezicht effectenverkeer (I), TVVS, nr.3, 1989.

Mok, M.R., Toezicht effectenverkeer (II), TVVS, nr. 89/4, 1989.

Mok, M.R., Toezicht effectenverkeer, TVVS, nr. 92/7, 1992.

Mulder, P.A.W. mr drs, Het internationale toezicht: IOSCO, in de bundel Financiële integriteit, normafwijkend gedrag en (zelf)regulering binnen het financiële stelsel, Gouda Quint bv, Arnhem, 1995.

Nieuwsbrief Autoriteit-FM, InZicht, jrg. 1, nr. 2, 2002, p. 4.

Nus, J.G.L. van, Overheidstoezicht op afstand; verzelfstandiging van toezichthoudende taken naar zelfstandige bestuursorganen verkend; dissertatie RUL, MAKLU: Ius Commune reeks, 1995.

Peters, A.A.G., Het rechtskarakter van het strafrecht, oratie RUU, Kluwer, Deventer, 1972.

Philips, R.M., Reichardt, G.R. en Missal, M.J. en Lipton, R.J., SEC investigation: The Heart of SEC Enforcement Practice in: Kirkpatrick and Lockhart L.L.P., The Securities Enforcement Manual: tactics and strategies, The American Bar Association, Chicago, Illinois, 1997.

Pointer, L.G. en Schroeder, R.G., An introduction to the Securities and Exchange Commission, Plano, Texas, 1986, Business publications inc..

Polak, L., Hegel's leer der straf, oratie Rijksuniversiteit Leiden, J. Emmering, Amsterdam, 1925.

- Rank, W.A.K, Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE), Nieuwsbrief bedrijfsjuridische berichten, 7 maart 1989.
- Rank, W.A.K., Wet Toezicht effectenverkeer: een nieuwe lente, een nieuw geluid?, Nieuwsbrief bedrijfsjuridische berichten, 13 juni 1989.
- Ratner, D.L., Securities Regulation in a nutshell, St. Paul Minnesota: West Publishing Co., 1982.
- Reijntjes, J.M., Mr A. Minkenhof, de Nederlandse Strafvordering, 9^{de} druk, Kluwer, Deventer, 2002.
- Remmelink, J., Mr. D. Hazewinkel-Suringa's Inleiding tot de studie van het Nederlandse strafrecht, 15^{de} druk, Deventer, Gouda Quint, 1996.
- Rogier, L.J.J., Straffend Bestuur, oratie EUR, Gouda Quint, 2001.
- Roos, Th. de, Economische mededinging en witteboordencriminaliteit; enkele opmerkingen over de criminalisering van anti-trust en kartelwetgeving in de serie strafrecht en criminologie, deel 3, Ars Aequi Libri, Nijmegen, 1984.
- Roos, Th.A. de, Strafbaarstelling van economische delicten; een crimineel-politieke studie, dissertatie RUU, Gouda Quint B.V., 1987.
- Russen Groen, P.M. van, Rechtsbescherming in het bestuursstrafrecht, dissertatie EUR, Gouda Quint, 1998.
- Salet, R., persbericht Ministerie van Financiën nr. 96/208, d.d. 20 december 1996.
- Schlingmann, F.M., Tien jaar effectenrecht II, De Naamloze Vennootschap, april 1996, nr. 73/4.
- Schreuder, C.A., Publiekrechtelijke taken, private personen, dissertatie RUG, Deventer 1994.

- Simon, W., International Securities Regulation: United States booklet 1, Oceana Publications inc., april 1994.
- Skousen, K.F, An introduction to the SEC, Cincinnati, South-Western publishing Co., 1987.
- Slagter, W.J., Het fonds CSM uit de beursnotering?, TVVS, 1994, nr. 94/12.
- Spronken, T., Verdediging, een onderzoek naar de normering van het optreden van advocaten in het strafrecht, dissertatie UM, Gouda Quint B.V., 2001.
- Stolwijk, E., Functioneel OM zal beschikbare capaciteit beter kunnen benutten, *Opportuun*, 8^{ste} jaargang, nr. 6, februari 2002.
- Stroink, F.A.M., Het leerstuk der deconcentratie; uit de serie bestuurlijke verkenningen nr. 27, dissertatie RUU, Vuga boekerij, 's-Gravenhage, 1978.
- Stroink, F.A.M. en Steenbeek, J.G., Inleiding in het staats- en administratiefrecht, Samsom, 3^{de} druk, H.D. Tjeenk Willink, Alphen aan den Rijn, 1989.
- Stroink, F.A.M. en Nus, J.G.L. van, Bestuursrechtelijke consequenties van privatisering, in: *Privatisering; themanummer Stichting & Vereniging*, mei/juni, nr. 3, 1994.
- Vega, D.J. de la, *Verwarring der verwarringen (1688): vertaling van Confusion de Confusiones*, vertaald door G.J. Geers, Martinus Nijhoff, 's-Gravenhage, 1939.
- Viering, M.L.W.M., Het toepassingsgebied van artikel 6 EVRM, dissertatie KUN, W.E.J. Tjeenk Willink i.s.m. NISER, Zwolle, 1994.
- Vries, J. de, Een eeuw vol effecten: Historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs 1876 - 1976, 1^e druk, B.V. Kunstdrukkerij Mercurius, Wormerveer, 1976.

Vries, J. de en Damen, E., Een eeuw vol effecten, 2^e druk, Amsterdam, 1986.

Vries, J. de, Damen E., Kamp, K. en Berger, J., 120 jaar beurshandel in vogelvlucht: Vereniging voor de Effectenhandel 1876 – 1996, Joh. Enschedé, Amsterdam, 1998.

Vromans, M., De bijzondere opsporingsdiensten en de bijbehorende vakdepartementen krijgen binnen enkele maanden een centraal aanspreekpunt: het Functioneel OM (FOM). Wat zijn de verwachtingen van dit nieuwe parket? Twee reacties, *Opportuun*, 8^{ste} jaargang, nr. 6, februari 2000.

Wijk, H.D. van en Konijnenbelt, W., Hoofdstukken van administratief recht, 7^{de} druk, 2^{de} oplage, Lemma B.V., Utrecht, 1991.

Wijk, H.D. van, Konijnenbelt, W. en Van Male, Hoofdstukken van bestuursrecht, 11^{de} druk, Den Haag, 1999.

Wind, E. de, De Wet effectenhandel in de praktijk, De Naamloze Vennootschap, nr. 69/4, april 1991.

Windcott, H., The Stock Exchange, Sampson low, London, 1946, p. 2.

Zijlstra, S.E., Zelfstandige bestuursorganen in een democratische rechtsstaat, dissertatie EUR, Den Haag, 1997.

EHRM jurisprudentie:

Engel and others, EHRM 8 juni 1976, NJ 1978, 705.

Minelli vs. Zwitserland, EHRM 25 maart 1983, NJ 1986, 698 m.n.
E.A. Alkema

Öztürk, EHRM 21 februari 1984, NJ 1988, 937.

Lutz, EHRM 25 augustus 1987, NJ 1988, 938.

Barbera, Messegue en Jabardo vs. Spanje, EHRM 6 december 1988, Series A, nr. 146.

Funke, EHRM d.d. 25 februari 1993, NJ 1993, 485.

Saunders, EHRM 17 december 1996, NJ 1997, 699.

HR

HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662.

HR 19 december 1995, NJ 1996, 249 (Zwolsman)

RB Amsterdam

President Rechtbank Amsterdam, 2 maart 1995, KG 1995, nr. 204.

Rb Amsterdam, 22 juni 2001, parket/zaaknr. 13/129200-97

(Leemhuis & Van Loon Vermogensbeheer B.V.; niet gepubliceerd)

USA jurisprudentie

SEC v. Savoy Industries Inc., 587 F.2d p. 1168 (2nd circuit 1978)

Borg-Warner v. F.T.C., 746 F.2d 108 (1984)

SEC v. First City Financial Corporation Ltd., 890 F.2d 1215, 1228
(D.C. circuit 1989)

SEC v. Steadman, 967 F. 2d p. 636 (D.C. circuit 1992)

Checkosky v. SEC, 23 F.3d 452 (D.C. circuit 1994) Checkosky I;

Johnson v. SEC, 87 F.3d 484 (D.C. circuit 1996)

SEC v. Lorin 76 F.3d 458 en 462 (2nd circuit 1996)

SEC v. Sprecher, 1996, u.s. app. lexis 10795 (dc circuit 1996).

Checkosky v. SEC 139 F.3d 221 (D.C. circuit 1998) Checkosky II.

initial decision David J. Checkosky & Norman A. Aldrich d.d. 26
augustus 1992.

initial decision re Sky Scientific d.d. 5 maart 1999, 1999 WL 114405
(S.E.C.)

Initial decision re Warren G. Trepp d.d. 18 augustus 1997.

prehearing ruling Joel Zbar d.d. 18 maart 1994, release no. 425, 28
april 1994, 56 SEC Docket, 1784.

Trefwoordenregister

- Aangifte 182
aanvullende rechtsbronnen 225
accounting and disgorgement 270,
279
actiën 2
– handel 2
actionisten 2, 3
actoren 84
adjudicatory
– hearings 265
– proceedings 265
administratief beroep 324
administratieve
– (hoor)zittingen 210
– agencies 211
– agentschap 211
– hoorzittingen 265
– organisatie 94, 141
– procedure 264-286, 322-327
– rechter 325
– sancties 275
administrative
– agency 265
– fines 280
– rules 218
– tribunals 210
Administrative Law Judge (ALJ) 211,
265
Administrative Procedure Act (APA)
267
adviescommissies 104
AEB 86
AEX N.V. 102, 103
AEX
– effectenbeurs 103
– effectenbeursreglementen 112
– optiebeurs 103
afdeling
– Corporation Finance 248
– Enforcement 251-264
– Investment Management 250
AIDA 115
algehele herziening effectenwetgeving
52, 65, 69
Algemeen Beurscomité 6
algemeen geldende reglementen 105
Algemeen-Beurscomité voor Publieke
Fondsen 5
algemene beginselen van behoorlijk
bestuur 346
algemene vergunningenstelsel 73
Algemene Wet inzake Rijksbelastingen
(AWR) 184
Amerikaans recht 204, 206
recht(systeem) 206
Amerikaanse
– effectenverkeer 205 e.v.
– effectenwetgeving 216-246
– legislatieve hiërarchie 219
Amsterdamse Effectenbeurs 30
Amsterdam Exchanges N.V. 86, 102
Amsterdam Securities Trading-system
(ASSET) 115
Amsterdamse effectenbeurs (AEB) 25,
54, 86, 99
ancillary reliefs 288
animateur 122
anti-fraud measurements 217
anti-trust acts 214
aspirant-lid 100
ASSET 115
Attorney General 300
Automatic Interprofessional
Dealingsystem Amsterda 115
Autoriteit Financiële Markten 39
Autoriteit-FM 43, 74, 75, 77, 78, 80,
124, 125, 138-144, 182, 205
AWR 184

Bauw 339, 340
balance of probability 304
bandbreedte 68, 69, 178
banken 87
banken en effectenkredietinstellingen
(EKI) 94

- bedrijfs
 - groep 14, 15
 - leden 50, 89, 91, 93, 100
 - lid 93, 101
- belangrijkste
 - civielrechtelijke bevoegdheden 328
 - strafrechtelijke bevoegdheden 330
- beleggingsinstelling 44, 69, 73, 81, 82, 148
- beleggingsmaatschappij 69, 222, 223, 148
- beleggingsportefeuille 67
- bescherming van de beleggers 70
- besloten kring 56, 71
- Besluit Politieregisters 124
- Besluit toezicht beleggingsinstellingen 80-83
- Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte'95) 75-78
- bestuurlijke
 - boete 165
 - informatieverzorging 94
- bestuursleden 87
- bestuursrechtelijk
 - handhavinginstrument 170
 - procedure 153-171, 200, 322-327
 - sanctierecht 345
 - sancties 345
- betrouwbaarheid 81, 82
- betrouwbaarheidsvereiste 203
- beunhazen 4
- beurs van Berlage 8
- beurs van Hendrick de Keyser 4
- beurs
 - actoren 37
 - bestuur 237
 - eigen regels 86, 136
 - employes 89
 - erkenning 96
 - gemachtigde 89, 109
 - handel 1, 37, 46
 - houder 102
 - krach 30
 - leden 15, 35, 50, 89
 - lid 96
 - noteringen 237
 - structuur 29
 - voorschriften 12
 - voorschriften 1940 51
- Beurswet 45
- Beurswet 1914 12, 46, 129
- Beurszigt 5
- bevoegdheden STE 143
- beyond a reasonable doubt 304
- bezwaarschriftprocedure 168
- bijkomende
 - effect XIV-XXXI
 - sancties 288, 292
 - straffen 196
- bijzondere
 - controles 121
 - strafwetgeving 183
- bill of indictment 304
- binnentreden woning 187
- blue sky laws 214
- boete
 - categorieën 295
 - functionaris 325
- boilerrooms 192, 193
- bookbuildingssysteem 33
- Btb 81
- Bte'95 77
- buitenbeurshandel 13, 18, 19, 41
- buitengewone bedrijfsleden 50, 89, 92, 101
- Capital Adequacy Directive (CAD) 58, 95
- cautie 167
- CB 129
- Cease and Desist order 270, 274
- Centrum voor Fondsenadministratie 18
- certiorari jurisdiction 212
- Checks and Balances 206
- churning 192
- circuit courts 211
- civiele
 - aansprakelijkheid 217
 - geldboete 280-282
 - injunctionprocedure 272, 287
 - procedure 202

- civielrechtelijk(e)
 - proces 265
 - maatregelen 198
 - procedure 171-178, 202, 287-300, 327-329
- civil monetary penalties 280
- Clayton Act 214
- clearing- en settlementprocedures 242
- Clickfonds 121
 - zaak 342
- Code of Federal Regulations (C.F.R.) 225
- collateral consequences 291
- collectief beleggen 70
- Collegie tot Nut des Obligatiehandels 4
- commissaris voor de notering 96
- commissie
 - aandelenhandel 104
 - agrarische producten 104
 - options & futures 104
 - primaire markt 104
- commissionair 9, 45, 87
 - sbedrijf 9
 - sdwang 14
- commune strafrecht 183, 197
- compliance 120
- Compliance Inspections and Examinations 250
- consent order 273
- conspiracy 313
- constitutie 207, 211
- consument 42
- consumenten
 - advisering 44
 - informatie 44
 - krediet 44
 - kredieten 141
- Controle
 - en naleving 119
 - en naleving interne regels 99
 - afdeling 134
 - bevoegdheden 109
 - bureau (CB) 22, 23, 86, 99, 101, 129
 - reglement 99
- Corporation Finance 250
- court reporter 256
- criminal charge 166-167, 345
- Daghandelaar/floorbroker 95
- daily haircut 192-193
- De la Vega 2
- De Nederlandsche Bank N.V. 44, 73, 144-149, zie DNB
- Delegatiebesluit 77
 - Wet toezicht effectenverkeer 1995 77
- Department of Justice 255, 300
- deskundigheid 81, 82
- dienstverlening 196
- directoraat toezicht van DNB 146
- disciplinaire straf 234, 238
- disclosure 217, 230
- district courts 211
- Division of Market Regulation 249
- DNB 38, 43, 74, 77, 124-125, 128, 144-149, 321, zie *De Nederlandse Bank N.V.*
- dochtermaatschappijen 229
- doelen 335
- dwingend overheidsoptreden 12
- ECD 205
- economisch delict 66, 74, 176
- Economische Controle Dienst (ECD) 51, 132
- economische delicten 50
- eerlijk proces 166, 345
- eerlijke berechting 340
- Effectenclearing N.V. 17
- effecten
 - bedrijf 101
 - beurzen 102
 - fraude 47
 - instellingen 77
 - regelgeving 84, 316
 - transacties 49, 108
- effectentypische
 - handhavingproces 335 e.v.
 - regelgeving 232, 235 e.v.
 - toezichthouders 335 e.v.
- EG-richtlijnen 59
- EKI 94
- Enforcement 250
- enforcement onderzoek 252, 255-264

- Enron 340, 341
equality of arms 337
equitable 287
 – remedies 292
equity 265
erkenning beursbedrijf 85
ernstige bezwaren 202
Euronext 121
 – Amsterdam N.V. 86, 123
 – Brussel 123
 – Paris 123
Europese éénwording 32
Europese Unie 58
EVRM 165-169, 200, 338, 345
exclusive jurisdiction 212
execution by media 339
executive orders 218
externe
 – openbaarheid 338
 – regelgeving 37, 45, 74-83, 225-232
 – regels 96
 – toezichthouder 124, 247

Fair hearing 166
fair trial 345
false statements 310
federal
 – administrative agency 225
 – administrative rules and regulations 225
 – statutes 218
Federal Criminal Code 307
Federal Rules of Civil Procedure (FRCP) 287
Federal Trade Commission Act 214
federale
 – effectenwetgeving 218
 – kaderwetten 219, 246
 – rechtbank 210-211
 – United States Attorney 299
 – wetgever 214
 – wetgeving 205
 – wetten 211
Financial Services Act 40
financiële
 – bijsluiter 44, 141
 – delicten 342
 – instellingen 77
 – sector 42, 70
 – toezichthouder 42
 – waarborgen 49, 70, 81, 91, 149
 – wereld 339
FIOD-ECD 153
Floorbrokers 91, 95
FOM 179-185, zie *Functioneel Openbaar Ministerie*
formal investigation 256
formeel onderzoek 256
formele
 – effectenrecht 246
 – procedure 256
Fraud 310
 – and false statements 310
fraudezaken 339
frontrunning 192
FT 102
FTA 102-103
FTC 219
functiescheiding 20, 170, 327
Functioneel Openbaar Ministerie 179, zie *FOM*
functioneel toezichtsmodel 42, 76
fusie 32

Gebrekkige ontwikkeling 196
gedrags
 – regels 108
 – toezicht 42
 – toezichthouder 64
geheimhoudingsplicht 101
gekwalficeerde deelneming 64
geldboete 196
gematigd instrumentalisme 336
general rules 226
georganiseerde
 – handel in effecten 4
 – handelaren 6
geregistreerde
 – clearingorganisatie 242-244
 – nationale effectenorganisaties 238-242
gevangenisstraf 196
Grand Jury 304
grondslagen 335

Handel in effecten in Nederland 1 handels

- portefeuille 67
- regels 37
- voorschriften en 89

handhavingsprocedures 153-204,
264-320

harmonisatie 58

- en unificatie 122
- richtlijnen 59

HCS-zaak 342

hearing officer 211

hechtenis 196

herstellende sancties 269

herstructurering 31

- van de beurzen 35

herziening effectenwetgeving 45

hoek

- lieden 87
- mannen 9, 91
- mansbedrijven 94

hoofdstraffen 196

hoorzitting 248

Huis van Afgevaardigden 206

IAA 219

ICA 219

ICBE-

- instellingen 70
- richtlijn 70

impeachment procedure 208

indicatoren 187

indictment 304

informal investigation 256

informatie

- verplichting 75
- verschaffing 81

informeel onderzoek 256

infraction 309

initial decision 268, 275

initiele meldingsplicht 66

injunction 288

Insider Trader Penalties 297

inspectie 252

- onderzoek 252

inspection staff 252

instellen van onderzoeken 100

Instituut voor de Effectenhandel (IIE)
22

Interdealer-broker 91, 95

International Organisation of
Securities Commissio 149

internationalisering 17, 27, 29, 53,
54

interne

- controle 93, 94
- openbaarheid 338
- organisatie 237
- regelgeving 37, 84-123, 232
- structuur van de SEC 249

interstatelijke wetgeving 216

intrekken van een vergunning 153,
160

introductie Amerikaans recht 206

Investment Advisers Act 219, 224

Investment Company Act 219,
222-223

Investment Services Directive (ISD)
58

inwinnen van inlichtingen 100

IOSCO 117, 149-153

- werkgroepen 151

ISD 58

ITSA 292

IVBPR 345

Kader

- wetgeving 45, 218
- wetten 45-52, 74, 83, 229

Kas-Associatie 27

kassiersmaatschappijen 9

knowingly 310

koersmanipulatie 116, 213

Koopmansbeurs 4, 8

krach 30, *zie beurskrach*

kredietinstellingen 77

kwalificatie 189, 191

Laatste redmiddel 336

last onder dwangsom 153

laundering of monetary instruments
314

ledenreglement 91, 93, 96

liquiditeit 82, 100

liquidity provider 122

- Maatregelen 196
– bij de rechtbank 173-176
machtscheiding 208
mail and wire fraud 311
Maloney Act 238
Marketregulering 250
marktwerking 238
media 336
– sanctionering 342
mediatisering 336
meineed 309
meldingsplicht 69, 178
misbruik van voorwetenschap 30, 52,
92, 129
modelcode 30
modernisering effectenverwerking 17
MUI-zaak 254
Municipal Securities Rulemaking
Board (MSRB) 233, 244-246
- Nadere regeling toezicht
effectenverkeer 1999 75, 77-80
NASD 241
NASDAQ 241
National Association of Securities
Dealers (NASD) 241
national securities association 239
nationale
– effectenbeurzen 234
– landsgrenzen 85
– organisatie van
effectenhandelaren 240
ne bis in idem 161, 319
NECIGEF 28
Nederlandse
– effectenverkeer 37
– effectenwetgeving 44
– ICBE's 73
– Organisatie van het
Effectenbedrijf 15
negatieve indicatoren 302
NEKI 94
nemo tenetur 319
neveneffect 336-343
New York Stock Exchange (NYSE)
15, 235
niet-beursleden 87
niet-effecten kredietinstellingen
(NEKI) 94
niet-georganiseerde handelaren 7
niet-georganiseerden 6
Nieuwe Handel-Sociëteit 5
no-action letters 231
NOE 16
noteringssysteem 241
Nrte'92 127
Nrte'95 77
Nrte'99 75, 77, 78, 80
- Obligaties 3
obligatory appellate jurisdiction 212
obstruction of justice 307, 313
Office of Applications 249
onafhankelijkheids
– richtlijn 95
– vereiste 92
Onderzoek afdeling Enforcement 260
ongereguleerde effectenhandel 238
onrechtmatige
– daad 176-178, 329
– daadactie 173, 176-178
ontneming van wederrechtelijk
verkregen voordeel 292
onttrekking aan het verkeer 196
ontzetting rechten 196
Openbaar Ministerie 132, 179
openbaarmaking(s) 197
– van het vonnis 196
– plicht 65, 68, 137
opportuniteitsbeginsel 180, 322
ordenend overheidsoptreden 12
organisatiestructuur Amsterdam
Exchanges N.V. 34, 103
organisatiestructuur Amsterdamse
effectenbeurs 34
organogram Autoriteit-FM 142
organogram SEC 251
original jurisdiction 212
over-the-counter handel (OTC) 220,
238
overheids
– inmenging 11
– interventie 45
– regulering 85

Overzicht (administratieve)
bevoegdheden 323

Pan-Europese effectenbeurs Euronext

N.V. 121, 123

particuliere belegger 58

partij 2

pensioenfondsen 141

perjury 259, 309

permanent injunction 288

pink sheet fraud 192

plaatsing psychiatrisch ziekenhuis 196

politieke controle 210

portie 2

(potentiële) beleggers 85

pre-trial diversion 302

preliminary

– injunction 288

– inquiry 254

– investigation 256

preponderance of the evidence 304

presidentieël veto 209

presumptio innocentiae-beginsel

XXVII, 304

prijscourant 5

primaire markt 112

Principles of Federal Prosecution 301

probable cause 302

prospectus 48, 53, 227

provisie

– jagen 192

– tarieven 19

prudentieel toezicht 42, 82

prudentiële vereisten 104

Public Utility Holding Company Act

219, 221-222

publieksmisleiding 52, 64

PUHCA 219

punitieve sancties 345

PVK 43

Raad van Financiële Toezichthouders
(RFT) 41

Racketeering 314

recht van enquête 101

rechterlijke macht 207-210

rechts

– bescherming XXVI, 336

– bronnen 232

– sprekende instanties 210

– waarborgen 345

recidive 277

redelijke termijn 337

redelijkheid en billijkheid 265

regelgevende bevoegdheid 230

regelgeving 218

registeraccountant 99

registratie

– plicht 217

– plichtigen 217

– verplichting 235

– voorwaarden 236

regulations 226

reguliere controles 120

relativiteitsbeginsel 172

remedial sanctions 269

Remedies Act 266

reparatoire sancties 345

Report Services 249

RFT 41

richtlijn beleggingsdiensten 58

richtlijnen 93

RICO 314

Robinson Patman Act 214

rulings 211

SA 219

samenzwering tegen de staat 313

sanctionering van overtredingen 198

scheiding der machten 206

schermenhandel 31

schijn van partijdigheid 331

schikking 252, 273

SEA 219

SEC 247

– Docket 285

– inspectie 254

– onderzoek 252

– Procedural Rules 285

sector Juridische Zaken 325

sectoraal toezichtsmode 41

secundaire markt 112

Securities Act 1933 215, 219-220

Securities and Exchange Commission

(SEC) 128, 205, 215, 247-264

- Securities and Investment Board (SIB) 40
- Securities Commissions (IOSCO) 149
- Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Re 266
- Securities Exchange Act 1934 215, 220-221
- Securities Investor Protection Act 219, 224
- senaat 206
- settlement 252
- Sherman Act 214
- SIB 40
- solvabiliteit(s) 76, 82
 - en liquiditeit 141
 - eis 70
 - richtlijn CAD 95
- statelijke
 - rechtbanken 210
 - wetgever 214
- statutaire
 - eisen 91
 - zetel 92
- STE 30, 40-44, 77, 78, 124, 125, 126-138
- Stichting Toezicht Effectenverkeer 39, zie STE
- stigmatiserend
 - effect 336
 - werking 335
- stille curatele 99
- stop order 248
- straffen 194
- strafprocessuele beginselen 340
- strafrecht 189
- strafrechtelijk
 - traject 185
 - handhaving 252, 343
 - procedure 179-204, 300-320, 329-330, 336
 - vervolging 161
- straf
 - sanctie 345
 - vervolging 162
- structuur
 - IOSCO 151
 - vennootschap 102
- subpoena
 - ad testificandum 259
 - ad testificandum procedure 259
 - duces tecum 259
 - duces tecum procedure 259
 - power 258
- summary disposition 268
- systeem Amerikaanse rechtbanken 213
- systeemtoezicht 42
- Temporary restraining order 289
- TIA 219
- tijdelijke Wet effectenhandel 47
- toegelaten instellingen 35, 103
- toelatingseisen 90
- toetsingsvermogen 79
- toezicht(s)
 - houder 38
 - normen 45
 - model 43, 74
 - regels effectenininstellingen 79
- transactie 342
- transigeren 187
- transparantie beleggingsmarkt 70
- trial by the media 339
- Trust Indenture Act 1939 219, 222
- tuchtrechtelijk college 97
- Uitgevende instelling 76
- uitoefening toezicht 125
- uitsluiting accountant 148
- uitvoerende macht 207
- uitvoeringsregels 45, 74, 77, 80, 225-246
- ultimum remedium XIII, 160, 202, 320, 343-346
- United States Attorney 261
- United States Attorney Manual (U.S.A.M.) 301
- United States Code (U.S.C.) 224
- United States Courts of Appeals 211
- Vangnet 343-346
- VEOE 102
- verbeurdverklaring 196
- verdeling van machten 206-212

- Vereeniging voor den Effectenhandel 6
- Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) 1
- Vereeniging voor de Effectenhandel 17
- verenigingstheorie 336
- vergelding 336-343
- vergunningenstelsels 71
- vergunning(s)
- houders 77
 - aanvrager 81
 - eisen 82
 - plichtige 76
 - vereisten 149
- verklaring van geen bezwaar 64, 158
- verzekeraars 141
- voordeurcontroles 130
- voorwetenschap 64
- vrijstelling 57
- VvdE 6, 97, 99, 102
- Waakhond** 99
- WBS 159
- Wck 44, 141
- WED 51, 183
- Weh 39, *zie* *Wet effectenhandel*
- Wells
- statement 261, 262
 - submission 264
 - Submission en de Settlement 264
 - submission en de Settlement 261
 - submissions 261
- werkmaatschappijen 33, 102, 105
- West-Indische Compagnie (WIC) 3
- Wet bestuurlijke sancties financiële sector (WBS) 159
- Wet Economische Delicten (WED) 50
- Wet effectenhandel (Weh) 20, 39, 45, 47-52
- Wet identificatie bij dienstverlening 141
- Wet inzake de Wisselkantoren (Wwk) 144
- Wet melding ongebruikelijke transacties 141
- Wet Melding Zeggenschap in ter beurze genoteerd 65-69
- Wet mot 141
- Wet op het consumentenkrediet (Wck) 44, 141
- Wet persoonsregistratie (Wpr) 130
- Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) 69-74
- Wet toezicht effectenverkeer 52-65
- Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 32, 58-65
- Wet Toezicht Kredietwezen 21
- Wet Toezicht Kredietwezen 1992 (Wtk'92) 144
- wetgevende macht 206
- willfully 306
- windhandel 3
- Wmz 83
- Wmz'92 66, 67
- Wmz'96 66
- Worldcom 341
- Wpr 130
- Wtb 69, 70, 71, 80, 83
- Wte'95 62, 74, 75, 78, 80
- Wtk'92 144
- Wwk 144
- Zelfregulerende organisaties** 232, 233
- zelfregulering 35, 37, 84-123, 232, 246
- zelfstandig bestuursorgaan 80, 136, 322
- zetelvertegenwoordiger 109
- ziekelijke stoornis van de geestvermogens 196
- Zro 234
- zwarte beurs 14
- zwijgrecht 168

Curriculum Vitae

Marjorie Blagrove werd geboren op 7 oktober 1968 te Paramaribo (Suriname) en bracht het grootste deel van haar jeugd door te 's-Gravenhage. In 1989 verhuisde zij naar Utrecht en behaalde in 1990 haar VWO-diploma aan de Utrechtse Dag/Avondschool voor VWO en HAVO. Van 1990 tot medio 1996 studeerde zij Nederlands recht aan de Rijksuniversiteit Utrecht. Vanaf 1997 tot aan de afronding van haar manuscript in 2002 was zij verbonden aan de capaciteitsgroep Strafrecht en Criminologie van de Universiteit Maastricht, aanvankelijk als assistent-in-opleiding en naderhand als junior-onderzoeker.

In het kader van haar onderzoek bezocht zij in 1999 de Verenigde Staten van Amerika, waar zij in New York te gast was bij de in het effectenrecht gespecialiseerde advocatenkantoren O'Sullivan, Graev & Karabell en Gilbert, Segall and Young, de New York Law School en de New York Stock Exchange. In Washington D.C. bezocht zij de Securities Exchange Commission en de fraude-unit van het Amerikaans Openbaar Ministerie.

Sinds augustus 2002 is zij werkzaam als universitair docent aan de Open Universiteit te Heerlen bij de sectie Strafrecht en Criminologie. Zij is getrouwd met H.K. Jap-A-Joe jr. en is de trotse moeder van dochter Jillean.