

'Marktregering wordt te Amerikaans'

Met veel regeltjes en streng extern toezicht wordt de Nederlandse regulering van financiële markten op Amerikaanse leest geschoeid. "Het risico bestaat dat daardoor het interne toezicht verslapt", zegt Geert Raaijmakers. Commissarissen en accountants zouden meer moeten letten op materiële en omgevingsfactoren.

LEX VAN ALMELO

Mensen handelen vaak niet rationeel en daarom valt het effect van regels moeilijk te voorspellen. Vaak zijn de regels niet effectief en soms werken zij zelfs averechts. In zijn oratie haalt bijzonder hoogleraar Europees bank- en effectenrecht aan de Universiteit Maastricht, en bedrijfsjurist bij het ABP Geert Raaijmakers onder meer het beruchte voorbeeld aan van de 'drooglegging'. Met dit alcoholverbod hielp de Amerikaanse regering in de jaren twintig van de vorige eeuw ongewild de georganiseerde misdaad in het zadel.

Topinkomens

Een actueel voorbeeld van regelgeving die wel eens averechts zou kunnen uitpakken is de Nederlandse *Wet openbaarmaking uit publieke middelen gefinancierde topinkomens* (Wopt). Deze wet verplicht overheidsinstanties en semi-publieke organisaties sinds 1 maart 2006 de salarissen van hun bestuurders openbaar te maken. 'Transparantie', zo schrijft Raaijmakers in zijn oratie*, 'is hierbij een soort toverwoord. Het 'sunlight-effect' wordt het door de Amerikanen genoemd: wat het daglicht niet kan verdragen, zal door transparantie vanzelf verdwijnen. (...) Voor de hoogte van beloningen lijkt transparantie door de onderlinge vergelijkbaarheid van inkomens tot dusver eerder een oprijvend dan een afremmend effect te hebben'.

Gaat van variabele beloning wel een positieve prikkel uit?

"Vanochtend las ik nog in de krant dat uit onderzoek van de Rijksuniversiteit Groningen en Hewitt** blijkt dat niet kan worden bewezen dat variabele beloning daadwerkelijk zorgt voor betere prestaties, maar wel vervelende neveneffecten heeft. Het lokt bijvoorbeeld manipulaties uit, terwijl managers in de praktijk geen andere besluiten nemen dan zij toch al van plan waren. Managers zijn irrationeel en gaan ervan uit dat zij al het beste doen voor de onderneming. Maar ondanks de hooguit negatieve effecten

wordt het variabele percentage van beloningen steeds groter."

Beleggersbescherming

Consumenten moeten als zij financiële producten aankopen worden voorgelicht over de kenmerken en risico's. Daarom is de Financiële Bijsluiter uitgevonden. Ook hier is transparantie het toverwoord.

Raaijmakers: "Meer transparantie is niet genoeg, want 95 procent van de consumenten leest de bijsluiter niet als zij zich eenmaal door de reclame hebben laten overhalen om bijvoorbeeld een leaseproduct te kopen. Je zou daarom waarschijnlijk beter de reclame-uitingen aan banden kunnen leggen en ook voor dit soort producten een verplichte inkomstenstoets invoeren, net als voor gewone beleggingen en kredieten."

Geert Raaijmakers pleit voor meer gedragswetenschappelijk onderzoek naar het effect van regels voor met name de financiële markt (*behavioral finance*). "Voor deze oratie heb ik de memorie van toelichting van heel wat wetsvoorstellen doorgelopen om te zien wat de bedoeling van de wetgever is. Soms wordt de wetgeving na enkele jaren geëvalueerd, maar over het algemeen wordt de effectiviteit nauwelijks onderzocht. In

'Over het algemeen wordt de effectiviteit van wetgeving nauwelijks onderzocht.'

de Verenigde Staten zijn ze wat dit betreft verder. Zo hebben wetenschappers er onlangs in een rapport voor gepleit dat er geen nieuwe strafwetgeving meer wordt ingevoerd als niet op voorhand enigszins wetenschappelijk aannemelijk kan worden gemaakt dat die het gewenste effect heeft. Dit rapport is zeer lovend ontvangen."

Toch lijkt de Sarbanes-Oxley Act meer op een reflex dan op weloverwogen wetgeving ...

“Dat rapport gaat over gewone strafwetgeving, terwijl de Sarbanes-Oxley Act effectenrecht is. Omdat de federale regering geen zeggenschap heeft over het ondernemingsrecht van de staten probeert zij met de SEC beleggers te beschermen via het effectenrecht, dat wel een federale bevoegdheid is. Naar mijn idee schiet deze wetgeving haar doel echter voorbij en de Nederlandse en Europese wetgever moeten daarom niet te snel de Amerikaanse kant op bewegen. Wij hebben hier van oudsher geen systeem met hele strenge straffen en hele sterke prikkels. Wij geloven meer in preventie en intern overleg. Tegelijkertijd zie je dat wij in de richting van het Amerikaans systeem gaan, met harde straffen en een externe toezichthouder die een steeds dominantere rol krijgt. Daarmee creëren wij een moreel risico. Het psychologische effect is namelijk dat de raad van commissarissen minder snel zelf zijn nek zal uitsteken.”

Oog voor narcisme

Je kunt wel in allerlei regels vastleggen dat commissarissen onafhankelijk moeten zijn, vervolgt Raaijmakers, maar het gaat erom dat de commissaris zich in de praktijk onafhankelijk opstelt tegenover het bestuur en zich niet laten

Je moet oppassen voor de illusie dat zich geen risico's meer kunnen voordoen.’

meeslepen door groepsdenken. “Het in control statement - waarin de verantwoordelijke bestuurders moeten verklaren dat zij de risico's onder controle hebben en alles voldoet aan de regels - is ook zoets. Waarschijnlijk heeft dat wel een belangrijk disciplinerend effect en zal het verbeteringen tot gevolg hebben. Maar je moet oppassen voor de illusie dat zich geen risico's meer kunnen voordoen. Ik vind dat commissarissen en accountants meer oog moeten



FOTO: SIMONE VAN ES

Geert Raaijmakers:
‘Dat de Wet financieel toezicht vooral over de rol van de toezichthouder gaat, is tekenend voor deze tijd.’

hebben voor de materiële en omgevingsfactoren en zich niet moeten blindstaren op de regeltjes. Welke factoren zouden er bijvoorbeeld toe kunnen leiden dat de ceo narcistisch gedrag gaat vertonen? Krijgt de ceo wel genoeg tegenwicht van de cfo? Bij Ahold was dat volgens sommigen niet het geval.”

Is de Wet financieel toezicht wel een stap in de goede richting?

“Nee. De wet gaat vooral over de toezichthouder en maakt onvoldoende duidelijk wat wel en niet mag. Je moet als wetgever redeneren vanuit de marktpartijen zelf en voor hen duidelijk maken aan welke regels zij zich moeten houden. Dat de wet vooral over de rol van de toezichthouder gaat, is tekenend voor deze tijd. De wetgever

heeft kennelijk, net als in de Verenigde Staten, de impliciete illusie dat een strenger systeem zal werken. Om het vertrouwen in de financiële markten te herstellen gaat de wetgever uit van wantrouwen en is de wetgeving rule based in plaats van principle based. Maar daarmee gaan de zachte corrigerende invloeden verloren en lok je uit dat mensen de mazen van de wet opzoeken.” ■

Noot

* Geert Raaijmakers: De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht. Boom Juridische Uitgevers, Den Haag 2006. ISBN 90 5454 678 6, € 19.

** http://www.hewitt.nl/Resource/database/ber_topbest.htm.