

Onderzoek en handhaving:

beleggingsondernemingen in het middelpunt van de aandacht

L.B.G. Hillen¹

Vrijwel iedere beleggingsonderneming heeft van tijd tot tijd te maken met onderzoek en handhaving door de AFM en/of DNB. De spelregels waaraan de toezichthouder zich in dat geval moet houden, zijn aan verandering onderhevig. Deze bijdrage gaat in op belangrijke ontwikkelingen in zowel de onderzoeks- als handhavingfase, toegespitst op beleggingsondernemingen.

1. Inleiding

Never a dull moment voor beleggingsondernemingen. Dat komt niet in de laatste plaats omdat beleggingsondernemingen met twee actieve toezichthouders te maken hebben. Net als banken, maar anders dan bijvoorbeeld veel typen ‘financiële dienstverleners’, staan beleggingsondernemingen enerzijds onder doorlopend gedragtoezicht van de AFM en anderzijds onder doorlopend prudentieel toezicht van DNB.

Bij gedragtoezicht² door de AFM moet vooral worden gedacht aan toezicht op de naleving van de regels uit MiFID II³/MiFIR⁴, de SFDR⁵ en de MAR.^{6, 7} Een deel van deze Europese regels is rechtstreeks van toepassing, een ander deel is geïmplementeerd in de Wft⁸ en lagere regelgeving. Prudentieel toezicht⁹ door DNB ziet voornamelijk op de naleving van de eisen uit de IFR¹⁰ en IFD¹¹ en daarmee verband houdende rapportageverplichtingen.¹² Ook hier geldt dat een deel rechtstreeks van toepassing is en een deel is geïmplementeerd in de Wft en lagere regelgeving. Uit deze taakverdeling mag overigens niet

worden geconcludeerd dat de AFM zich van prudentieel toezicht geheel afzijdig houdt. De AFM is bijvoorbeeld ook de aangewezen DORA-toezichthouder. DORA¹³ is in de kern prudentieel van aard want ziet op de beheersing van ICT-risico's, die de soliditeit van de beleggingsonderneming kunnen aantasten. En dan is er uiteraard nog het toezicht door de AFM op de naleving van de AML-richtlijn¹⁴ zoals geïmplementeerd in de Wwft¹⁵, en de Sanctiewet 1977.

Hoewel het financieel toezichtrechtelijk landschap steeds verder europeaniseert, blijft het daadwerkelijk uitoefenen van toezicht op en het opleggen van maatregelen aan beleggingsondernemingen voornamelijk een grotendeels nationale aangelegenheid. Het zijn immers nog steeds¹⁶ Nederlandse toezichthouders die met inachtneming van vooral het Nederlandse wettelijk kader hun bevoegdheden uitoefenen en daarover aan de Nederlandse rechter verantwoording dienen af te leggen. Deze Nederlandse context verandert als gevolg van rechtsontwikkelingen voortdurend. En daar speelt dan toch weer geregeld het Europees en internationaal recht een rol, zoals ook duidelijk zal worden in deze bijdrage.

1. Laurens Hillen is advocaat bij Finnius in Amsterdam. Omwille van de transparantie: de auteur trad, dan wel zijn kantoorgenoten traden, in een aantal van de in deze bijdrage besproken (hoger) beroeps- en voorlopige voorzieningenprocedures op als gemachtigde van eiser/verzoeker.
2. In artikel 1:25 lid 1 Wft gedefinieerd als: “Gedragtoezicht is, mede in het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel, gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten.”
3. Richtlijn (EU) 2014/65 betreffende markten voor financiële instrumenten.
4. Verordening (EU) 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten.
5. Verordening (EU) 2019/2088 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector.
6. Verordening (EU) 596/2014 betreffende marktmisbruik.
7. Dit is echter zeker niet alles; zo houdt de AFM ook toezicht op de naleving door beleggingsondernemingen van de relevante voorschriften uit onder meer de Toegankelijkheidsrichtlijn, CSDR, Shortsellingsverordening en PRIIPs verordening. Als de beleggingsonderneming een

‘MiCAR top-up’ heeft, komt daar ook nog het MiCAR-toezicht bij.

8. Wet op het financieel toezicht.
9. In artikel 1:24 lid 1 Wft gedefinieerd als: “Prudentieel toezicht is gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen en de stabiliteit van het financiële stelsel.”
10. Verordening (EU) 2019/2033 betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen.
11. Richtlijn (EU) 2019/2034 betreffende het prudentiële toezicht op beleggingsondernemingen.
12. Zie voor het toezicht van DNB op beleggingsholdings B. Bierman en M. Kuilman ‘Beleggingsholdings: geconsolideerd toezicht op beleggingsondernemingen’, FR 2025-4/5.
13. Verordening (EU) 2022/2554 betreffende digitale operationele weerbaarheid voor de financiële sector.
14. Richtlijn (EU) 2015/849 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering.
15. Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme.
16. Mogelijk dat dit in de toekomst verandert en bijvoorbeeld ESMA en/of de Europese AML-autoriteit (op onderdelen) rechtstreeks toezicht gaat houden op beleggingsondernemingen.

In dit artikel wordt eerst besproken hoe de wetgever de jegens beleggingsondernemingen uit te oefenen bevoegdheden van de AFM en DNB heeft vormgegeven (par. 2). Daarna wordt ingegaan op een aantal actuele thema's in zowel de onderzoeksfase (par. 3) als de handhavingsfase (par. 4 en 5). Afgesloten wordt met een conclusie over de stand van de rechtsbescherming (par. 6).

2. Grondslag bevoegdheden AFM en DNB

We leven in een digitaal tijdperk en de AI-revolutie brengt de veranderingen in de wijze waarop beleggingsondernemingen opereren in een stroomversnelling. De grondslag voor de AFM en DNB om toezicht te houden wordt daarentegen nog altijd hoofdzakelijk gevormd door bepalingen uit de jaren '90. Het betreft de artikelen 5:15, 5:16 en 5:17 Awb.¹⁷ Op basis daarvan zijn daartoe aangewezen medewerkers van de AFM en DNB¹⁸ bevoegd om in beginsel iedere plaats en dus ook bedrijfspanden van beleggingsondernemingen te betreden, inlichtingen te vorderen en zakelijke gegevens en bescheiden in te zien. Daarnaast bevat de Wft ook een inlichtingenbevoegdheid: artikel 1:74 Wft.¹⁹ Met name van de inlichtingen- en inzagebevoegdheid maken DNB en (vooral) de AFM in de praktijk veelvuldig gebruik. Beleggingsondernemingen zijn, binnen bepaalde grenzen (waarover meer in par. 3), verplicht daaraan hun medewerking te verlenen.²⁰

Naast onderzoeksbevoegdheden beschikken de AFM en DNB over een scala aan handhavingsbevoegdheden. Deze bevoegdheden volgen voornamelijk uit de Wft en de Wwft.²¹ De *usual suspects* zijn het geven van een aanwijzing,²² het opleggen van een last onder dwangsom,²³ de benoeming van een (stille) curator,²⁴ het opleggen van een boete²⁵ en het intrekken van de vergunning.²⁶ In de praktijk komen al deze maatregelen voor, waarbij de aanwijzing, last onder dwangsom en boete het vaakst worden ingezet. Ook voorziet de Wft in allerlei maatregelen die spe-

cifiek aan beleggingsondernemingen kunnen worden opgelegd. Denk aan het opleggen van een hogere solvabiliteits- of liquiditeitseis,²⁷ het ontzeggen van de bevoegdheid om deelnemer te zijn van een handelsplatform²⁸ of het verplichten tot opschorting van de handel door een beleggingsonderneming met SI.²⁹

De meeste hiervoor genoemde bevoegdheden kunnen door de AFM en DNB worden ingezet als de beleggingsonderneming, kort gezegd, niet voldoet aan (de normen uit Europese richtlijnen zoals geïmplementeerd in) de Wft of de Wwft. Steeds meer regels zijn echter opgenomen in rechtstreeks werkende Europese verordeningen en dus helemaal niet meer in Nederlandse wetgeving terug te vinden. Deze trend zal zich blijven voortzetten. Zo zal de Wwft zoals wij die kennen vanaf 10 juli 2027, namelijk met het van toepassing worden van de AML-verordening,³⁰ niet meer bestaan.³¹ Hoe zit het in die gevallen met de handavings- en onderzoeksbevoegdheden van de AFM en DNB?

Dat zit als volgt. Artikelen 1:24 lid 3 en 1:25 lid 3 Wft bepalen dat de AFM en DNB in lagere regelgeving kunnen worden belast met de uitvoering en handhaving van verordeningen. Dat 'belasten' gebeurt via implementatie/uitvoeringsbesluiten van de Nederlandse wetgever per verordening, die uitmonden in het Besluit EU-verordeningen Wft. In dit Besluit is per verordening uitgewerkt welke toezichthouder ten aanzien van welke bepalingen bevoegd is tot handhaving in de vorm van een last onder dwangsom of boete.³² Artikel 1:3a Wft bepaalt vervolgens dat de regels die zijn opgenomen in de in het Besluit genoemde verordeningen, voor de toepassing van de Wft worden gelijkgesteld met regels uit de Wft. Dit alles met als doel dat de AFM en DNB hun Awb- en Wft-bevoegdheden, zoals het vorderen van inlichtingen en het geven van een aanwijzing, óók kunnen inzetten voor het toezicht op en de handhaving van verordeningen waarmee zij zijn belast.³³

17. Algemene wet bestuursrecht.

18. Het aanwijzen van medewerkers gebeurt niet met naam en toenaam maar categorisch op functieniveau. Zie voor de AFM het Mandaat Autoriteit Financiële Markten per 1 maart 2025, *Staatscourant* 2025, 6536 en voor DNB het Besluit aanwijzing toezichthouders DNB 2022, *Staatscourant* 2022, 9157.

19. Deze Wft-inlichtingenbevoegdheid lijkt dubbelop gelet op de bestaande inlichtingenbevoegdheid uit artikel 5:16 Awb voor aangewezen medewerkers van de AFM en DNB. De wetgever heeft echter gemeend dat het noodzakelijk is om ook aan de AFM en DNB zelf, als bestuursorgaan, een inlichtingenbevoegdheid toe te kennen, zie *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3 (MvT), p. 45.

20. Artikel 5:20 lid 1 Awb.

21. Daarnaast ontleen de AFM en DNB handhavingsbevoegdheden aan bijvoorbeeld de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994, de Sanctiewet 1977 en (in het geval van de AFM) de Wet handhaving consumentenbescherming.

22. Artikel 1:75 Wft en art. 28 Wwft.

23. Artikel 1:79 Wft en art. 29 Wwft.

24. Artikel 1:76 Wft.

25. Artikel 1:80 Wft en art. 30 Wwft.

26. Artikel 1:104 Wft.

27. Artikel 3:111a.0 lid 2 onder a Wft.

28. Artikel 176d lid 1 Wft.

29. 1:77d Wft.

30. Verordening (EU) 2024/1624 tot voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor witwassen of terrorismefinanciering.

31. Zie het Ontwerpvoorstel Implementatiewet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme dat op 4 juli 2025 ter consultatie is gepubliceerd op internetconsultatie.nl.

32. Op grond van artikelen 1:79 lid 1 onder b en 1:80 onder b Wft, die voorschrijven dat geselecteerde voorschriften kunnen worden gesanctioneerd met een last onder dwangsom respectievelijk een boete. Ook de boetecategorie (1, 2 of 3) is per artikel(lid) van de verordening in het Besluit vastgesteld.

33. Zie ook *Kamerstukken II* 2010/11, 32 781, nr. 3 (MvT), p. 18. Een soortgelijke constructie is ten aanzien van de AML-verordening opgenomen in artikel 1.2 van het Ontwerpvoorstel Implementatiewet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme.

Indien een in een verordening of richtlijn genoemde vorm van handhaving nog geen deel uitmaakt van het bestaande instrumentarium van de AFM en DNB, zal de Nederlandse wetgever daar alsnog in moeten voorzien via een wetswijziging.³⁴ Met betrekking tot de in een verordening of richtlijn genoemde onderzoeksbevoegdheden pleegt de Nederlandse wetgever te volstaan met verwijzingen naar de bestaande Awb- en Wft-onderzoeksbevoegdheden van de AFM en DNB (en in voorkomende gevallen het Wetboek van Strafvordering).³⁵

Hierna wordt achtereenvolgens ingegaan op actuele thema's voor beleggingsondernemingen in de onderzoeksfase en de handhavingfase.

3. De onderzoeksfase

3.1. Algemeen

De AFM en DNB doen doorlopend onderzoek bij beleggingsondernemingen om vast te stellen of de wet wordt nageleefd. Dit onderzoek kan volledig digitaal op afstand plaatsvinden maar ook fysiek ten kantore van de beleggingsonderneming worden uitgevoerd. In het laatste geval is sprake van een zogeheten onderzoek ter plaatse (OTP), dat door de toezichthouder vooraf aangekondigd kan zijn maar ook onaangekondigd kan plaatsvinden. Ook bij een OTP doet de toezichthouder tegenwoordig overigens voornamelijk digitaal onderzoek. Dat onderzoek kan ver gaan en bijvoorbeeld ook betrekking hebben op de inhoud van de werk- en zelfs privételefoons van de beleidsbepalers van een beleggingsonderneming. De AFM en DNB hebben in dit verband allebei een eigen Werkwijze inzien en kopiëren van digitale gegevens (hierna: Digitale Werkwijze) opgesteld,³⁶ die beoogt enige waarborgen te bieden aan de onderzochte instelling.

Hoe ver de onderzoeksbevoegdheden van de AFM en DNB precies reiken is een complex leerstuk.³⁷ Ik zal hierna stilstaan bij drie grenzen die de toezichthouder in ieder geval in acht moet nemen als zij een beleggingsonderneming met een inzage- en/of inlichtingenvordering zoals bedoeld in artikel 5:16 Awb, 5:17 Awb en 1:74 Wft confronteert: het evenredigheids-

beginsel, het nemo tenetur-beginsel en de bescherming van geprivilegieerde informatie.³⁸

3.2. Evenredigheidsbeginsel

Een belangrijke wettelijke begrenzing is dat een toezichthouder slechts gebruik mag maken van zijn onderzoeksbevoegdheden voor zover dat redelijkerwijs nodig is voor de vervulling van zijn taak.³⁹ Dit betekent kort gezegd dat een inzage- en/of inlichtingenvordering onder meer voldoende specifiek moet zijn en de toezichthouder moet kunnen uitleggen waarom de vordering nodig is voor het onderzoek naar naleving van de wet en deze wijze van aanwending van zijn bevoegdheid de minst belastende is.⁴⁰ De vraag die opkomt is wat beleggingsondernemingen hier in de praktijk mee kunnen als zij met, bijvoorbeeld, zeer omvangrijke inzage- en/of inlichtingenvorderingen van de toezichthouder worden geconfronteerd?

Een voorbeeld biedt de zaak tussen een beleggingsonderneming en de AFM die heeft geleid tot de uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam van 27 juli 2023.⁴¹ De AFM had besloten om bij de beleggingsonderneming (opnieuw) onderzoek te doen naar onder andere de integere en beheerste bedrijfsvoering en zij vorderde bij de beleggingsonderneming op de voet van artikel 5:16 en 5:17 Awb aanlevering van informatie op 29 punten. De beleggingsonderneming achtte deze vordering onder meer in strijd met het evenredigheidsbeginsel en wenste aan de bestuursrechter voor te leggen of de vordering rechtmatig was. Een inzage- en inlichtingenvordering wordt volgens vaste jurisprudentie tot op heden echter niet aangemerkt als een besluit in de zin van de Awb.⁴² Dat betekent dat tegen de vordering geen bezwaar en beroep openstaat en daardoor ook geen gang naar de bestuursrechtelijke voorzieningenrechter mogelijk is.⁴³ De beleggingsonderneming verzocht de AFM daarom, door middel van een aanvraag ex artikel 1:3 lid 3 Awb, om de vordering om te zetten in een last onder dwangsom.⁴⁴ Dat leverde wel een besluit op in de zin van de Awb, waartegen bezwaar gemaakt kan worden en dat aan de voorzieningenrechter kan worden voorgelegd. Dat deed de beleggingsonderneming ook. De voorzieningen-

34. Een recent voorbeeld is het nieuwe artikel 1:77n Wft, dat de implementatie vormt van artikel 94 MiCAR.

35. Zie bijvoorbeeld in het kader van de in de MAR genoemde onderzoeksbevoegdheden *Kamerstukken II* 2015/16, 34 455, nr. 3 (MvT), p. 22 en de in het kader van de in DORA genoemde onderzoeksbevoegdheden *Staatsblad* 2024, 379, p. 20-21.

36. *Staatscourant* 2020, 13499 (AFM) en *Staatscourant* 2020, 32814 (DNB).

37. Zie nader over dit onderwerp G.P. Roth & L.B.G. Hillen, 'Digitaal onderzoek door de AFM', *Ondernemingsrecht* 2020/141 (Roth & Hillen 2020), S.M.C. Nuijten & R. Stijnen, *Rechterlijke toetsing van besluiten en handelingen van de AFM en DNB: trends en analyses* (VDHI nr. 155), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 2-15, R. Viertelhuizen & M.J. Bednarski, 'Toezichthouders aan de poort', *FRP* 2020-5 en G.P. Roth, 'De toezichtsbevoegdheden van de AFM en

DNB. Op zoek naar de grenzen van het schier teugelloze', *Ondernemingsrecht* 2009/115.

38. Zie par. 3 Roth & Hillen 2020 voor een overzicht van andere grenzen die door de AFM en DNB bij een inzagevordering in acht moeten worden genomen.

39. Artikel 5:13 Awb.

40. Zie ook de toelichting bij de in artikel 1:74 Wft opgenomen inlichtingenvordering van de AFM (als bestuursorgaan), *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3 (MvT), p. 45.

41. Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 27 juli 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:6642.

42. Zoals bedoeld in artikel 1:3 Awb. Zie CBb 21 juli 1998, AB 1998, 437, r.o. 4.

43. Waardoor de beleggingsonderneming op de civiele rechter als restrechter is aangewezen.

44. Het voert te ver om in deze bijdrage op de verschillende aspecten van een dergelijk op zichzelf betrekking hebbend handhavingsverzoek in te gaan. Zie hierover Roth & Hillen 2020, p. 779.

rechter oordeelde vervolgens onder verwijzing naar het evenredigheidsbeginsel dat de AFM op 19 van de 29 punten geen informatie heeft kunnen opvragen, mede gelet op de informatie die bij de AFM reeds bekend was, en dat de rest van de vordering wel door de beugel kon.⁴⁵

Procedures zoals deze komen relatief weinig voor omdat instellingen om begrijpelijke redenen zoals het zo goed mogelijk willen houden van de doorlopende toezichtrelatie, vaak terughoudend zijn om in de onderzoekfase een procedure tegen de toezichthouder te starten. Het is echter goed om vast te stellen dat er een route beschikbaar is als een beleggingsonderneming (wel) een onafhankelijke bestuursrechtelijke toets wenst op de inzet van onderzoeksbevoegdheden door de AFM of DNB.

3.3. Nemo tenetur-beginsel

Het nemo tenetur-beginsel⁴⁶ houdt kort gezegd in dat niemand kan worden gedwongen mee te werken aan zijn eigen veroordeling. Het is vaste jurisprudentie van het EHRM dat het recht om geen bewijs tegen zichzelf te hoeven leveren, behoort tot de essentialia van een eerlijk proces zoals bedoeld in artikel 6 EVRM.⁴⁷ Dit beginsel kent verschillende verschijningsvormen. Daarbij is het onderscheid tussen wilsafhankelijke informatie⁴⁸ en wilsonafhankelijke informatie⁴⁹ relevant, alsook het onderscheid tussen onderzoek door de AFM en DNB in het kader van toezicht en onderzoek dat specifiek gericht is op boeteoplegging.

Uit jurisprudentie van het CBb volgt dat het nemo tenetur-beginsel meebrengt dat de toezichthouder instellingen of personen alleen door middel van een (inlichtingen)vordering (of aanwijzing of last onder dwangsom) mag dwingen tot het verstrekken van wilsafhankelijke informatie, als in de vordering is gewaarborgd dat het wilsafhankelijke materiaal uitsluitend zal worden gebruikt voor de uitoefening van toezicht en niet (mede) voor bestuurlijke beboeting of strafvervolgung.⁵⁰ Deze waarborg, ook wel de 'restrictieplicht' genoemd, wordt om die reden tegenwoordig door de toezichthouder opgenomen in (een voetnoot van) de vordering. Voor alle duidelijkheid:

het is de toezichthouder wel toegestaan om wilsafhankelijke informatie te gebruiken voor het opleggen van herstelmaatregelen.

Wanneer sprake is van onderzoek gericht op boeteoplegging, moet de toezichthouder de onderzochte instelling of persoon erop wijzen dat zij geheel niet tot het verstrekken van wilsafhankelijke informatie is verplicht (de 'cautieplicht').⁵¹ Dan is dus van een totaal andere situatie sprake. In de praktijk geeft de AFM in een vordering invulling aan de cautieplicht door in de vordering de tekst op te nemen dat "*u niet verplicht bent de vragen in dit informatieverzoek te beantwoorden voor zover dit antwoord wilsafhankelijke informatie zou betreffen*", of woorden van gelijke strekking. De AFM voegt daar dan meteen aan toe dat er wél een medewerkingsplicht geldt voor zover de vordering ziet op wilsonafhankelijke informatie. Hiermee legt de toezichthouder de bal bij de onderzochte partij, die zelf moet gaan bepalen welke verzochte informatie wilsafhankelijk is en welke informatie wilsonafhankelijk. Naar mijn mening zou de toezichthouder hierover zelf vooraf duidelijkheid moeten bieden, door per onderdeel van het informatieverzoek te specificeren of daarvoor het zwijgrecht geldt dan wel de medewerkingsplicht.

Een beleggingsonderneming geniet dus waarborgen als de toezichthouder wilsafhankelijk materiaal vordert. Ook als wordt verzocht om wilsonafhankelijk materiaal biedt het nemo tenetur-beginsel tot op zekere hoogte bescherming. Het nemo tenetur-beginsel staat er namelijk aan in de weg dat de AFM en DNB door middel van een *fishing expedition* een instelling of persoon dwingen om wilsonafhankelijk materiaal te verstrekken. Dit volgt meest recent uit de De Legé-uitspraak van het EHRM van 4 oktober 2022. In deze uitspraak overweegt het EHRM onder verwijzing naar zijn eerdere uitspraken dat van een *fishing expedition* sprake is indien de autoriteiten een persoon bewegen om bewijs te leveren van een beweerdelijk door hem begane overtreding door hem te dwingen documenten te verstrekken waarvan de autoriteiten vermoeden dat deze bestaan, maar daar niet zeker van zijn.⁵²

Het gebeurt regelmatig dat de toezichthouder aanzienlijke hoeveelheden wilsonafhankelijke informa-

45. Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 27 juli 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:6642, r.o. 12.3.

46. Volledig: *nemo tenetur se ipsum accusare*.

47. Zie bijvoorbeeld EHRM 17 december 1996 (*Saunders/Verenigd Koninkrijk*) (zaaknr. 43/1994/490/572), NJ 1997, 699 en EHRM 16 juni 2015 (*Van Weerelt/Nederland*) (zaaknr. 784/14) ECLI:CE:ECHR:2015:0616DEC00078414. Zie ook C.M.I. van Asperen de Boer, 'Het zwijgrecht uit artikel 6 EVRM bij de bestuurlijke boete', *Tijdschrift voor Sanctierecht & Onderneming* 2025-1/2.

48. Materiaal dat niet los van de wil van de betrokkene bestaat, zoals mondelinge en schriftelijke verklaringen en documenten die worden opgesteld om aan de vordering van de toezichthouder te voldoen.

49. Materiaal dat (wel) los van de wil van de betrokkene bestaat, zoals reeds bestaande overeenkomsten, bankafschriften en schriftelijke correspondentie.

50. CBb 10 januari 2018, ECLI:NL:CBB:2018:3, r.o. 6.5-7.1 en CBb 7 mei 2019, ECLI:NL:CBB:2019:177, r.o. 5.3.1-5.3.10. De restrictieplicht geldt wanneer niet kan worden uitgesloten dat het gevorderde materiaal tevens in verband met een *criminal charge* (lees: bestuurlijke beboeting of strafvervolgung) tegen de verstrekker van het materiaal zal worden gebruikt. De lat ligt hier dus laag.

51. Dit volgt uit artikel 5:10a lid 1 en 2 Awb. In het geval van inlichtingenvorderingen in de vorm van interviews is de praktijk echter weerbarstig, nu in de jurisprudentie is geoordeeld dat het zwijgrecht bij boeteoplegging aan een rechtspersoon enkel toekomt aan de bestuurders van de rechtspersoon (ABRvS 13 april 2022, ECLI:NL:RVS:2022:1060, r.o. 6.4). Zie meer in het algemeen kritisch over de interviewende toezichthouder D.R. Doorenbos, 'Kan een toezichthouder u verplichten een verhoor te ondergaan?', in: *Christel's Koers*, Deventer: Kluwer 2013, p. 219-238.

52. EHRM 4 oktober 2022 ECLI:CE:ECHR:2022:1004JUD005834215 (*De Legé/Nederland*), r.o. 76.

tie bij instellingen en/of personen vordert, waarbij afgevraagd kan worden of de toezichthouder wel steeds zeker weet dat de door haar verzochte informatie bestaat (denk bijvoorbeeld aan het verzoek om een kopie van alle bankafschriften van alle gebruikte bankrekeningen in een bepaalde periode).⁵³ Indien moet worden vastgesteld dat die wetenschap er bij de toezichthouder niet is en in zoverre dus sprake is van een *fishing expedition*,⁵⁴ dient de betreffende onder dwang verkregen wilsonafhankelijke informatie mijns inziens op dezelfde wijze te worden behandeld als wilsonafhankelijke informatie. Dus: uitsluiting van bewijs in een eventuele latere boeteprocedure. Indien de toezichthouder de informatie vordert specifiek met het oog op boeteoplegging, zou dat moeten betekenen dat het nemo tenetur-beginsel meebrengt dat de instelling of persoon ook met betrekking tot de desbetreffende wilsonafhankelijke informatie zwijgrecht toekomt. Illustratief in dit verband is de uitspraak van het Hof Den Bosch van 9 april 2024. Het hof oordeelt in die zaak onder verwijzing naar de De Legé-uitspraak dat oplegging van de bijzondere voorwaarde aan de verdachte om alsnog bescheiden aan de belastinginspecteur te verschaffen over haar buitenlandse vermogen, strijdig is met het nemo tenetur-beginsel voor zover deze vordering verder gaat dan de specifieke bankrekening waarmee de Belastingdienst en het OM reeds bekend zijn.⁵⁵

Over dit onderwerp is nog veel meer te zeggen.⁵⁶ Ik volsta echter met één slotopmerking. Het nemo tenetur-beginsel is alleen van toepassing als sprake is van dwang. Dat van zowel een mondelinge als schriftelijke inzage- of inlichtingenvordering gelet op de medewerkingsplicht dwang uitgaat, is inmiddels een uitgemaakte zaak.⁵⁷ In de praktijk wil de toezichthouder echter nog wel eens in het midden laten of haar “*informatieverzoek*” überhaupt een vordering is en dus of medewerking verplicht is. Wat ook voorkomt is dat de toezichthouder in haar informatieverzoek verwijst naar haar inzage- en inlichtingengebevoegdheid, om vervolgens op te merken dat zij “*erop vertrouwt*” dat de inzet daarvan niet nodig zal zijn. Beleggingsondernemingen moeten zich goed

realiseren dat bij het vrijwillig verstrekken van informatie, die informatie in een eventuele latere boeteprocedure in beginsel tegen hen gebruikt kan worden.

3.4. Geprivilegieerde informatie

‘Geheimhouders’ zoals advocaten hebben verschoningsrecht en zijn niet gehouden om medewerking te verlenen aan een inzage- of inlichtingenvordering als dat in strijd komt met hun geheimhoudingsplicht.⁵⁸ Dit betekent dat communicatie tussen een advocaat en een beleggingsonderneming in beginsel niet door een toezichthouder mag worden ingezien. Ook de beleggingsonderneming zelf kan zich met betrekking tot deze geprivilegieerde advocaat-cliëntcommunicatie beroepen op deze uitzondering op de medewerkingsplicht.⁵⁹

Het komt voor dat de toezichthouder op grond van een inzagevordering kopieën maakt van (bijvoorbeeld) de e-mailboxen van de beleidsbepalers van de beleggingsonderneming, waar geprivilegieerde informatie tussen kan zitten. De Digitale Werkwijze bevat de in dat geval door de AFM en DNB te volgen procedure. Die procedure komt er heel kort gezegd op neer dat ‘het onderzoekssubject’⁶⁰ de toezichthouder schriftelijk en onderbouwd kan verzoeken geprivilegieerde gegevens uit de gekopieerde dataset te schonen.⁶¹ Vervolgens zal een IT-specialist van de toezichthouder beoordelen of inderdaad sprake is van geprivilegieerde gegevens, door middel van “*vluchtig inzien*” van de betreffende informatie.⁶² Wanneer de IT-specialist het verzoek afwijst en betrokkene het daarmee oneens is, of wanneer betrokkene meent dat het vluchtig inzien door de IT-specialist het verschoningsgerechtigde karakter van de informatie kan schaden, zal de zogeheten ‘Functionaris Verschoningsrecht’ van de toezichthouder kennisnemen van de betreffende informatie en beoordelen of de claim terecht is.⁶³ Indien de Functionaris Verschoningsrecht de claim afwijst, heeft betrokkene 10 werkdagen de tijd om een civielrechtelijk kort geding te starten.⁶⁴

53. Hier zij opgemerkt dat het evenredigheidsbeginsel uit artikel 5:13 Awb ongerichte zoekacties van de toezichthouder verbiedt. Een toezichthouder kan echter gericht zoeken naar informatie waarvan ze vermoedt maar niet zeker weet dat die bestaat. In die gevallen is het nemo tenetur-beginsel relevant.

54. Zie voor een voorbeeld waarin de Rechtbank Rotterdam gemotiveerd tot het oordeel komt dat van een *fishing expedition* door het Bureau Financieel Toezicht geen sprake was, Rb. Rotterdam 18 december 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:12464, r.o. 8.3.3.

55. Gerechtshof 's-Hertogenbosch 9 april 2024, ECLI:NL:GHSHE:2024:1229. Het hof oordeelt: “*Immers, slechts met betrekking tot deze bankrekening is de verdachte geïdentificeerd als houder en kunnen alleen de stukken met betrekking tot die bankrekening aangemerkt worden als materiaal waarvan vaststaat dat de Belastingdienst en het Openbaar Ministerie weten dat de verdachte onafhankelijk van haar wil daarover moet (kunnen) beschikken (specifiek pre-existing documents)*”. Hetgeen anders of meer wordt gevraagd moet worden aangemerkt als een ‘*fishing expedition*’ en in zoverre zou de verdachte de door de advocaat-generaal gevorderde

bijzondere voorwaarde niet hoeven na te komen, omdat de verdachte zichzelf niet hoeft te incrimineren.”

56. Zie bijvoorbeeld over de incidentenmeldplicht uit het Bpr/BGfo en het nemo tenetur-beginsel Rb. Rotterdam 11 december 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:11786.

57. CBB 7 mei 2019, ECLI:NL:CBB:2019:177, r.o. 5.3.4.

58. Artikel 5:20 lid 2 Awb.

59. Zie ook de minister van Financiën in *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 32 (NnavV), p. 42.

60. In de Digitale werkwijze gedefinieerd als: “*de natuurlijke persoon of rechtspersoon van wie in het kader van een informatievordering Digitale gegevens worden veiliggesteld en gekopieerd.*”

61. Artikel 2 lid 4 en 5 Digitale Werkwijze AFM en Digitale Werkwijze DNB.

62. Artikel 3 lid 1 Digitale Werkwijze AFM en Digitale Werkwijze DNB.

63. Artikel 3 lid 6 en artikel 4 lid 1 Digitale Werkwijze AFM en Digitale Werkwijze DNB.

64. Artikel 4 lid 4 Digitale Werkwijze AFM en Digitale Werkwijze DNB.

Onder meer door mijzelf is in het verleden de vraag opgeworpen of de Digitale Werkwijze wel voldoende waarborgen biedt voor de bescherming van advocaat-cliëntcommunicatie.⁶⁵ Deze discussie is weer actueel geworden met de uitspraak van de Hoge Raad van 12 maart 2024 (*Castor*).⁶⁶ Hierin heeft de Hoge Raad onder verwijzing naar jurisprudentie van het EHRM onder andere de volgende uitgangspunten geformuleerd voor de te volgen procedure bij het vorderen van informatie waarbij sprake kan zijn van geprivilegieerde informatie:

- *voorkomen*: zodra het vermoeden bestaat dat zich bij de gevorderde gegevens geprivilegieerde gegevens bevinden, moeten deze gegevens zo veel mogelijk buiten de vordering tot het verstrekken van gegevens worden gelaten;
- *filtering zonder kennisneming*: als de gegevens al zijn gevorderd en dan het vermoeden bestaat dat zich onder de gegevens ook geprivilegieerde gegevens bevinden, mag een officier van justitie de filtering uitvoeren of doen uitvoeren mits op voorhand duidelijk is dat de filtering kan plaatsvinden zonder kennisneming van de gegevens;
- *filtering met kennisneming*: kan pas ná kennisneming van de gevorderde gegevens worden beoordeeld of deze gegevens al dan niet geprivilegieerd materiaal betreffen, dan moet de filtering worden verricht door of onder verantwoordelijkheid van de rechter-commissaris.⁶⁷

Hoewel de *Castor*-uitspraak is gedaan tegen de achtergrond van het strafrecht, heeft zij mijns inziens ook relevantie voor de wijze waarop toezichthouders in het bestuursrecht onderzoek doen, zoals de AFM, DNB en de Autoriteit Consument & Markt (ACM). De bescherming van geprivilegieerde informatie (het verschoningsrecht) is een algemeen rechtsbeginsel dat ook in het bestuursrecht moet worden geëerbiedigd. De ACM heeft haar digitale werkwijze in 2024 aangepast naar aanleiding van de *Castor*-uitspraak.⁶⁸ De AFM en DNB hebben dat tot op heden niet gedaan. Het ligt echter in de rede dat ook zij hun Digitale Werkwijze herzien, althans die in ieder geval grondig evalueren en de uitkomst daarvan bekendmaken, nu meerdere onderdelen daarvan op gespannen voet lijken te staan met de *Castor*-uitspraak. Zo bevatten de Digitale Werkwijzen niet het uitgangspunt dat het verkrijgen van geprivilegieerde gegevens zoveel mogelijk buiten de vordering moet worden gelaten, en zijn het nog altijd medewerkers van de AFM en DNB zelf (de IT-specialist en de Functionaris Verschoningsrecht) in

plaats van een rechter-commissaris of andere onafhankelijke functionaris die in het kader van de filtering kennisnemen van geprivilegieerde gegevens.

3.5. Consequenties schending medewerkingsplicht

Dat het niet (tijdig of volledig) voldoen aan een inzage- en/of inlichtingenvordering tot een last onder dwangsom en zelfs een boete met als basisbedrag EUR 500.000 kan leiden,⁶⁹ zullen de meeste beleggingsondernemingen wel weten. Minder bekend zal zijn dat in ieder geval de AFM niet schroomt om voor schending van de medewerkingsplicht in een voorkomend geval aan een beleggingsonderneming ook daadwerkelijk een hoge boete op te leggen, óók als sprake is van ogenschijnlijk onschuldige (periodieke) uitvragen van de toezichthouder. Zie hierover par. 4.3 hierna. Voor beleggingsondernemingen is scherpte dan ook het devies: scherpte op de aard van een verzoek tot informatie (is het een vordering of niet?), op de strekking daarvan en op de aan de beleggingsonderneming toekomende waarborgen.

4. De handhafingsfase: formele handhaving

Na onderzoek komt, indien de toezichthouder een wetsovertreding heeft geconstateerd, handhaving.⁷⁰ De AFM en DNB maken daarbij per geval een keuze tussen formele handhaving en informele handhaving.⁷¹ In het eerste geval legt de toezichthouder een in de wet genoemde maatregel op en neemt zij daartoe een besluit in de zin van de Awb. In het tweede geval is sprake van een niet in de wet genoemd handhavingsmiddel waaraan geen formeel besluit te pas komt.

In deze paragraaf wordt ingegaan op de formele handhaving tegenover beleggingsondernemingen.

4.1. De cijfers

Uit de jaarverslagen van de AFM volgt dat zij in de periode 2022, 2023 en 2024 in totaal 80 formele maatregelen heeft opgelegd, waarvan 38 boetes. Hoeveel van deze maatregelen zijn opgelegd aan beleggingsondernemingen, specificeert de AFM in haar jaarverslagen niet. DNB doet dat wel. Van de 78 formele maatregelen die DNB in de periode 2022-2024 heeft

65. Roth & Hillen 2020, par. 3.3.

66. HR 12 maart 2024, ECLI:NL:HR:2024:375.

67. HR 12 maart 2024, ECLI:NL:HR:2024:375, r.o. 6.5 en 6.6.

68. Zie de toelichting op de ACM Werkwijze geheimhoudingsprivilege advocaat 2024, gepubliceerd op acm.nl op 18 juli 2024. Voor een kritische analyse van de herziene ACM werkwijze in het licht van de *Castor*-uitspraak zij verwezen naar: R. Elemans en T. de Greve 'Het verschoningsrecht: zo sterk als de zwakste schakel – ACM-werk-

wijze geheimhoudingsprivilege advocaten nog altijd ontoereikend', *M&M* 2024, nr. 5/6.

69. Of zelfs tot strafrechtelijke vervolging wegens het niet-opvolgen van een ambtsedig gegeven bevel (artikel 184 Sr).

70. In het bestuursrecht geldt een beginselplicht tot handhaving. Die beginselplicht is beperkt tot het nemen van maatregelen tot herstel van de overtreding en strekt dus niet tot het opleggen van boetes.

71. Zie ook het Handhavingsbeleid van de AFM en DNB van 13 oktober 2020.

genomen, heeft zij er 10 opgelegd aan beleggingsondernemingen: 6 keer een boete en 4 keer een last onder dwangsom.⁷²

4.2. Formele maatregelen aan beleggingsondernemingen

Bij formele maatregelen kan grofweg onderscheid worden gemaakt tussen herstelmaatregelen en boetes. Waar een herstelmaatregel – zoals een aanwijzing of last onder dwangsom – de beëindiging van een doorlopende overtreding tot doel heeft, is een boete gericht op leedtoevoeging wegens een in het verleden begane overtreding.

De AFM en DNB publiceren zowel herstelmaatregelen als boetes in beginsel op hun website. Dat geeft inzicht in hun toezichtprioriteiten, al levert het geen volledig actueel beeld op. Dat komt ten eerste omdat niet alle maatregelen worden gepubliceerd⁷³ en ten tweede omdat herstelmaatregelen en boetes die niet van de hoogste boetecategorie zijn, in beginsel pas gepubliceerd worden nadat de maatregel onherroepelijk is geworden. Boetes van de hoogste boetecategorie publiceert de toezichthouder in de regel wel vroegtijdig, maar dat is weer niet het geval als de betrokken instelling zich tot de voorzieningenrechter wendt met het verzoek om de publicatie te schorsen, en het verzoek wordt toegewezen. Het komt daarom regelmatig voor dat een opgelegde maatregel pas jaren na dato op de website van de toezichthouder verschijnt.

Uit de in 2022, 2023, 2024 en tot en met de zomer van 2025 gepubliceerde maatregelen volgt dat de AFM aan (bank)beleggingsondernemingen een veelheid aan sancties heeft opgelegd, en wel ten aanzien van de volgende onderwerpen:

- provisieverbod;⁷⁴
- transactierapportage;⁷⁵
- vermogensscheiding;⁷⁶
- klantbehandeling;⁷⁷
- cliëntenonderzoek en aanverwante Wwft-verplichtingen;⁷⁸
- medewerkingsplicht bij een inlichtingenvordering;⁷⁹
- beheersen van belangenconflicten;⁸⁰
- product governance;⁸¹
- meldplicht shortposities.⁸²

De aan beleggingsondernemingen opgelegde maatregelen die DNB in diezelfde periode heeft gepubli-

ceerd, hebben betrekking op rapportageverplichtingen⁸³ en kapitaalseisen.⁸⁴

Het merendeel van de gepubliceerde maatregelen betrof boetes, die in een aantal gevallen (in totaal) meer dan EUR 1 miljoen bedroegen.

4.3. Actuele thema's in de jurisprudentie

Zoals hiervoor opgemerkt, gaat een formele maatregel gepaard met een besluit in de zin van de Awb. De beslissing tot publicatie van een formele maatregel is óók een besluit in de zin van de Awb. Dit betekent dat een beleggingsonderneming tegen de maatregel en, indien aan de orde, de publicatie daarvan bezwaar kan maken en vervolgens beroep en hoger beroep kan instellen bij de bestuursrechter. In de praktijk doen beleggingsondernemingen dat regelmatig. Aan de hand van de beroepsgronden van de beleggingsonderneming toetst de rechter de rechtmatigheid van de maatregel en, indien aan de orde, de publicatie. Hierna wordt stilgestaan bij een aantal actuele thema's in die toetsing door de rechter.

4.3.1. Evenredigheidsbeginsel bij herstelmaatregelen

Als een instelling van mening is dat geen sprake is van een wetsovertreding, zal een rechter daar vaak eerst een oordeel over vellen. Indien de rechter oordeelt dat van een wetsovertreding (wel) sprake is geweest, is daarmee nog niet gezegd dat de herstelmaatregel rechtmatig is. De herstelmaatregel moet namelijk (ook) evenredig zijn.⁸⁵ Hoe die evenredigheid door een rechter getoetst moet worden, volgt uit de zogeheten Harderwijk-uitspraak van de Afdeling Bestuursrechtspraak van de Raad van State van 2 februari 2022.⁸⁶ Op grond van deze uitspraak dient, kort en simpel gezegd, te worden beoordeeld of de maatregel geschikt, noodzakelijk en evenwichtig is. Deze drietraps-evenredigheidstoets is afkomstig uit het Europees recht. Wordt aan deze toets voldaan, dan is de maatregel evenredig.

Het resultaat is dat de rechter thans kritischer dan voorheen beziet of een door de AFM of DNB opgelegde herstelmaatregel wel de enige mogelijke (en dus noodzakelijke) maatregel is, of dat ook kan worden volstaan met een lichtere, minder belastende maatregel. Zo heeft het CBb op 6 februari 2024 geoordeeld dat een door DNB aan een trustkantoor gegeven aanwijzing evenredig is, maar de benoeming daarbovenop van een stille curator niet geschikt en

72. ZBO Verantwoording DNB 2022, 2023 en 2024.

73. Zo publiceert DNB niet de boetes en lasten onder dwangsom die zij oplegt wegens overtreding van de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994.

74. Artikel 168a BGfo.

75. Artikel 26 MiFIR en artikelen 1 en 5 Gedelegeerde Verordening 2017/590.

76. Artikel 165 BGfo.

77. Artikel 4:90 Wft.

78. Artikelen 2b, 2c, 3 en 35 Wwft.

79. Artikel 5:20 Awb.

80. Artikel 4:88 Wft.

81. Artikel 32b Wft.

82. Artikelen 5 en 6 Shortsellingsverordening (Verordening (EU) 236/2012).

83. Artikel 3:72 en 3:18aa Wft.

84. Artikel 3:53 Wft en artikel 48 Bpr.

85. Artikel 3:4 lid 2 Awb.

86. ABRvS 2 februari 2022, ECLI:NL:RVS:2022:285.

noodzakelijk is.⁸⁷ Een ander voorbeeld biedt de uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam van 2 augustus 2024, waarin wordt geoordeeld dat er andere, minder ingrijpende passende en noodzakelijke maatregelen zijn dan de intrekking van de vergunning van een financiële dienstverlener door de AFM.⁸⁸

4.3.2. Evenredigheidsbeginsel bij boetes

Bij boetes speelt het evenredigheidsbeginsel op twee manieren een rol. Ten eerste bij de keuze om een boete op te leggen.⁸⁹ Ten tweede bij het vaststellen van de hoogte van de boete.⁹⁰ Het CBb heeft op 30 juni 2025 een uitspraak gedaan die aan beide raakt.⁹¹ In deze zaak ging het om een boete van EUR 2 miljoen (in bezwaar verlaagd tot EUR 1,7 miljoen) die de AFM had opgelegd aan de Duitse rechtsopvolger van een Nederlandse beleggingsonderneming wegens overtreding van de meldplicht uit artikel 16 Wwft. De beleggingsonderneming had ongebruikelijke transacties wel gemeld aan de FIU, maar dat volgens de AFM in een aantal gevallen niet tijdig dan wel niet correct gedaan.

Hoewel in de hiervoor genoemde Harderwijk-uitspraak is overwogen dat de daarin geformuleerde drietraptstoets ook van toepassing is op de keuze voor een boete, bleef de bestuursrechter in zaken van de AFM en DNB de afgelopen jaren vasthouden aan een ouder criterium, namelijk of boeteoplegging “*passend en geboden is*”.⁹² In de uitspraak van 30 juni 2025 sluit het CBb echter alsnog aan bij de Harderwijk-uitspraak en beoordeelt het eerst of het in dit geval geschikt, noodzakelijk en evenwichtig is dat de AFM een boete oplegt voor de aangevoerde overtredingen.⁹³ Dit was volgens het CBb het geval.

Vervolgens beoordeelt het CBb de hoogte van de boete. Ter achtergrond: de Rechtbank Rotterdam heeft in de afgelopen periode verschillende uitspraken gedaan waarin zij op grond van de evenredigheid opgelegde boetes substantieel verlaagde tot ver onder het wettelijk basisbedrag. Goed voorbeeld is de uitspraak van 10 april 2024, waarin de rechtbank een door de AFM opgelegde boete van EUR 700.000 wegens overtreding van de transactierapportageverplichting op grond van (onder andere) “*algemene evenredigheid*” heeft verlaagd tot EUR 100.000.⁹⁴

Ook in de Wwft-zaak die is uitgemond in de uitspraak van het CBb van 30 juni 2025 had de Rechtbank Rotterdam (vooral) op grond van de “*evenre-*

digheid in het algemeen” de boete van de AFM substantieel gematigd, namelijk van EUR 1,7 miljoen tot EUR 800.000.⁹⁵ Beide partijen hebben hier vervolgens hoger beroep tegen ingesteld. De AFM vond de matiging te ver gaan; de boeteling vond de matiging juist onvoldoende. Partijen waren het wel met elkaar eens dat de rechtbank de matiging onvoldoende had gemotiveerd. Ook het CBb is dat oordeel toegedaan. Het CBb verwijst naar artikel 1b lid 1 van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector (hierna: Bbbfs) en komt vanwege de minder grote ernst van de overtreding en een aantal overige verzachtende omstandigheden – net als de rechtbank – tot een boetehoogte van EUR 800.000. Daarmee onderschrijft het CBb feitelijk dat het wettelijk systeem met boetebasisbedragen toestaat dat in een concreet geval op grond van de evenredigheid een veel lagere boete wordt opgelegd dan het in de wet genoemde basisbedrag.

Een zeer boeiende uitspraak die in dezelfde sleutel staat, betreft de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam die op 9 september 2025 is gepubliceerd maar van net vóór de hiervoor besproken CBb-uitspraak dateert.⁹⁶ Een beleggingsonderneming had de (des-tijds) jaarlijkse Wwft-vragenlijst niet tijdig ingevuld en aan de AFM teruggezonden. De AFM zag hierin schending van de medewerkingsplicht en legde een boete op van EUR 500.000. De rechtbank overweegt eerst dat de AFM een boete heeft mogen opleggen.⁹⁷ Vervolgens beoordeelt zij de hoogte van de boete. De rechtbank stelt voorop dat overtreding van de medewerkingsplicht onder verschillende omstandigheden en in talloze vormen kan plaatsvinden. De door de beleggingsonderneming begane overtreding kan volgens de rechtbank niet worden aangemerkt als een ernstige overtreding, nu het een algemene vragenlijst betrof en geen onderzoek naar mogelijke overtredingen. Ook overweegt de rechtbank dat de schending geen materiële gevolgen had voor de AFM en dat de omstandigheden gelet op het Bbbfs (zoals: geen schade voor derden, geen onrechtmatig verkregen voordeel en geen marktverstoring), eerder in het voordeel dan het nadeel van de beleggingsonderneming wegen. Volgens het systeem van het Bbbfs en het boetebeleid van de AFM kan het boetebasisbedrag (in dit geval EUR 500.000) bij geringe ernst worden gematigd met maximaal 50%, dus tot EUR 250.000. Volgens de rechtbank is dat in dit geval echter geen redelijke uitkomst. Onder verwijzing naar artikel 6 EVRM overweegt de rechtbank dat de AFM, voor zover nodig, had moeten afwijken van het

87. CBb 6 februari 2024, ECLI:NL:CBB:2024:70.

88. Vzr. Rb. Rotterdam 2 augustus 2024, ECLI:NL:RBROT:2024:7345.

89. Het gaat hier om het evenredigheidsbeginsel uit artikel 3:4 lid 2 Awb.

90. Het betreft hier het evenredigheidsbeginsel uit artikel 5:46 lid 2 Awb.

91. CBb 30 juni 2025, ECLI:NL:CBB:2025:353.

92. Zie bijv. Rb. Rotterdam 14 augustus 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:7380, r.o. 41, onder verwijzing naar CBb 2 november 2021, ECLI:NL:CBB:2021:967, r.o. 8.1.

93. CBb 30 juni 2025, ECLI:NL:CBB:2025:353, r.o. 8.2-8.4.

94. Rb. Rotterdam 10 april 2024, ECLI:NL:RBROT:2024:4735, r.o. 17. Het wettelijk basisbedrag was in deze zaak EUR 500.000.

95. Rb. Rotterdam 12 juli 2024, ECLI:NL:RBROT:2024:6458. Het wettelijk basisbedrag was in deze zaak EUR 2,5 miljoen.

96. Rb. Rotterdam 2 juni 2025, ECLI:NL:RBROT:2025:10559.

97. De rechtbank past daarbij niet de Harderwijk-uitspraak toe. De hiervoor besproken CBb-uitspraak over de toepassing van ‘Harderwijk’ op boetebesluiten was er op dat moment nog niet.

Bbbfs en haar eigen boetebeleid, en de boete moeten matigen tot EUR 100.000. Bijzonder is de slotoverweging van de rechtbank, die het evenredigheidsbeginsel ademt:

*“De rechtbank realiseert zich dat dit een vergaande conclusie is, maar een boete van € 250.000,- acht zij buitensporig. Het is onvermijdelijk dat een boetesystematiek met hoge basisbedragen en maximale verlagingspercentages onder omstandigheden niet volledig valt te verenigen met de op de AFM rustende verplichting om aan de overtreder een boete op te leggen die, gelet op alle omstandigheden van het geval, passend en geboden is. Als deze situatie zich voordoet, heeft het voldoen aan deze verplichting voorrang op de systematiek van het Bbbfs en het boetetoemingsbeleid.”*⁹⁸

4.3.3. Eerbiediging verdedigingsrechten

Een ander actueel thema dat vermelding verdient, betreft de rechten van de instelling die zich tegen een formele maatregel van de toezichthouder wil verdedigen. Voor een goede verdediging is vereist dat de toezichthouder tijdig de bij haar beschikbare informatie verstrekt die voor de verdediging van belang kan zijn. Dat geldt niet alleen in boetezaken, waarvoor de Awb expliciet bepaalt dat de boeteling reeds bij het voornemen tot boeteoplegging een inzage-recht heeft.⁹⁹ In de uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam van 26 april 2024 ging het om een procedure waarin de AFM een beleggingsonderneming via een aanwijzing had opgedragen een bestuurder heen te zenden omdat deze onvoldoende betrouwbaar werd geacht door de AFM. De AFM meende dat zij de bestuurder en de beleggingsonderneming pas inzage in het dossier hoefde te geven nadat er door haar een definitief heenzendingsbesluit zou zijn genomen en tegen dat besluit bezwaar zou zijn gemaakt. Deze weigering om informatie te verstrekken in de voorfase, dus bij het voornemen tot heenzending, levert volgens de voorzieningenrechter strijd op met het Unierechtelijke verdedigingsbeginsel.¹⁰⁰

Zowel in boetezaken als niet-boetezaken dient de toezichthouder in beginsel een compleet dossier met op de zaak betrekking hebbende stukken op verzoek aan de betrokken partij te verstrekken. Dit kan alleen anders zijn indien om gewichtige redenen geheimhouding van bepaalde informatie is geboden.¹⁰¹ Als de toezichthouder daarop een beroep doet, moet zij dat laten weten. In de praktijk bestaat tussen de instelling en toezichthouder vaak discussie over de volledigheid van het dossier. Zo verstrekken de AFM en DNB vrijwel nooit interne e-mails, memo's en gespreksnotulen. De redenering is dan vaak dat de stukken niet relevant zijn voor de beslechting van

een geschilpunt of dat er gewichtige redenen zijn die nopen tot geheimhouding. Uiteindelijk is dit ter beoordeling aan de bestuursrechter. Die lijkt in toenemende mate kritisch te beoordelen of het door de toezichthouder aangeleverde dossier wel volledig is en (indien van toepassing) of de toezichthouder wel terecht een beroep op geheimhouding heeft gedaan. In de praktijk komt het in ieder geval geregeld voor dat de toezichthouder op verzoek van de rechter tijdens de voorlopige voorziening- of beroepsprocedure alsnog bepaalde informatie aan de gesanctioneerde partij moet verstrekken.

4.3.4. Publicatie van formele maatregelen

Partijen vinden de publicatie van een opgelegde boete of herstelmaatregel vaak nog vervelender dan de maatregel zelf. Hier worden in de praktijk dan ook relatief veel (voorlopige voorziening) procedures over gevoerd.

Op grond van de Wft en Wwft dient de toezichthouder voorafgaand aan de publicatie een belangenafweging te maken en te beoordelen of door openbaarmaking van de maatregel betrokken partijen in onevenredige mate schade zou worden berokkend.¹⁰² Is dat het geval, dan dient de openbaarmaking te worden uitgesteld of geanonimiseerd. In de praktijk besloten de AFM en DNB echter bijna altijd tot ongeanonimiseerde publicatie, onder verwijzing naar het 'individuele, bijzondere situatie-criterium' zoals geformuleerd door het CBb in 2014.¹⁰³

Op 25 februari 2025 is het CBb een nieuwe publicatieweg ingeslagen.¹⁰⁴ Het CBb oordeelt dat voormeld criterium niet samenvalt met de door de wetgever beoogde evenwichtigheidsbeoordeling. Voortaan moet de toezichthouder de evenwichtigheid beoordelen tussen (i) enerzijds de mate van schade van een niet-geanonimiseerde openbaarmaking voor de betrokkene en (ii) anderzijds het belang dat in het concrete geval met openbaarmaking wordt gediend. Het CBb zet in zijn uitspraak uiteen welke uitgangspunten bij deze beoordeling gelden.¹⁰⁵ Afgewacht moet echter worden of deze uitspraak van het CBb ook daadwerkelijk verandering in de publicatiepraktijk van de AFM en DNB teweeg zal brengen.

Voor beleggingsondernemingen is een andere uitspraak uit 2025 minstens zo relevant. Namelijk de uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam van 11 februari 2025 over de publicatie van op IFD/IFR-gebaseerde maatregelen.¹⁰⁶ De zaak gaat over de openbaarmaking van een boete die DNB had opgelegd aan een beleggingsonderneming wegens overtreding van een rapportageverplichting uit de Wft. Omdat het de implemen-

98. R.o. 11.4.

99. Artikel 5:49 Awb.

100. Vزر. Rb. Rotterdam 26 april 2024, ECLI:NL:RBROT:2024:4289, r.o. 3.4-3.8.

101. Artikel 7:4 lid 6 en 8:29 lid 1 Awb.

102. Artikel 1:98 lid 1 sub b Wft en artikel 32g lid 1 onder b Wwft.

103. CBb 2 december 2014, ECLI:NL:CBB:2014:456.

104. CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:102.

105. CBb 25 februari 2025, ECLI:NL:CBB:2025:102, r.o. 6.1 e.v.

106. Vزر. Rb. Rotterdam 11 februari 2025, ECLI:NL:RBROT:2025:2035.

tatie van bepalingen uit de IFD betreft, kijkt de voorzieningenrechter bij de uitleg van het Wft-publicatieregime naar de tekst van de openbaarmakingsbepaling in artikel 20 IFD. Met die bepaling is iets bijzonders aan de hand. Daarin staat namelijk niet alleen dat openbaarmaking evenredig moet zijn, maar ook “noodzakelijk”. Daarmee wijkt de IFD af van andere Europese richtlijnen. Het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter is dat gelet op de tekst van artikel 20 IFD en de bedoeling van de wetgever om de IFD in de Wft te implementeren, DNB bij iedere voorgenomen openbaarmaking van een IFD/IFR-maatregel moet beoordelen of het noodzakelijk is dat het besluit ongeanonimiseerd openbaar wordt gemaakt.¹⁰⁷ Dat is dus een extra toets naast de hiervoor besproken evenwichtigheidsbeoordeling. Nu DNB naleving van rapportageverplichtingen en kapitaalseisen uit IFD/IFR door beleggingsondernemingen nog steeds hoog op de agenda heeft staan en hier ook actief op blijft handhaven,¹⁰⁸ is de uitspraak van de voorzieningenrechter erg relevant voor de praktijk. Het is overigens, op de datum van afsluiting van dit artikel, nog wel wachten op de bodemuitspraak van de rechtbank.

5. De handhavingsfase: informele handhaving

Formele handhaving kost de toezichthouder relatief veel capaciteit. Dat geldt niet alleen voor de voorbereiding maar ook voor de periode ná het opleggen van de maatregel, gelet op de mogelijkheid van bezwaar, beroep en hoger beroep. Vooral de AFM maakt er dan ook geen geheim van dat zij, waar dat kan, veel liever informeel handhaaft. Van een formeel besluit is dan geen sprake. Dat is makkelijk, snel en effectief, aldus de AFM.¹⁰⁹

Tot 2024 hanteerde de AFM twee soorten informele maatregelen: de waarschuwing en de normoverdracht. Het precieze verschil daartussen was (en is) lastig te doorgronden. Inmiddels bestaat de normoverdracht bij de AFM niet meer. Nu maakt zij onderscheid tussen enerzijds de waarschuwingsbrief/het waarschuwingsgesprek en anderzijds de toezichtbrief/het toezichtgesprek. Laatstgenoemd instrument kan volgens de AFM worden ingezet bij lichtere overtredingen, terwijl de waarschuwing door de AFM naar eigen zeggen wordt ingezet bij zwaardere en/of meer verwijtbare overtredingen. Nu wordt het echter diffuus, want hoewel de AFM de toezichtbrief/het toezichtgesprek op haar website noemt onder het kopje ‘Informele handhaving’, merkt de AFM

dit instrument niet aan als informele maatregel.¹¹⁰

De enige informele maatregel die de AFM dus thans nog hanteert is de waarschuwing. Dit onderscheid tussen een toezichtbrief/gesprek en een waarschuwing lijkt misschien louter semantiek maar heeft wel degelijk relevantie, namelijk in het kader van antecedenten voor bestuurders en commissarissen. Dit komt omdat de AFM een toezichtbrief/toezichtgesprek niet aanmerkt als antecedent maar een waarschuwing wel. Dat betekent overigens niet dat een toezichtbrief/gesprek helemaal geen gevolgen voor een toetsing kan hebben. De AFM schrijft op haar website namelijk: “De AFM merkt de overtreding in de toezichtbrief daarom niet aan als een antecedent, maar als overige toezichtinformatie die als zodanig wordt meegenomen bij een personentoetsing door de AFM.”¹¹¹

DNB houdt tot op heden vast aan de oude systematiek. Zij hanteert dus de waarschuwing en de normoverdracht als de twee informele maatregelen die zij kan nemen bij een wetsovertreding.¹¹²

5.1. De cijfers

Uit de jaarverslagen van de AFM blijkt dat zij in de periode 2022, 2023 en 2024 in totaal maar liefst 773 keer tot informele handhaving is overgegaan.¹¹³ Dat betekent dat tegenover elke opgelegde formele maatregel grofweg 10 informele interventies stonden. Hoe vaak die betrekking hadden op een beleggingsonderneming, specificeert de AFM niet.

DNB is nog een stuk terughoudender met de inzet van informele handhavingsinstrumenten. In de periode 2022-2024 heeft zij 65 informele maatregelen opgelegd, waarvan 11 aan beleggingsondernemingen.¹¹⁴ Daarmee loopt DNB ongeveer 1-op-1 als het gaat om de verhouding tussen formele en informele interventies.

5.2. Informele handhaving bij beleggingsondernemingen

Informele handhaving blijft over het algemeen binenskamers. Daarom is relatief weinig informatie beschikbaar over de onderwerpen waarop de AFM en DNB zich in de afgelopen periode bij de informele handhaving hebben gefocust. Het ligt bij de AFM in de rede dat het net als bij formele handhaving om

107. Vزر. Rb. Rotterdam 11 februari 2025, ECLI:NL:RBROT:2025:2035, r.o. 3.1 e.v.

108. Zie ook pag. 20 ZBO verantwoording DNB 2024.

109. De AFM stelt op haar website: “We zien dat we in de meeste gevallen voldoende effect bereiken met een informeel instrument. Het voordeel is dat informeel optreden snel is uit te voeren en zeker op individueel niveau vaak al effectief is, terwijl formele handhaving vaak veel tijd en hoge kosten met zich brengt.” Zie ook de opinie ‘Toezichthouden is een kunst, geen wetenschap’ van mevrouw L. van Geest, bestuursvoorzitter van de AFM, in *Het Financieel Dagblad* van 9 juni 2023.

110. Webpagina ‘Welke maatregelen kan de AFM opleggen?’, te raadplegen op afm.nl.

111. Idem.

112. Webpagina ‘Handhaving’, te raadplegen op dnb.nl en ZBO verantwoording DNB 2024.

113. Dit is exclusief ‘waarschuwingen boilerrooms’ en inclusief de inzet van de toezichtbrief/het toezichtgesprek. In 2024 heeft de AFM in totaal 276 keer de toezichtbrief/het toezichtgesprek ingezet, tegenover 75 waarschuwingsbrieven (bron: jaarverslag AFM 2024).

114. ZBO Verantwoording DNB 2022, 2023 en 2024.

uiteenlopende thema's gaat, nu de AFM naast sectorbrede onderzoeken ook op losse signalen en incidenten acteert. Die thema's betroffen in ieder geval, zoals de praktijk ook heeft uitgewezen:

- duurzaamheidsinformatie (SFDR);
- naleving STOR-verplichtingen (MAR); en
- informatieverstrekking / reclameregels (MiFID II).¹¹⁵

Het thema waarop DNB voornamelijk informeel handhaaft ligt eveneens in de rede: financiële rapportages en kapitaalisen.

5.3. Aandachtspunten voor beleggingsondernemingen

Voor een beleggingsonderneming heeft informele handhaving een aantal evidente voordelen ten opzichte van formele handhaving. Allereerst hoeft de beleggingsonderneming geen (hoge) boete te betalen, kan zij geen dwangsom verbeuren en is er ook anderszins geen sprake van een formele maatregel met rechtsgevolgen voor de onderneming. Ten tweede blijft informele handhaving geheim, waardoor de onderneming publicatie en de gevolgen daarvan bespaard blijft.

Informele handhaving hoeft overigens niet steeds te betekenen dat de toezichthouder volledig afziet van het opleggen van een formele maatregel. Het komt voor dat de toezichthouder een beleggingsonderneming onder het mom van een informele herstelmaatregel een waarschuwing geeft en later óók, voor dezelfde overtreding, een boete oplegt.¹¹⁶ Het behoeft geen betoog dat dit voor de betrokken onderneming vaak erg lastig te begrijpen is. Een waarschuwing impliceert immers dat dit keer geen boete wordt opgelegd, maar een volgende keer mogelijk wel.

Naast voordelen (afgezet tegen formele handhaving) kleeft aan informele handhaving voor beleggingsondernemingen ook een belangrijk nadeel. Omdat geen sprake is van een formeel besluit is het niet mogelijk om daartegen bezwaar en beroep in te stellen, terwijl (i) een informele maatregel net zozeer als een formele maatregel wél een toezichtantecedent oplevert voor de bestuurders en commissarissen van de

beleggingsonderneming ten tijde van de vermeende overtreding¹¹⁷ en (ii) informele handhaving de opmaat kan vormen voor een formele maatregel als er weer een overtreding plaatsvindt.

Dat bezwaar en beroep in een dergelijke situatie niet mogelijk is, betekent niet dat een beleggingsonderneming machteloos staat. De AFM en DNB moeten zich namelijk ook bij informele interventies houden aan de algemene beginselen van behoorlijk bestuur. Dit betekent dat zij ook bij een informele maatregel (of toezichtbrief) onder meer zorgvuldig en evenredig moeten handelen, en een beleggingsonderneming zich bij gebreke daarvan tot de civiele rechter kan wenden.¹¹⁸ Positief in dit verband is dat de AFM en DNB de betrokkene tegenwoordig in de gelegenheid plegen te stellen om te reageren op de informele maatregel (of toezichtbrief) en het daaraan ten grondslag liggende verwijt van een wetsovertreding. Aldus wordt feitelijk een informele zienswijze-mogelijkheid geboden. Het zou echter nog zorgvuldiger zijn als de toezichthouder vooraf om een zienswijze zou vragen, net zoals bij formele maatregelen het geval is, en pas daarna beoordeelt of informele handhaving passend is.¹¹⁹

6. Conclusie

De AFM en DNB houden actief toezicht op beleggingsondernemingen. Zij maken veelvuldig gebruik van hun onderzoeksbevoegdheden om vast te stellen of een beleggingsonderneming de op haar rustende verplichtingen naleeft. Ook schromen beide toezichthouders niet om tot handhaving over te gaan als zij menen dat een beleggingsonderneming de wet niet goed heeft nageleefd. Dat gebeurt door middel van zowel formele maatregelen als informele interventies.

Als het gaat om de rechtsbescherming zijn er zowel in de onderzoekfase als in de handhavingfase ontwikkelingen waar te nemen die niet zelden een Europees- en/of internationaalrechtelijke oorsprong hebben. In deze bijdrage is stilgestaan bij het evenredigheidsbeginsel, het nemo tenetur-beginsel, de bescherming van geprivilegieerde informatie, de eerbiediging van verdedigingsrechten, de te verrichten toets bij publicatie van formele maatregelen en de algemene beginselen van behoorlijk bestuur bij infor-

115. In het jaarverslag 2024 (p. 28 en 59) schrijft de AFM dat zij in 2024 97 toezichtbrieven heeft gestuurd vanwege schending van de SFDR en verschillende onderzoeken heeft gedaan naar naleving van de MAR, zoals de opsporing en melding van verdachte orders en transacties, die 13 keer tot (in)formele acties hebben geleid. Ook maakt de AFM melding van acties op het onderwerp informatieverstrekking. Hoe vaak het hierbij om een beleggingsonderneming gaat, vermeldt de AFM niet.

116. De AFM stelt hierover op haar webpagina 'Welke maatregelen kan de AFM opleggen?': "Een waarschuwing gericht op herstel sluit overigens niet uit dat de AFM daarnaast een boete kan opleggen voor de overtreding die al is begaan." Deze constructie kan meebrengen dat de AFM en DNB in een waarschuwingsgesprek (de informele maatregel) aan de betrokken instelling de cautie geven van-

wege een parallel lopend boetetraject. Dat levert ingewikkelde situaties op, omdat als de instelling ervoor kiest om geen gebruik te maken van het zwijgrecht, mededelingen gedaan tijdens het waarschuwingsgesprek door de toezichthouder tegen de instelling kunnen worden gebruikt in de boeteprocédure.

117. Zie hierover L.B.G. Hillen, "De betrouwbaarheidseis voor bestuurders en commissarissen in de financiële sector", *Ondernemingsrecht* 2024/66, par. 3.2 en G.P. Roth 'Alles went behalve een antecedent', *Ondernemingsrecht* 2024/10.

118. Artikel 3:1 lid 2 Awb en Gerechtshof Amsterdam 21 februari 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:438, r.o. 3.4.

119. Zie ook G.P. Roth 'Alles went behalve een antecedent', *Ondernemingsrecht* 2024/10.

mele handhaving. Geconstateerd is dat de bestuursrechter kritischer lijkt te beoordelen of de toezichthouder jegens de beleggingsonderneming evenredig handelt, hetgeen een positieve ontwikkeling is. Tegelijkertijd is ook gewezen op mogelijke verbeteringen

in de rechtsbescherming, met name ten aanzien van het zwijgrecht, de behandeling van geprivilegieerde informatie en de waarborgen bij informele handhaving.