

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2009-04



Eddy WYMEERSCH
Interview met Eddy Wymeersch, voorzitter CESR
“Toezicht op financiële wereld heeft eerst en
vooral nood aan informatiedoorstroming”

August 2009

WP 2009-04

Eddy WYMEERSCH

Interview met Eddy Wymeersch, voorzitter CESR

“Toezicht op financiële wereld heeft eerst en vooral nood aan informatiedoorstroming”

Abstract

To be published in



Interview met Eddy Wymeersch, voorzitter CESR

“Toezicht op financiële wereld heeft eerst en vooral nood aan informatiedoorstroming”

Er is na de financiële crisis nog veel werk op de plank om te komen tot een beter toezicht in de banksector. Niet dat de kwaliteit van het toezicht ondermaats was. Maar iedereen was te veel met zijn eigen tuintje bezig. Waar het vooral op aan komt, is bruggen te bouwen en tot een grensoverschrijdende dialoog en informatiedoorstroming te komen. Dat is nodig tussen het micro- en macroprudentieel toezicht, maar ook internationaal, want we blijven leven in een geglobaliseerde wereld.

Dat zegt Eddy Wymeersch, de voorzitter van de Europese koepel van beurs- en effectentoezichthouders, de CESR of voluit Committee of European Securities Regulators, in een interview met de redactie van Bank- en Financieuzen / Revue bancaire et financière. Professor Wymeersch is tegelijkertijd voorzitter van de raad van toezicht van de Belgische CBFA, maar het was in zijn internationale functie van CESR-voorzitter dat de redactie met hem sprak over de oorzaken en de gevolgen van de financiële crisis.

Tussen de vele oorzaken van de huidige financiële crisis zijn er ongetwijfeld enkele die je kan bestempelen als structureel en waarop zo snel mogelijk moet worden gereageerd. Welke oorzaken beantwoorden volgens u aan deze definitie?

Uw vraag is tegelijkertijd gemakkelijk en moeilijk, want je kan er van alles op antwoorden, en je bent er altijd wel een beetje op en altijd wel een beetje naast. Er zijn zeker een aantal oorzaken waarover weinig discussie bestaat. Er was de overmatige risicoappetijt, wat aangemoedigd werd door de lage rente, en het zwak risicomangement. Er waren tekorten in het systeem zelf, met de subprimes, waar alles fout liep, gaande van het genereren van hypotheken tot het opnemen ervan in CDO's. Met inbegrip van heel de materie van de *credit rating agencies*. En zo kan men voort gaan. Er zaten in alle hoeken van het systeem zwakheden. En wordt aan gewerkt. De Europese Commissie heeft zopas nog gezegd dat ze sterkere kapitaalvereisten zal opleggen, dat er strengere voorschriften komen, denk maar aan de ondoorzichtige wereld van de derivaten, of aan de *credit rating agencies*.

Heeft ook de controle niet gefaald?

Alle controleurs zowel micro als macro zijn verrast geweest. De vraag is hoe dat mogelijk was: de afwezigheid van een goed inzicht in macrorisico's was een van de grote zwakheden. De controles die gebeurd zijn, ook die in België, waren volgens de klassieke criteria in se van prima kwaliteit. Dat was het probleem niet, maar wel dat men op een bepaald ogenblik de macroprudentiële ontwikkelingen niet tijdig zag. Zo kon men zich afvragen waarom de ontzaglijke groei in de balanstotalen bij de Belgische banken zich heeft voorgedaan. De vraag naar winst heeft instellingen verplicht meer winst te puren uit de markten, en dus meer risico te nemen. Maar waarom was de behoefte aan winst zo groot? Men kan natuurlijk met de vinger wijzen naar de bestuurders, maar in feite nog meer naar de aandeelhouders of in ruime zin naar de markten: allen eisten meer geld, meer dividenden, meer uitkeringen, onder welke vorm ook. En waarom konden de Belgische banken op de lokale markt niet meer doen? Omdat we weten dat de Belgische markt *overbanked* is, waardoor ze gingen zoeken in het buitenland en naar meer complexe producten maar dat betekende ook meer risico's en gevaren,.

Heel het systeem zat fout. Toen alles goed ging, stegen de prijzen elke dag, en ook de dividenden en de bonussen. Dat werd mooi zichtbaar in de boekhouding vertaald.



Iedereen kreeg applaus. Het was een misleidende situatie, of zoals men in het Frans zegt: "le miroir aux alouettes". Tot men plots zag dat de keizer geen kleren aanhad en alles in elkaar stortte. Heel het apparaat dat afgestemd was op een continue opwaartse strekking deed er aan mee. Iedereen mag van mij de schuldigen aanwijzen die hij wil, maar volgens mij zijn we allemaal schuldig. Dat is trouwens ook de eerste zin in het tussentijdse Lamfalussy rapport: we hebben er allemaal toe bijgedragen. Het heeft geen zin de schuld te gaan doorschuiven naar elkaar, naar de "onverantwoorde" bankiers, naar de "ingeslapen" toezichthouders of naar de "op geld beluste" beleggers. Als ik hoor hoe de particuliere beleggers nu massaal hun geld zetten op spaarboekjes of zie hoe de verzekeringsmaatschappijen aandelen laten vallen ten voordele van obligaties, dan worden blijkbaar de lessen getrokken.

Is het feit dat iedereen zijn lesje heeft geleerd, niet de beste garantie dat zo'n crisis zich niet meer zal herhalen, beter dan welke regelgeving ook?

Zeker niet. Mensen hebben een zeer kort geheugen, zeker voor slechte ervaringen. En hoe lang is de huidige generatie nog daar? Deze crisis ontslaat ons niet van de plicht de regels te verscherpen.

Heel wat zwakheden en/of gebreken van de financiële controle zijn blootgelegd. In welke domeinen is een dringende ingreep sterk aanbevolen?

De financiële supervisie ging gebukt onder een te beperkte coördinatie tussen de micro- en macroprudentiële controle, een gebrekkig grensoverschrijdend risicobeheer, een ontoereikende coördinatie van de transnationale supervisie en een te beperkte en slecht georganiseerde "regeling" inzake depositobescherming. De focus was veeleer nationaal. Het is ook gebleken tijdens de crisis dat de oplossingen veeleer nationaal worden uitgewerkt.

Een bijsturing van de regelgeving zou inspirerend moeten werken en de macrorisico's moeten beheersen. Tevens zou die de basis moeten vormen voor de ontplooiing van echte Europese financiële markten, met een inperking van niet-gereguleerde markten indien er systeemrisico's aan verbonden zijn. Een Europees systeem van bescherming van de belegger is aangewezen. Een grotere overheidsinterventie wordt onvermijdelijk. Risicodetectie via *early warning* systemen moet ontwikkeld worden. Een wereldwijde coördinatie is onontbeerlijk. Een heel programma dus.

Moeten macro- en microprudentiële controle aan één instelling worden toevertrouwd zoals onder meer de ECB bepleit? Of is het voorstel van de Lamfalussy-commissie in België een volwaardig alternatief?

Het fundamentele probleem is dat we twee vormen van toezicht hebben, met uiteenlopende benaderingen. De microvorm is veel beter ontwikkeld. In alle landen wordt de behoefte erkend om het macrotoezicht te versterken. Het macrotoezicht moet toelaten het microtoezicht te bevruchten, zodat de microcontroleurs tijdig de knipperlichtjes zien aanspringen als er gevaar is. Het is duidelijk dat er op macrovlak te weinig waarschuwingen zijn uitgegaan over de gevaren van het subprime-fenomeen. De Bank voor Internationale Betalingen bv had wel gewaarschuwd in haar verslagen, maar niemand had echt aan de alarmbel getrokken. En heel weinig mensen in Europa kennen de vastgoedmarkt in de VS. Pas achteraf kwamen de ziekelijke verschijnselen van de Amerikaanse vastgoedmarkt aan het licht: zonder enige *scoring* werden daar op erewoord van het inkomen hypotheekleningen toegekend. En voor men het wist was die hypotheeklening al verpakt en zat ze bij een of andere Europese bank. Er schortte iets aan het systeemtoezicht. Waarom hadden wij geen kennis van die dingen? Vele mensen, en ik evenmin, wisten dat het gebruik in de VS is dat mensen een hypotheek aangaan niet met een verhaal op de persoon, maar alleen op het goed. Daarom dat de mensen gewoon de sleutel teruggeven aan de bank. Zo waren ze buiten schot.



Moet de schuld dan niet mee op de globalisering geschoven worden?

De globalisering is er hoe dan ook, het probleem is dat van het inzicht in de risico's. Hoe kunnen wij hier weten wat er in Nevada of Washington State gebeurt? Dat moeten de Amerikanen ons zeggen en die brug bestond niet. Het is die brug die moet gebouwd worden in het kader van de Financial Stability Board en andere organen. Ook in Europa is dat nodig, denk maar aan de vastgoedmarkt in Spanje en Ierland, waar men elders weinig van afwist.

De vastgoedmarkt is maar één voorbeeld. In de Financial Stability Reports werd er bijvoorbeeld altijd gezegd dat er gevaar bestond dat de *hedge funds* zouden ten onder gaan. Het duidelijk systemische LTCM-geval was het referentiepunt. Maar dat is niet gebeurd. Of denk aan de *currency loans* in Hongarije. Daar had een of ander overkoepelend orgaan een kwade brief moeten schrijven om de Hongaarse instanties op de vingers te tikken. Die betere afstemming tussen micro en macro is voortaan nodig omdat we veel meer geïnternationaliseerd zijn. Er is vandaag een supersnel *contagion*-effect. Van de Japanse crisis of van de *saving-and-loans* crisis hebben we indertijd weinig last ervaren, maar in de toekomst wordt het anders.

En daarom antwoord ik op uw vraag of er één toezichtinstelling moet zijn of niet: voor mij is het allemaal om het even, als het maar een krachtdadige instelling is, met krachtdadig toezicht. Maar ik denk dat het beter is, zoals Lamfalussy dat in België bepleit, dat dit gebeurt in het kader van een samenwerking waar de twee partijen, en dus ook de twee benaderingen aanwezig zijn, met een finale stem voor de centrale bank. Het is weinig constructief dat een van de twee beveelt aan de andere, want dat is moeilijkheden zoeken. Het is veel beter dat de twee op een open manier informatie uitwisselen.

Waarom dan niet meteen alles onderbrengen bij de centrale bank?

Dan kom je in een heel ander debat: heeft het zin het prudentieel toezicht bij de centrale bank te plaatsen? In verschillende landen bestaat dit schema van oudsher. Het de Larosière-rapport somt minstens zes redenen op waarom men beter niet de ECB met het toezicht belast, en één daarvan is belangenconflicten o.m. tussen kredietverlening of rentebeleid en prudentiële beoordeling. Het is niet zeer gezond die twee samen te brengen. Zijn uiteindelijk voorstel voor een tussencomité geeft een duidelijke autonomie in de analyse en in de uitvoering. Dat ook is wat het Lamfalussy verslag voorstelt. En bovendien laat het toe, in België, het hele apparaat in stand te houden, want anders is dat een zeer diepgaande wettelijke ingreep, denk maar aan de sancties en de dwangmiddelen. De kern van de zaak is dat er behoefte is aan een samenhang tussen micro en macro, en het toezicht moet Europees, zelfs wereldwijd uitgebouwd worden gezien het *contagion*-effect.

Centralisering van de regelgeving en decentralisering van de controle is een van de pijlers van de voorstellen van de commissie de Larosière. Hoe moet dat worden geconcretiseerd? Wat zijn de taken van de European Systemic Risk Board en van het European System of Financial Supervisors?

Wat zeer belangrijk is, is dat er een lijn loopt van de ESRB naar de Federal Reserve als systeemtoezichthouder in de VS, evenals naar een nieuw op te richten Financial Services Oversight Council, samengesteld uit de hoofden van de onderscheiden toezichthouders. Daarnaast is er de brug tussen Europa en de gehele wereld. Hier staat de Financial Stability Board centraal, die werd opgericht door de G-20 en die functioneert onder leiding van Mario Draghi, de Italiaanse gouverneur, waarin naast de vertegenwoordigers van de ministers van financiën en de centrale banken, ook de wereldwijde organen voor samenwerking tussen de toezichthouders en de standaardsetters aanwezig zijn. Dit is



zodat de top van al wie iets met financiële regulering te maken heeft. En dan heb je in België het voorstel Lamfalussy dat een nationale lijn creëert vanuit de Europese instellingen naar België. Ook de voorstellen van Alistair Darling in Groot-Brittannië gaan in dezelfde richting. Het Belgische schema gaat daarbij verder: de Belgische Systemic Risk Board kan bevelen geven, niet enkel vrijblijvende adviezen. In België zijn ze gericht tot de CBFA die dan maatregelen zal moeten treffen. Ook *bottom-up* zullen er informatiestromen zijn vanuit België naar de Europese organen.

De al bestaande Commission of European Securities Regulators (CESR) waarvan u de voorzitter bent, wordt de European Securities & Markets Authority (ESMA), net zoals dat het geval zal zijn voor de bank- en de verzekeringscontroleurs. Wat zijn de belangrijkste verschilpunten tegenover de bestaande toestand?

Het eerste grote verschil is het institutionele: de nieuwe entiteit heeft het statuut van een Europese organisatie, waarschijnlijk onder vorm van een agentschap, een orgaan dus van de Europese Commissie. Op dit ogenblik is CESR een vzw naar Frans recht. Dat impliceert een andere *governance*, onder meer op het vlak van onafhankelijkheid en *funding*. Ten tweede veranderen de bevoegdheden. CESR maakte aanbevelingen, maar die zullen in de toekomst in bepaalde gevallen bindend zijn voor de nationale toezichthouders. Dat zal waarschijnlijk gebeuren volgens een systeem zoals dat geldt voor de accountingregels, namelijk door een *endorsement* door de Europese commissie, zodat ze bindend worden in alle markten. Anderzijds zal het nieuwe orgaan de bevoegdheid krijgen om na te gaan in welke mate de Europese regels worden nageleefd. Als er ernstige tekortkomingen worden vastgesteld, dan zal de nieuwe autoriteit een procedure opstarten die uiteindelijk kan uitmonden tot een procedure voor het Europese Hof van Justitie. Een derde bevoegdheid is *mediation*, conflicten tussen toezichthouders beslechten, bijvoorbeeld over informatieverplichtingen, Europees paspoort, *reporting* van de banken.

Al die veranderingen houden in dat ook de personeelszaken van de CESR nu onder een Europees statuut vallen, en dat de *funding* ook meer Europees zal lopen, en niet alleen via de leden. De vraag is alleen hoeveel daarvan zal aanleunen bij de Commissie, want de CESR moet waken over haar onafhankelijkheid. Voor de *credit rating agencies* is er een direct pan-Europees toezicht voorzien. De drie grote *agencies* zullen door CESR onderworpen worden aan een evaluatie procedure die bepaalt of het Amerikaanse systeem, waaraan zij onderworpen zijn, equivalent is met het Europese. Het zal hoe dan ook de eerste keer zijn dat een Europees orgaan rechtstreeks toezicht uitoefent.

Ook in de VS worden voorstellen tot aanpassing van de financiële regelgeving geformuleerd. Welke zijn de gelijkenissen en verschilpunten met die in de Europese Unie?

In Europa is het probleem dat van het federalisme. Er moet een coördinatie nagestreefd worden tussen 27 landen. In de VS is weliswaar het financieel toezicht grotendeels federaal, maar het probleem is daar dat zij door de jaren heen bij elk nieuw probleem een nieuw orgaan hebben gecreëerd. Er is de Federal Reserve die toeziet op de grote banken, er is de Comptroller of the Currency, de FDIC, the Office of Thrift Supervision, er zijn de *state banking supervisors* in de deelstaten. Dat maakt dat een bank verschillende toezichthouders kan hebben, en kan kiezen voor het meest gunstige regime. Bovendien komt er niet alleen een Federale Financial Services Oversight Council, maar ook een orgaan dat zich bezig zal houden met de bescherming inzake consumentleningen. Bij de verzekeringen gebeurt het toezicht dan weer per staat, want alle pogingen zijn mislukt om het op federaal niveau te krijgen.

In de VS worden de voorstellen van Obama overigens stevig gecontesteerd en worden de messen gewet.



In Europa komt er een centrale autoriteit, maar het operationele toezicht blijft in beginsel nationaal. Iets als het toezicht op de prospectussen, dat moet je lokaal houden. Op termijn moet dat eenvoudiger en efficiënter zijn..

Voorstellen tot regulering van systeem hefboom- en private equity fondsen worden sterk bekritiseerd door de promotoren van die fondsen. Terecht of niet?

Er zijn goede argumenten om ze te reguleren, vooral ingeval van systeemrisico. De *leverage* en ook de afbouw ervan kan voor marktverstoring zorgen. Verrichtingen voor 20 of 30 miljard euro kunnen een sneeuwbal effect veroorzaken. *Private equity* en hefboomfondsen staan niet zo ver van banken, maar dikwijls met meer risico. Er zijn heel wat vragen te stellen rond markttransparantie. Hoe zit het met voorkennis, portefeuilles en risicomanagement, evaluaties, relaties met de klanten en brokers, de uitstapmogelijkheden van de klanten, de offshore aspecten? Vergeet ook niet de rol van deze fondsen als aandeelhouders: heel de zaak ABN-Amro – maar ook Deutsche Börse – is in beweging gezet door activistische hedge fondsen. In het voorstel van de Europese commissie is op dit punt evenwel nagenoeg geen regelgeving gepland. Londen weert zich als een duivel in een wijwatervat om deze richtlijn te blokkeren, of minstens sterk af te zwakken. Maar de VS gaan toch ook optreden. Ook blijkt het *hedge fund* wereldje verdeeld te zijn: sommigen aanvaarden regulering, maar niet zozeer deze die de Commissie voorstelt, anderen dreigen met verhuizen.

De asset managementbusiness loopt door de financiële crisis zware averij op. Bestaande modellen staan ter discussie. Welke aanpassingen qua regelgeving mogen er nog verwacht worden?

Ik wil toch eerst opmerken dat als ik de laatste cijfers zie, het dieptepunt blijkbaar voorbij is. Er is opnieuw heel wat *inflow* in de fondsen. Er zijn uiteraard zorgen geweest en het CESR is bezig aan de voorbereiding van de uitvoering van de nieuwe richtlijn (UCITS 4). Het risicomanagement van de fondsen wordt serieus aangepakt, bijvoorbeeld met een verduidelijking van de regels voor de depositaris na het Luxemburgse incident inzake Madoff. Er is ook een werkstroom over de *money market* fondsen waar heel wat langetermijnrisicopapier in zat. Er is het *asset management passport* waarbij men vanuit één enkel centrum het bestuur mag organiseren in verschillende lidstaten. Vroeger was dat niet zo omdat onder druk van Luxemburg en Ierland men in elk land een vestiging nodig had. Dit zal voortaan mogelijk worden, wat de kosten moet drukken.

Maar zelfs nu blijft het de vraag waarom er geen Amerikaanse fondsen in Europa verspreid worden en waarom er in Europa allemaal aparte fondsen verspreid worden. Er is trouwens een hele discussie of men *hedge funds* zal openstellen voor particulieren. Veel lidstaten vinden die te gevaarlijk. Maar hoe dan ook, vele *hedge funds* hebben het in deze crisis veel beter gedaan dan bijvoorbeeld *long equity*.

Het debat over *short selling* is uiterst controversieel. Is een gereguleerde *short selling* een mogelijk antwoord of moet dergelijke effectenverrichtingen worden verboden?

Het probleem van de *shorting* ligt hem vooral bij de handel in bank aandelen en het effect daarvan op het vertrouwen in deze banken. Zie maar wat er in september 2008 in ons land gebeurde. Als de koers van de bank aandelen massaal naar beneden gaat en de spreads op de CDS's massaal stijgen, dan betekent dat een wantrouwenstotum tegenover de banken. De volgende stap is dat de deponenten angst krijgen, en dan krijg je stabiliteitsproblemen. Bij *long*-posities tegenover de banken gebeurt dat nooit, en *short selling* van aandelen van industriële aandelen wordt evenmin verboden. Trouwens, bij de verkooporders van bank aandelen zaten ongetwijfeld ook veel gewone verkopen, niet alleen *shorters*. De *short selling ban* heeft overigens de neerwaartse trend niet kunnen ombuigen. Ook al waren er ongetwijfeld schandalige gevallen van *short selling* en



al had men daaraan iets kunnen doen, dan nog is de vraag: al je iets doet, wat doe je dan? CESR heeft zopas een consultatiepaper gepubliceerd dat tot bekendmaking verplicht van short posities aan de autoriteiten vanaf 0,1% van de in omloop zijnde effecten en aan de markt vanaf 0,5%.

Het ligt nu nog ter studie, maar we bekijken ook wat er kan gedaan worden op het vlak van *settlement* van *short* transacties. Om te beletten dat niet-levering van de effecten tot scheeftrekkingen zou leiden, zou men de verplichting kunnen inbouwen om op straffe van een zware boete de geleende effecten binnen een bepaalde termijn te leveren. Dat is dus eerder het streng de hand houden aan tijdige levering dan een echt verbod op *short selling*, maar het zal *short selling* wel ernstig beperken. Een echt verbod kunnen we eventueel achter de hand houden voor specifieke gevallen. Een kwestie dus van een stok achter de deur, al is het ook zo dat de leden van CESR het oneens zijn. Eventueel zou men ook kunnen stellen dat men alleen maar *short* mag gaan eens de koers gestegen is: dit is de Amerikaanse *uptick rule*.

Ter bescherming van de belegger wordt ondermeer gepleit voor een registratie van nieuwe financiële producten en voor een begrijpelijke "bijsluiter" voor elk product. Is dat realistisch?

De vraag is: wie begrijpt de bijsluiter van geneesmiddelen? Je weet niet waarvoor het dient, alleen waarvoor het niet dient. Daar ben je dus niets mee. En wie begrijpt er een prospectus? Ze zijn zeer dik, maar er staat niets in als leidraad voor de belegger. Maar ze staan wel vol *disclaimers*. Ze zijn beschermingsinstrumenten, niet van de belegger, maar van de emittent. Dat is de wereld op zijn kop. Lamfallusy zegt dat de wet moet worden aangepast en dat er voldoende beleggingsbeschermingsinstrumenten moeten ontwikkeld worden binnen de CBFA. Dat is een oud zeer want de CBFA kon dat niet binnen de bestaande wetgeving.

Maar hoe doen we aan beleggingsbescherming? Het gaat er in de eerste plaats om nuttige informatie te geven waaraan de mensen iets hebben. De prospectussen zoals ze nu bestaan, zijn echt niet dienstig. Wat men gedaan heeft voor de beleggingsfondsen met het Key Information Document, met essentiële gegevens op twee bladzijden, die techniek zou men ook kunnen volgen voor alle gewone emissies, naast het volledige prospectus. Anderzijds lijkt het mij noodzakelijk dat men inwerkt op de tussenpersonen die effecten aan de man brengen. Daar zijn heel wat problemen. Deze mensen zijn daar niet altijd voor opgeleid. Ze verkopen beleggingsproducten alsof het citroenen of bananen zijn, maar er is geen behoorlijk advies bij en de verkoopsrichting hangt vaak af van de omzetcijfers. We zullen dat moeten aanscherpen zodat er een soort van zorgplicht komt voor de belegger. Het bankpersoneel zal onafhankelijker moeten optreden. In MiFID zitten nu al heel wat aanknopingspunten, met de problematiek van de belangenconflicten, de aangepastheid van de voorgestelde belegging, enzovoort. De beleggers moet duidelijk worden gemaakt dat als ze meer rendement willen, ze ook meer risico lopen. Er moet dus ook een *financial education* luik van de belegger komen. Er zijn erge gevallen van *mis-selling* bekend, waarbij ook CDO's aan - weliswaar vermogende - particulieren werden verkocht.

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.