

leiden op haar activiteit, bijvoorbeeld wanneer haar activa in waarde verminderen of een solvabiliteitsrisico van een tegenpartij onvoldoende ingedekt is. Als het verlies invreest op het kapitaal vermindert dat de seigniorage. Daarnaast kan het ook de geloofwaardigheid van het monetair beleid aantasten en een herkapitalisatie nodig maken.

Jitte AKKERMANS

## FINANCIEEL RECHT

J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. N. GORDON, C. MAYER en J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation* (Oxford: OUP 2016), 648 p., £125

Het boek *Principles of Financial Regulation* werd geschreven door een groep professoren van de Law Faculty en de Said Business School van de University of Oxford en introduceert de lezer op een radicaal vernieuwende manier tot het financieel recht. In plaats van te focussen op en te beginnen met de juridische instrumenten van het financieel recht, legt het boek de (voornamelijk economische) principes achter het financieel recht uit, om zo het financieel recht beter te kunnen begrijpen. De concrete wetgevende instrumenten zelf worden slechts zeer kort besproken, en worden eerder gebruikt ter illustratie van algemene principes en van de beleidsopties waarmee wetgevers geconfronteerd worden. Hierbij wordt er vooral gekeken naar het recht van de Verenigde Staten en de Europese Unie, en binnen de Europese Unie naar het recht van het Verenigd Koninkrijk. Zelf omschrijven de auteurs dit als een “macrobenadering”, waarbij het financiële systeem op een holistische manier wordt bestudeerd, maar zonder in te gaan op de details van het “microniveau”.

Deze benadering is bijzonder geschikt voor een boek over financieel recht: door de veelheid aan en enorme complexiteit van financiële regulering is een gedetailleerde beschrijving van het financieel recht in één handboek bijzonder moeilijk, en daarenboven ook minder interessant en snel achterhaald. Geen van de bestaande handboeken financieel recht – waarvan er een aantal ook van uitstekende kwaliteit zijn – heeft een gelijkaardige focus op het blootleggen van de ratio achter de regels. Het voordeel van *Principles of Financial Regulation* is tevens dat het gemakkelijk(er) de tand des tijds kan doorstaan: het is de (economische) manier van denken over financieel recht en de methode die de meerwaarde van het boek vormen, en die nuttig blijven. Natuurlijk kunnen er nieuwe financiële instellingen of financiële instrumenten opduiken, of nieuwe technologieën, nieuwe economische inzichten, nieuwe vormen van economische regulering ... Zelfs in zulke gevallen zal de lezer kunnen terugvallen op het intellectueel kader uiteengezet in *Principles of Financial Regulation*.

Een dergelijke benadering komt echter ook met enkele nadelen: de lezer zal in dit boek niet de antwoorden vinden op de vele complexe vragen van positief recht, bijvoorbeeld over de correcte interpretatie van de definitie van *insider trading*, of bijvoorbeeld op welke personen de “*fit & proper*” vereisten nu precies van toepassing zijn in de verschillende financiële instellingen. Wel zal het boek de lezer informeren over hoe deze (en vele andere) regels tegemoet komen aan de economische doelstellingen van het financieel systeem, en wat de voor- en nadelen zijn van dergelijke regels.

De auteurs hanteren ook een benadering van het financieel recht die ze beschrijven als een “functionele” benadering (in tegenstelling tot een “institutionele” benadering), omdat ze bijvoorbeeld kijken naar “welke functies worden uitgevoerd door een bank?”, eerder naar “wat is een bank?”. Zo blijkt dat sommige instellingen die niet in dezelfde mate of op dezelfde manier worden gereguleerd als een bank, toch gelijkaardige functies uitoefenen als een bank, en hierdoor ook bijdragen aan systemisch risico. Daarom argumenteren de auteurs dat het belangrijk is om bepaalde risicovolle financiële activiteiten te reguleren, eerder dan alleen bepaalde financiële instituties. Dit hangt ook samen met de kritiek die de auteurs uiten op de strikte opdeling tussen “banken” en “markten”, terwijl deze eigenlijk samen moeten bestuurd en gereguleerd worden (zie verder in deze boekbespreking).

De functionele benadering van *Principles of Financial Regulation* houdt verband met recente oproepen van onderzoekers om financieel recht meer te benaderen vanuit een cross-sectoraal perspectief, waarbij gekeken wordt of de verschillen tussen bank-, effecten- en verzekeringsrecht wel gerechtvaardigd zijn (zie bv. V. COLAERT, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field. A Research Agenda*, 17 april 2018, beschikbaar op [ssrn.com](http://ssrn.com), 11 p.).

De doelgroep die de auteurs formuleren voor het boek reflecteert ook de gekozen benadering: studenten, academici, regulatoren en personen uit de praktijk. Zoals de auteurs zelf opmerken is het boek wat die laatste categorie betreft echter niet voldoende gedetailleerd om als basis te dienen om cliënten advies te geven. Wel kan het voor die doelgroep dienen om het recht beter te begrijpen, en vooral ook om de link te zien tussen de verschillende domeinen van het financieel recht. Voor de andere doelgroepen biedt het boek dan weer een nuttig kader om kritisch na te denken over de zin van financiële regulering. Hierbij biedt *Principles of Financial Regulation* een manier van denken en methodologie aan, alsook een eerste grondige analyse op macroniveau, met verwijzingen naar meer gespecialiseerde literatuur. *Principles of Financial Regulation* moet dan ook niet gezien worden als het eindpunt in de literatuur over financiële regulering, maar eerder als een startpunt voor verder onderzoek. Dit impliceert ook dat het interessant kan zijn om – als dit boek wordt gebruikt als handboek om studenten te onderwijzen in het financieel recht – studenten ook te vragen om zelf de wetgevende instrumenten en de meer gespecialiseerde literatuur te bekijken over enkele domeinen, bij wijze van *case study*. Dit is tevens de wijze waarop de auteurs zelf *Principles of Financial Regulation* gebruiken om het gelijknamige vak aan Oxford te onderwijzen.

*Principles of Financial Regulation* is zowel gericht op lezers met een juridische achtergrond, als op lezers met een economische achtergrond. Elk hoofdstuk is doorspekt met de economische analyse van het financieel recht, maar met name de eerste vier hoofdstukken van het boek (die samen deel A, “Foundations”, vormen) alsook de eerste hoofdstukken van de daaropvolgende delen (“Theory of Financial Regulation”, “Regulating Consumer Finance”, “Theory of Banking”, en “Market-Based Credit Intermediation: Shadow Banks and Systemic Risk”) zijn voornamelijk economisch van inslag.

Hoofdstuk 1 van het boek bevat een inleiding en beschrijft het ontstaan van de financiële crisis, het intellectueel kader voor de analyses, en de “bouwstenen” of de fundamentele stellingen van het boek. Een belangrijk deel van dat intellectueel kader wordt ook uiteengezet in hoofdstuk 3, waar de doelstellingen en strategieën van financiële regulering besproken worden. Hierbij vertrekt *Principles of Financi-*

*al Regulation* expliciet vanuit een economisch kader, waarbij de markt in principe zorgt voor een efficiënte allocatie van middelen.

Volgens de auteurs neemt dit echter niet weg dat er wel marktfalingen kunnen zijn die financiële regulering kunnen rechtvaardigen, zoals bijvoorbeeld informatie-asymmetrieën (bijvoorbeeld door de complexiteit van financiële producten), negatieve externaliteiten (bijvoorbeeld systemisch risico), publieke goederen (bijvoorbeeld informatie over beursgenoteerde bedrijven), imperfecte competitie (bijvoorbeeld de beperkte competitie tussen beursplatformen) en *behavioural biases* (bijvoorbeeld de bias naar onmiddellijke bevrediging – “*instantaneous gratification*”).

Vervolgens beschrijven de auteurs de doelstellingen van financiële regulering, zoals die voortvloeien uit de wens om bovenstaande marktfalingen te verhelpen: (i) de bescherming van investeerders, cliënten, depositohouders, verzekerden en andere gebruikers van het financiële systeem, (ii) consumentenbescherming, (iii) de stabiliteit van het financiële systeem als geheel, (iv) het faciliteren van efficiënte markten, (v) het bevorderen van de mededinging in de financiële sector, (vi) het vermijden van financiële misdrijven, en (vii) het rechtvaardig verdelen van resultaten (de enige doelstelling die niet gebaseerd is op economische efficiëntie).

De auteurs merken wel op dat er ook kosten verbonden kunnen zijn aan een wetgevende interventie om deze doelstellingen te realiseren (inclusief de kost dat de wetgever zelf fout zit, zogenaamde “*regulatory failure*”), en dat men die kosten moet afwegen tegen de voordelen van het verhelpen van de marktfaling. *Principles of Financial Regulation* neemt ook de stelling in dat deze doelstellingen vaak in conflict zullen komen, maar dat het verzekeren van financiële stabiliteit hierbij in principe prioriteit moet krijgen, aangezien de potentiële kosten van een financiële crisis (geschat op biljoenen) de andere potentiële maatschappelijke kosten ver overstijgen. Dit impliceert bijvoorbeeld dat de toezichthouder die verantwoordelijk is voor macroprudentieel beleid aan de “top van de piramide” moet staan, zoals besproken wordt in hoofdstuk 19 van *Principles of Financial Regulation*.

Wetgevers beschikken over verschillende instrumenten om de beschreven doelstellingen te realiseren, die *Principles of Financial Regulation* classificeert in zeven verschillende “strategieën”: “*entry regulation*” (zoals bijvoorbeeld vergunningen en het reguleren van de toegang van producten tot de markt), “*conduct regulation*” (zoals de “*conduct of business*” regels), “*information regulation*” (zoals initiatieven rond opleiding en *disclosure* van informatie), “*prudential regulation*” (zoals kapitaalvereisten, liquiditeitsvereisten en macroprudentiële regulering), “*governance regulation*” (zoals de regulering van de structuur van de raad van bestuur en de verloning van managers), “*insurance*” (zoals depositogarantiesystemen, “*lender of last resort*” faciliteiten en “*bail-outs*”) en “*resolution*” (afwikkelingsprocedures).

*Principles of Financial Regulation* is echter ook niet blind voor de beperkingen van financiële regulering, die worden beschreven in hoofdstuk 4. Een bijzondere uitdaging voor financieel recht is de complexiteit van het financiële systeem en de voortdurende innovatie ervan, bijvoorbeeld door de opkomst van nieuwe technologieën. Dit hangt ook samen met het fenomeen van “*regulatory arbitrage*”, waarbij financiële instellingen proberen om de kosten van regulering te ontwijken en toch functioneel hetzelfde resultaat te bereiken, door zich juridisch anders te structureren. Dit is één van de centrale stellingen van *Principles of Financial Regulation*: het financiële systeem is dynamisch, en daarom moet financiële regulering minstens even dynamisch zijn. Ten slotte erkennen de auteurs de mogelijkheid dat de

wetgeving en regelgeving niet optimaal de belangen van de maatschappij dienen, maar eerder de private belangen van de politici of toezichthouders die de regels opstellen. Zo is er bijvoorbeeld het fenomeen van “*regulatory capture*”, waarbij de toezichthouder een *bias* ontwikkelt jegens de financiële sector. Dergelijke analyse maakt deel uit van de “*political economy of financial regulation*”, en wordt meer diepgaand behandeld in hoofdstuk 25.

Hoofdstuk 2 van *Principles of Financial Regulation* is één van de belangrijkste hoofdstukken van het boek. In dit hoofdstuk wordt een “holistische” beschrijving van het financieel systeem gegeven, waarbij vijf fundamentele functies worden onderscheiden: (i) het verzorgen van een veilig systeem voor betalingen op afstand, (ii) het samenbrengen van kapitaal van spaarders die meer financiële middelen hebben dan nodig voor hun (huidige) persoonlijke consumptie, (iii) het selecteren van projecten tussen de projecten die kapitaalinvesterings zoeken, (iv) het monitoren van de resultaten van de geselecteerde projecten waarin geïnvesteerd werd, en (v) het beheren van risico.

Institutioneel gezien bestaat dit financieel systeem volgens de auteurs uit enerzijds financiële tussenpersonen, zoals onder andere banken, verzekeringsinstellingen, pensioenfondsen en beleggingsfondsen, en anderzijds uit financiële markten, zoals de markt voor aandelen, obligaties, derivaten, enzovoort. De werking van de markten wordt daarbij ondersteund door actoren die de productie, analyse en verificatie van informatie verzorgen, wat het boek “*information intermediaries*” noemt, zoals *underwriters*, aandelenanalisten, *credit rating agencies*, bedrijfsrevisoren, en advocaten (zie hierover hoofdstuk 6). Daarnaast wordt de werking van markten ook ondersteund door instellingen die de marktinfrastructuur verzorgen, zoals effectenbeurzen (bv. de New York Stock Exchange) en alternatieve handelsplatformen (verder beschreven in hoofdstuk 7).

Een centrale claim van *Principles of Financial Regulation* is dat zowel banken als andere financiële tussenpersonen en marktsystemen de vijf fundamentele functies van het financiële systeem kunnen verzekeren, en dat men het financieel systeem dus best op een holistische manier benadert. De opdeling tussen “markten” en “banken” bepaalt wel voor een groot deel de structuur van het boek. Markten en banken worden behandeld in respectievelijk deel B en deel D. Deel E, “Markets and Banks”, integreert echter beide benaderingen.

In het deel over markten (deel B) bespreekt hoofdstuk 5 allereerst de economische theorie over financiële markten, voornamelijk gegrond in de “*Efficient Capital Markets Hypothesis*” en de beperkingen daarvan. Hoofdstuk 6 en hoofdstuk 7 bespreken vervolgens de hierboven reeds vermelde actoren die vallen onder de definitie van respectievelijk “*information intermediaries*” en “*market infrastructures*”. Ten slotte worden ook klassieke effectenrechtelijke topics besproken: hoofdstuk 8 behandelt de problematiek van “*issuer disclosure*”, waar onder andere periodieke informatieplichten en de prospectus- en transparantiewetgeving aan bod komen; hoofdstuk 9 bespreekt uiteindelijk “*insider trading*”, marktmanipulatie en “*short selling*”.

Enigszins buiten deze opdeling tussen markten en banken staat deel C, waar de bescherming van consumenten in het financiële systeem behandeld wordt. Hoofdstuk 10 zet de theorie achter de regulering van dit domein uiteen, waarbij sterk wordt gesteund op inzichten uit *behavioral economics*. De conclusie is dat de beperkingen aan de menselijke rationaliteit een meer verregaande wetgevende interventie rechtvaardigen, maar dat ook deze interventie beperkingen heeft. *Principles of Fi-*

*nancial Regulation* stelt dat *disclosure* weinig effectief is gebleken voor consumentenbescherming, omdat consumenten de informatie niet werkelijk lezen en omdat er voor veel financiële producten, in tegenstelling tot bijvoorbeeld voor aandelen, geen relatief efficiënte secundaire markt is die al de beschikbare informatie incorporeert in de prijs. De auteurs merken op dat er in wetgeving daarom vooral gekozen wordt voor regulering van het gedrag van de financiële tussenpersonen (“*conduct regulation*”), en recent ook voor “*product governance*”, waarbij de het proces van het ontwikkelen van het product en het specificeren van een doelgroep gereguleerd wordt. Regulering van het financieel product zelf (“*product regulation*”) wordt vaak beschouwd als een te verregaande inperking op de keuzevrijheid van de financiële consument, al zijn er uitzonderingen in de wetgeving in bepaalde landen, zoals bijvoorbeeld de regulering van de zogenaamde “*payday loans*” (leningen op erg korte termijn met hoge interestvoeten) in het Verenigd Koninkrijk. Hoofdstuk 11 en 12 passen deze theoretische inzichten toe op respectievelijk het geven van financieel advies en op het aankopen van financiële producten.

Ook deel D over banken begint met een hoofdstuk over de economische theorie achter banken (hoofdstuk 13). Drie centrale functies van banken worden besproken: (i) het omzetten van liquide, onmiddellijk opvraagbare deposito’s in illiquide activa (“*liquidity transformation*”), (ii) het omzetten van korte termijn deposito’s in lange termijn activa (“*maturity transformation*”), en (iii) het omzetten van deposito’s met een laag risico in investeringen (zoals bv. leningen) met een individueel hoog risico (“*credit transformation*”). Deze functies zijn niet uniek aan banken, maar banken zijn meestal wel de enige instellingen die wettelijk gezien deposito’s kunnen ontvangen die gebruikt kunnen worden als betaalmiddelen.

Zolang de depositohouders niet allemaal tegelijkertijd hun deposito’s opvragen, en zolang de bank de deposito’s voldoende gediversifieerd belegt, loopt de bank weinig risico. Er is echter wel een probleem als depositohouders bijvoorbeeld gecorreleerd hun deposito’s opvragen, aangezien een bank gevoelig is voor een “*bank run*”: depositohouders hebben een *incentive* om hun deposito’s terug te trekken voor anderen dat doen als ze vermoeden dat de bank insolvent is of zal worden. Als voldoende depositohouders dit doen zal de bank, die minder liquide middelen aanhoudt dan er deposito’s zijn, illiquide activa snel terug moeten omzetten in liquide activa om te voldoen aan een liquiditeitsprobleem. Doordat het in dat geval gaat om een “*fire sale*” wordt het moeilijk om de volledige waarde van de activa te realiseren, zodat het liquiditeitsprobleem zich snel kan omzetten in een solvabiliteitsprobleem. Dit is ook zo als de eerste depositohouders onterecht hun deposito’s hebben teruggetrokken, bijvoorbeeld wegens een foutief gerucht. Een *bank run* is dus een *self-fulfilling prophecy*.

Daarnaast bespreekt *Principles of Financial Regulation* hoe het falen van een bank kostelijk is vanuit maatschappelijk perspectief, onder meer wegens de belangrijke functie van banken voor betalingssystemen (die verder worden besproken in hoofdstuk 18). Ook zijn banken met elkaar gelinkt, waardoor het falen van één bank snel kan leiden tot het falen van een andere bank (ook een zogenaamde “*externaliteit*”). Ten slotte zijn er ook grote informatieasymmetrieën tussen banken en depositohouders: het is moeilijk om de bank te monitoren door de complexe structuur van de activiteiten van de meeste banken en doordat er zo veel kleine depositohouders zijn. Omwille van die fragiliteit van het bankenmodel en de genoemde marktfalingen (externaliteiten en informatieasymmetrieën) worden banken streng gereguleerd in



de meeste landen. Hoofdstuk 14 bespreekt de kapitaalvereisten die opgelegd worden aan banken. De idee is dat een bank minder snel insolvent zal worden als ze verliezen lijdt, waardoor depositohouders minder geneigd zijn om over te gaan tot een *bank run*.

In hoofdstuk 15 worden dan weer de liquiditeitsvereisten voor banken besproken, die specifiek ervoor willen zorgen dat banken een zeker niveau van liquiditeit hebben, om zo een externe schok te overleven en een *bank run* te vermijden. In dit hoofdstuk komen ook twee andere vormen van liquiditeitsregulering voor banken aan bod. Zo kunnen banken ook genieten van steun van de centrale bank als “*lender of last resort*”. Dit houdt in dat de centrale bank solvabele banken met liquiditeitsproblemen zal ondersteunen via kortetermijnfinanciering tegen interest en tegen onderpand. Daarnaast worden banken ook indirect beschermd tegen *bank runs* door de depositogarantiebescherming. Hierdoor worden de deposito's tot een bepaald bedrag terugbetaald door een fonds bij het falen van een bank, wat de *incentives* voor de depositohouders om over te gaan tot een *bank run* vermindert.

Hoofdstuk 16 behandelt vervolgens de resolutie van banken, waarbij gepoogd wordt om een falende bank op een dergelijke manier af te wikkelen dat het systemisch risico zich zo weinig mogelijk verspreidt naar andere banken. Ook zijn banken onderworpen aan bijkomende *corporate governance* vereisten, die als doel hebben om te vermijden dat de bank faalt, om op die manier de aandeelhouders en schuldeisers van banken te beschermen en financiële stabiliteit te verzekeren (zie hoofdstuk 17). Onder andere de structuur van de raad van bestuur, het risicomanagement, de verloning van bestuurders en werknemers, de rechten van aandeelhouders en de aansprakelijkheid van bestuurders komen aan bod.

De auteurs wijzen in elk van de voorgaande hoofdstukken ook op de voor- en nadelen van bankenregulering. Enerzijds probeert de regulering bij te dragen tot het beschermen van aandeelhouders en schuldeisers en van de financiële stabiliteit. Anderzijds moet de wetgever er ook over waken dat de regulering niet te kostelijk is voor banken en banken te sterk beperkt in hun activiteiten, omdat dit zou kunnen leiden tot een vermindering in het aantal verstrekte leningen en dus in een rem op de reële economie. Daarnaast is er specifiek bij de depositogarantiesystemen en bij de *lender of last resort* faciliteit een risico op *moral hazard* en op het verstrekken van een impliciete subsidie aan banken.

De voorgaande hoofdstukken bespreken voornamelijk “microprudentiële regulering” – regulering die als doel heeft om het overleven van een individuele bank te verzekeren. Na de crisis is echter duidelijk geworden dat dit gepaard moet gaan met een “macroprudentiële benadering”, waarbij geprobeerd om de stabiliteit van het financiële systeem als geheel te vrijwaren (zie hoofdstuk 19). Ten eerste bestaat dit macroprudentiële perspectief uit een “*cross-sectional*” perspectief, waarbij niet gekeken wordt naar een individuele bank, maar naar de interconnecties tussen banken, alsook tussen banken en niet-banken. Ten tweede is er ook een “*time-series*” perspectief, waarbij er aandacht wordt besteed aan het opbouwen van systemisch risico doorheen verschillende economische cycli.

In zekere zin dragen ook de maatregelen besproken in de vorige hoofdstukken bij tot de financiële stabiliteit van het systeem als een geheel. Soms worden die maatregelen zelfs versterkt met een expliciet macroprudentieel element, zoals bijvoorbeeld de “*counter-cyclical capital buffer*” of de “*Global Systemically Important Bank buffer*”. *Principles of Financial Regulation* noemt deze benadering de “*micropru-*

*dential plus*” benadering, omdat de maatregelen gebaseerd zijn op microprudentiële bouwstenen. Daarnaast zijn er ook nog “echte” macroprudentiële instrumenten. Zo kan in de Verenigde Staten de *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) bijvoorbeeld ook niet-bancaire financiële instellingen aanmerken als systemisch belangrijk en hen onderwerpen aan bijkomende regulering, en is in de EU de European Systemic Risk Board (ESRB) verantwoordelijk voor het macroprudentieel toezicht.

In deel B over markten en deel D over banken nam *Principles of Financial Regulation* nog een benadering die in hoofdzaak de opdeling tussen deze twee sectoren volgde. De meest vernieuwende hoofdstukken zijn echter te vinden in deel E, waar de theorie en regulering van markten en banken met elkaar in verband wordt gebracht. Eén van de fundamentele stellingen van het boek is immers dat deze opdeling achterhaald is in het huidige financiële systeem. Zo werd de “*credit transformation*” functie van banken (het omzetten van activa met een laag risico in meer winstgevende activa met een hoger risico) deels vervangen en aangevuld door effectisering en door de opkomst van verzekeringsinstellingen, beleggingsfondsen en pensioenfondsen die investeren in schuldeffecten van bedrijven. Langs de andere kant werden de “*maturity transformation*” en “*liquidity transformation*” functies van banken (het omzetten van liquide activa op korte termijn in illiquide investeringen op lange termijn) ook deels uitgevoerd door niet-banken die zich financieren via andere kortetermijnfinanciering, zoals *repo's* en *commercial paper*. *Principles of Financial Regulation* noemt dit “*market-based credit intermediation*”, wat het onderwerp vormt van hoofdstuk 20.

Natuurlijk zorgden deze fenomenen ervoor dat bepaalde niet-bancaire financiële instellingen een even fragiel *business model* hadden als banken, zonder bijhorende financiële regulering. Dit is het bekende fenomeen van “*shadow banking*”. Tijdens de financiële crisis sleurden deze *shadow banks* ook banken mee, omdat deze vaak nauw aan elkaar gelinkt waren, onder andere doordat ze deel uitmaakten van dezelfde financiële groep, doordat ze dezelfde financiële activa aanhielden die tijdens de crisis waardeloos waren geworden, en door de impliciete garanties van banken aan bijvoorbeeld effectiseringsvehikels.

Volgens de auteurs zou de financiële crisis dus deels te wijten zijn aan een te strikte opdeling van het denken in de intellectuele silo's van banken versus markten. Er werd onvoldoende erkend dat banken niet enkel traditionele bancaire activiteiten zoals het aannemen van deposito's en het verstrekken van leningen uitvoeren, maar ook actief zijn op markten, wat ook bijdraagt aan het systemisch risico. Omgekeerd werd er ook onvoldoende erkend dat niet-banken, zoals verzekeringsinstellingen (bijvoorbeeld AIG) of “*investment banks*” (in Europese termen “beleggingsondernemingen” of “*investment firms*”) ook een negatieve impact kunnen hebben op de financiële stabiliteit, terwijl de financiële regulering van en het financieel toezicht op deze sector voornamelijk gericht was op de bescherming van investeerders en consumenten.

Deze inzichten worden tevens verder uitgediept in de volgende hoofdstukken. Hoofdstuk 21 over “*making markets*” focust daarbij op het systemisch risico dat gegenereerd wordt door zogenaamde “*investment banks*” of “*dealer banks*”. Dit gebeurt voornamelijk doordat zij gelijkaardige activiteiten kunnen uitvoeren als banken (“*liquidity transformation*”, “*maturity transformation*” en “*credit transformation*”), onder andere via kortetermijnfinanciering, effectisering en derivaten-

markten. Dit impliceert dat er ook hier nood is aan bijkomende regulering om het systemisch risico te identificeren en beheersen. De auteurs pleiten echter voor een functionele benadering, waarbij de regulering niet gekoppeld wordt aan één bepaalde instelling (bv. “*investment bank*”), maar aan het uitvoeren van deze risicovolle transformatie-activiteiten.

In hoofdstuk 22 wordt de analyse van het systemisch risico verder uitgebreid naar andere financiële instellingen, en met name naar collectieve beleggingsfondsen, de “*asset managers*” die dergelijke fondsen beheren, en verzekeringsinstellingen. Hier is de conclusie dat het *business model* van deze fondsen een stuk minder fragiel is en dat het risico op een *run* in principe een stuk kleiner is. Zo ligt het investeringsrisico in zogenaamde “*UCITS*” of “*mutual funds*” in principe bij de eindinvesteerder, en niet bij het fonds zelf of de *asset manager*. Toch kunnen er ook bij hen liquiditeitsproblemen optreden, omdat investeerders in principe op elk moment uit een fonds kunnen stappen. Dat geldt met name bij zogenaamde “*money market funds*”, waarbij aan beleggers een erg gelijkaardig instrument als een deposito wordt geboden, maar zonder depositogarantie of *lender of last resort* faciliteiten. De auteurs besluiten dan ook dat aangezien *money market funds* dezelfde functies en risico’s als banken hebben, ze in zekere mate als banken gereguleerd zouden moeten worden. Andere fondsen, zoals “*hedge funds*” en “*private equity funds*”, dragen volgens de auteurs dan weer minder bij tot systemisch risico, mede omdat investeerders niet op elk moment hun investering kunnen terugvragen, behalve in de mate dat banken blootgesteld worden aan deze instellingen – wat dan echter beter wordt opgelost via de regulering van banken op dit gebied. Ten slotte besluit hoofdstuk 22 dat de *core business* van verzekeringsinstellingen niet een gelijkaardige fragiliteit vertoont als banken, aangezien er geen sprake is van “*liquidity transformation*”, “*maturity transformation*” of “*credit transformation*”, en aangezien de kans op besmetting van andere financiële instellingen gering is. De auteurs argumenteren dan ook dat ze enkel significant bijdragen tot systemisch risico als ze nauw verbonden zijn met andere financiële instellingen, of als ze actief zijn in niet-traditionele verzekeringsactiviteiten, zoals bijvoorbeeld het onderschrijven van “*credit default swap*” (waar verzekeraar AIG mee in de problemen kwam tijdens de financiële crisis). Voor deze systemisch relevante verzekeringsinstellingen is bijkomende regulering dan ook gerechtvaardigd.

Het laatste hoofdstuk van deel E, hoofdstuk 23, gaat vervolgens in op het controversiële fenomeen van “*structural regulation*”, waarbij bepaalde activiteiten wettelijk gescheiden moeten worden van de bankactiviteit. In het algemeen is de doelstelling om de risicovolle “*investment banking*” activiteiten, zoals onder meer het handelen in effecten voor eigen rekening (“*proprietary trading*”), te scheiden van de *core* bankactiviteiten, zoals het aannemen van deposito’s en het verstrekken van leningen. Dit zou ook de afwikkeling en de supervisie van dergelijke instellingen moeten vergemakkelijken, al staan de auteurs eerder kritisch tegenover deze oplossing.

In deel F van *Principles of Financial Regulation* wordt ten slotte gefocust op de institutionele architectuur van financiële regulering. Hoofdstuk 24 geeft een overzicht van het laatste deel, inclusief de toezichtsstructuur in de Verenigde Staten, de Europese Unie en het Verenigd Koninkrijk. Hoofdstuk 25 gaat vervolgens dieper in op de “*political economy*” van financiële regulering, en met name hoe de private belangen van politici, toezichthouders en belangengroepen mee de inhoud ervan bepalen. Hoofdstuk 26 gaat dieper in op “*supervision*” (de continue dialoog tus-



sen de toezichthouder en gereguleerde financiële instellingen) en op “*enforcement*” (acties om niet-naleving van de financiële regulering te bestraffen en te ontmoedigen). Hoofdstuk 27 bespreekt de verschillende modellen voor financieel toezicht, waaronder het geïntegreerd model (één toezichthouder voor de financiële sector), het “institutionele” of “sectorale model” (één toezichthouder per financiële sector – banken, markten en verzekeringen en pensioenfondsen) en het “*twin peaks*” model (één toezichthouder bevoegd voor financiële stabiliteit (prudentieel toezicht) en één toezichthouder bevoegd voor de bescherming van consumenten, investeerders en andere gebruikers (gedragstoezicht)). Hoofdstuk 28 gaat vervolgens in op internationale samenwerking in financiële regulering, die in hoofdzaak op drie manieren verloopt: (i) via bindende multilateraal verdragen (zoals de EU verdragen), (ii) via *soft law* multilaterale instrumenten (zoals de Basel normen), en (iii) via bilaterale verdragen tussen staten.

Hoofdstuk 29 sluit het boek *Principles of Financial Regulation* af. In dit hoofdstuk worden de centrale stellingen van het boek herhaald, met name de functionele benadering, de prioriteit die gelegd wordt op financiële stabiliteit, de aandacht voor macroprudentiële regulering, het dynamische en internationale karakter van het financiële systeem, en het risico dat de oplossingen van vandaag de problemen van gisteren oplossen, maar niet in staat zijn de financiële crisis van de toekomst te vermijden. De auteurs erkennen ook dat *Principles of Financial Regulation* geen formule biedt om toekomstige crises te vermijden, maar dat het wel kan leiden tot een beter begrip van financiële regulering.

Tegelijkertijd erkennen de auteurs ook de beperkingen van hun werk. In de eerste plaats was de analyse beperkt tot de Europese Unie en de Verenigde Staten, belangrijke jurisdicties die ook zwaar getroffen werden door de financiële crisis. Verder onderzoek kan de analyse echter uitbreiden naar bijvoorbeeld Azië. Daarnaast zal technologie in de toekomst wellicht een nog grotere rol spelen in het financiële systeem, zodat ook daar ruimte is voor verder onderzoek. Ten slotte merken de auteurs op dat er recent meer en meer aandacht is voor cultuur in de financiële sector. Getuige hiervan zijn de aandacht voor toezicht op gedrag en cultuur door de Nederlandse toezichthouder (zie: DNB, *Supervision of Behavior and Culture*, 2015) en recenter ook de aandacht door de Engelse toezichthouder (FCA, *Transforming Culture in Financial Services*, maart 2018).

Ter conclusie, *Principles of Financial Regulation* is een uitstekend academisch werk, dat iedereen zal boeien die meer wil weten over financieel recht. De topics die besproken worden zijn van een enorm maatschappelijk belang en beheersen op dagelijkse basis de krantenpagina's. Dit boek is het eerste dat een diepgravende juridische én economische analyse biedt van de bestaande financiële regulering. Door de functionele benadering, de economische focus op marktfalen en de nadruk op financiële stabiliteit en systemisch risico over de sectoren heen, biedt *Principles of Financial Regulation* ook een intellectueel kader voor verder onderzoek in het financieel recht, en met name voor een cross-sectorale benadering van het financieel recht.

Door de focus op macroprincipes in plaats van op de juridische details leest het boek vlot, en zijn er op elke pagina nieuwe en interessante inzichten te vinden. De omvang van het boek is ook relatief beperkt gebleven in verhouding tot het opzet: het gehele bankenrecht én effectenrecht wordt gedekt, en dat in slechts 669 pagina's. Daarnaast zijn de auteurs er ook in geslaagd om een breed publiek aan te spreken

van zowel juristen als economen en van zowel zijdelings geïnteresseerden als specialisten in het financieel recht, waarbij men steeds begint bij de basisbeginselen, maar toch een zeer geavanceerd niveau van analyse bereikt. Daarmee is het boek een aanrader voor iedereen die ook maar enigszins geïnteresseerd is in financiële regulering.

Tom Vos

## FINANCIEEL RECHT

D. MATRI, *Covenants and Third-Party Creditors - Empirical and Law & Economics Insights Into a Common Pool Problem* (Londen: Springer 2017), xvii + 265 p., €121,89

Dit boek vormt de commerciële editie van het doctoraal proefschrift van Daniela Matri (Universität Bremen). Het boek is eerder beperkt in omvang (188 pagina's, met nog een 70-tal pagina's bijlagen) en laat veel ruimte voor verder onderzoek; het is dan ook geen *Habilitationsschrift*. De beperkte omvang, gecombineerd met een vlotte en *no-nonsense* schrijfstijl, zorgt er evenwel voor dat de lezer het boek in één adem zal willen uitlezen.

De auteur behandelt in dit proefschrift de thematiek van *covenants* en de bijbehorende externaliteiten voor *third-party creditors*. *Covenants* zijn in beginsel clausules die in leningsovereenkomsten worden overeengekomen tussen de schuldenaar en één of meerdere gesofisticeerde schuldeisers. De contracterende schuldeiser krijgt daardoor een bepaalde mate van controle over (het bestuur van) de schuldenaar in financiële moeilijkheden. In die zin creëren *covenants* een bilateraal privaat *governance*-systeem tussen de contracterende schuldenaar en schuldeiser. Dit onderzoek focust op de mogelijke effecten van zo'n bilateraal *governance*-systeem op de verhaalsmogelijkheden van *third-party creditors* (i.e. de schuldeisers buiten de bilaterale overeenkomst). Daarbij heeft de auteur een bijzondere aandacht voor het Duitse en Amerikaanse recht alsook voor banken als frequent voorkomende schuldeisers in zulke bilaterale private systemen. De auteur belicht haar onderzoeksbevindingen aan de hand van vier delen.

Het eerste deel bestaat uit een theoretisch kader, m.i.v. de ontwikkeling van de probleemstelling en onderzoeksvraag. In dit deel worden o.m. de verschillende soorten *covenants* alsook de *ratio legis* van *covenants* op een kernachtige doch overzichtelijke wijze weergegeven.

Het tweede deel behelst een bespreking van de mogelijke positieve en negatieve externaliteiten van zulke bilateraal *governance*-systemen voor *third-party creditors*. In positieve zin kan men o.a. denken aan een verkleining van het agent-principaal probleem tussen de (meerderheids)aandeelhouders (die in de continentale rechtssystemen doorgaans het bestuur controleren) en de schuldeisers. Een verkleining van dit probleem (en dus een verlaging van de agentkosten) komt niet enkel de contracterende gesofisticeerde schuldeiser (i.h.b. de bank) ten goede, maar ook de *third-party creditors*. Voorts zal de uitoefening van zulke *covenants* er vaak voor zorgen dat *third-party creditors* rechtstreeks of onrechtstreeks informatie verkrijgen over de