

Onderzoek naar de effectiviteit van toezicht op gedrag van mensen in financiële markten is schaars en schamel. Een mede door de AFM gesponsorde leerstoel in Tilburg moet daar verandering in brengen.

BERT BAKKER

Welk toezicht is effe

FOTO: SIMONE VAN ES



Het is verbazend: zelfs in Engeland en de Verenigde Staten, waar de openbare kapitaalmarkten vanouds groot zijn en het toezicht intensief, is tot nu toe bar weinig onderzoek gedaan naar de effectiviteit van gedragstoezicht. Ook in die *rule based* gecontroleerde markten, waar elke bankier en broker te maken heeft met planken vol handboeken met richtlijnen, bestaan vrijwel geen gegevens over wat dat toezicht oplevert. Sterker: als wetenschappelijke discipline bestaat 'gedragstoezicht' überhaupt nergens, ook niet als specialisme binnen psychologie, sociologie of criminologie.



ctief?

Hans Degryse:

“Ik kan me voorstellen dat we ook van criminologen kunnen leren.”

Wereldprimeur

De Universiteit van Tilburg en sponsor AFM die begin dit jaar een leerstoel op dit gebied startten hebben dus een soort wereldprimeur. Intrigerende vraag is welke onderzoeksopdrachten Hans Degryse, tot voor kort hoogleraar financiële economie in Leuven, bij zijn aanstelling in januari dit jaar heeft meegekregen. Degryse: “De AFM heeft mij geen directe, concrete opdrachten gegeven. Maar ik mag veronderstellen dat men mij uit meer wetenschappers heeft gekozen omdat men geïnteresseerd is in het onderzoek dat ik heb

‘Duur toezicht is niet per se té duur.’

gedaan dat zich vooral toespitste op optimal design in financiële markten.”

Degryse licht toe dat markten - hier specifiek op te vatten als beurzen - op verschillende manieren georganiseerd kunnen zijn. De belangrijkste drie prototypen zijn: het ‘veilingmodel’ zoals in bepaalde segmenten van

Euronext wordt toegepast, het ‘dealermodel’, waar market-makers voor de prijsvorming zorgen (zoals op de schermenbeurs NASDAQ) en een hybride van die twee.

Degryse: “In principe geldt dat hoe transparanter het prijsvormingsproces is, hoe kleiner de kans op informed trading oftewel handel met voorkennis. Maar ook: hoe meer liquide een markt, des te zuiverder de prijsvorming.

Kosten en baten

Toch kan een simpele conclusie dat het ene model altijd beter is dan het andere niet ►

AFM sponsort leerstoel

Sinds januari 2006 betaalt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) de helft van de kosten van de Tilburgse leerstoel Gedragstoezicht. Doel is de effectiviteit en efficiency van toezicht op het gedrag van mensen in financiële markten wetenschappelijk te onderzoeken.

In feite is er sprake van twee leerstoelen, want de wetenschappelijke opdracht is opgesplitst in een economische en een juridische kant. Hans Degryse werd driekwart jaar geleden aangesteld om de economische kant te bestrijken. De benoeming van een juridisch hoogleraar wordt dit najaar verwacht. De keuze om met Tilburg in zee te gaan - of iets preciezer: met TILEC, Tilburg Law and Economics Centre, een multidisciplinair wetenschappelijk centrum dat zich richt op mededinging, vormgeving en regulering van markten - maakte de AFM nadat ook met een aantal universiteiten over de mogelijkheden was gepraat.

Voor de leerstoelen is een raad van toezicht ingesteld waarin zowel de Universiteit van Tilburg als de AFM vertegenwoordigd is. Na drie jaar wordt er geëvalueerd.

Voor meer informatie zie www.tilburguniversity.nl/tilec/afm.

kaart brengen van de effectiviteit van soorten van gedragstoezicht niet eenvoudig zal zijn.

“Het probleem is het meten: hoe weet je bijvoorbeeld of er ergens sprake is van voorkennis? Als je geen signalen binnenkrijgt, bijvoorbeeld via de aandelenkoers of andere meldingen, weet je niets.”

Niettemin ziet de hoogleraar het als een uitdaging te proberen voor toezichthouders nieuw instrumentarium te ontwikkelen. “Misschien kun je door de liquiditeit en de mate van informed trading op de verschillende beurzen van Euronext met elkaar te vergelijken, iets leren over het toezicht.”



worden getrokken. De inaugurele rede die Degryse in januari 2007 zal uitspreken onder de titel: *Does market design matter?* zal onder meer daarover gaan. “Het veilingmodel is bijvoorbeeld wel transparant in zijn prijsvorming, maar kopers en verkopers kunnen makkelijker anoniem opereren. Dat biedt mogelijkheden voor kwaadwillenden”, zegt de Belgische hoogleraar.

Het lijkt evident dat Degryses onderzoeken veel kunnen zeggen over wat mensen ertoe brengt zich wel of juist niet integer te gedragen. De gelegenheid maakt de dief. Maar over de effectiviteit van diverse methoden van gedragstoezicht bij een gegeven marktmodel zegt het weinig. Het abstractieniveau van *market design* is nogal hoog. Ligt het dus niet voor de hand om tegelijk ook onderzoeksprogramma's te starten die aansluiten bij wat leeft onder degenen die dagelijks met dat toezicht te maken hebben?

Wat in de discussies over toezicht vaak aan de orde komt, zijn vragen rond het verschil in de effectiviteit van *rule based*- en *principle based*-toezicht. Of: is het saldo van kosten en baten bij zelfregulering soms toch niet gunstiger dan dat van zwaar extern gedragstoezicht?

‘Misschien kun je door de liquiditeit en de mate van informed trading op de verschillende beurzen van Euronext met elkaar te vergelijken, iets leren.’

Researchnetwerk

Degryse: “Je moet oppassen: duur toezicht hoeft niet inefficiënt te zijn; het is dus ook niet per se té duur. Maar eigenlijk is er nog niets over te zeggen. We zijn hier net begonnen, en de hoogleraar die zich zal bezighouden met de wetgevings- en handavingskaders waarbinnen het gedragstoezicht moet plaatsvinden is nog niet benoemd. De bedoeling is dat we een researchnetwerk gaan vormen waarbinnen een aantal aio's c.q. promovendi onderzoeken gaan uitvoeren die relevant zijn voor de leerstoel Gedragstoezicht. De genoemde vragen kunnen daarbij ook aan bod komen.”

Degryse waarschuwt overigens wel dat het in

Andere sectoren

Financiële markten zijn natuurlijk niet de enige plaatsen waar toezicht op gedrag plaatsvindt. Gewone burgers worden door de politie in de gaten gehouden, de voedingsindustrie en het restaurantwezen worden gecontroleerd op het naleven van de Warenwet. Het ligt voor de hand dat er naar de effectiviteit van dat soort toezicht, dat al zoveel langer bestaat, wetenschappelijk onderzoek is gedaan waar de hoogleraar en zijn toekomstige team van kunnen leren.

Degryse: “Vanuit mijn eigen expertise weet ik wel van onderzoeken die gedaan zijn naar de invloed van concurrentie op prijsvorming. In sterk geconcentreerde bedrijfstakken als de waterindustrie en de nutsbedrijven is vastgesteld dat het verlagen van toetredingsdrempels markten efficiënter maakt en de prijzen lager. Ook dát onderzoek suggereert dat de marktinfrastructuur heel bepalend kan zijn voor het financieel gedrag. Maar op dat praktische niveau is er nog geen kennis uitgewisseld. Ik kan me voorstellen dat we ook van criminologen kunnen leren, maar zulke contacten moeten allemaal nog gelegd worden.” ■