

Financieel toezicht na de kredietcrisis

De omvang en de hevigheid van de huidige kredietcrisis leidt al snel tot de roep om meer toezicht en regelgeving om dergelijke crises in de toekomst te voorkomen. Zeker op Europees niveau zijn verdere stappen nodig. Banken hebben echter ook hun eigen verantwoordelijkheid.

De kredietcrisis houdt de financiële markten momenteel in haar greep en de gevolgen worden ook merkbaar in de reële economie. Dit roept de vraag op of de huidige regelgeving en het toezicht nog effectief zijn, gelet op de ontwikkelingen in de financiële sector, of dat er aanleiding is voor wijzigingen. Om dit te kunnen beoordelen, zal in de volgende paragraaf eerst een toelichting worden gegeven op een aantal belangrijke factoren voor de huidige crisis. Vervolgens zal worden gezien wat de verantwoordelijkheden zijn voor de financiële sector en de toezichthouders. Tot slot zal worden ingegaan op de toekomst van de financiële regelgeving en het Europees toezicht.

Ontstaan kredietcrisis

De kredietcrisis heeft kunnen ontstaan in een financieel klimaat waarbij banken als gevolg van een daling van de rente steeds meer moeite moesten doen om goede rendementen te behalen. Dit leidde tot een zoektocht naar rendement die werd versterkt door een grote beschikbaarheid van liquiditeit op de financiële markten vanwege onder meer kapitaaltoestroom uit voornamelijk Azië (FSF, 2008). De doorslaggevende factor was echter de opkomst van het gebruik van securitisatie, waarmee banken dachten het hogere risico af te dekken door de oorspronkelijk kwalitatief minder sterke subprime leningen om te bouwen tot

triple A-leningen, die een beter rendement opleverden en bovendien niet op de balans van de financiële instellingen drukten (kader 1). Het aanvankelijke succes van dit *originate to distribute*-model leidde tot een zichzelf versterkende ontwikkeling, waardoor de huizenmarkt in de Verenigde Staten in een stroomversnelling kwam. Het is verleidelijk om de schuld van de kredietcrisis aan dit proces van securitisatie te geven. Op zichzelf is dit echter een vorm van financiële innovatie die voordelen met zich mee kan brengen. Het opknippen van leningen biedt betere diversificatiemogelijkheden voor investeerders door het creëren van verschillende tranches met hun eigen risico-rendement verhouding. Verder biedt het banken een goede mogelijkheid om de liquiditeit in de markt en hun financieringsbasis te vergroten zodat toch winsten kunnen worden gerealiseerd in tijden dat de rendementen relatief laag zijn. Het probleem van de kredietcrisis is veel fundamenteeler, namelijk het feit dat het zicht op het verband tussen risico en rendement uit het oog was verloren.

De terugkeer van risico

Zoals bij het ontstaan van elke zeepbel functioneerde het systeem goed zolang de ontwikkelingen ook gunstig waren. Toen in de loop van 2006 de situatie langzaam veranderde door een stijgende rente en een verzadiging van de huizenmarkt, kwamen de risico's aan het licht en bleek dat financiële instellingen onvoldoende rekening hadden gehouden met deze risico's. Dit werd mede veroorzaakt doordat kredietbeoordelingbureaus achteraf gezien ten onrechte een hoge beoordeling hadden gegeven aan bepaalde gesecuritiseerde producten en dat het vaak om complexe financiële producten ging. Hierdoor kwamen waarderingen tot stand die achteraf

M. VAN HENGEL EN
B. VAN DER BURG
Directie Financiële
Markten van het Ministerie van Financiën

bezien niet realistisch waren. Deze oorzaken zijn van belang bij het beoordelen van de verantwoordelijkheden van de markt en de gevolgen voor het financieel toezicht.

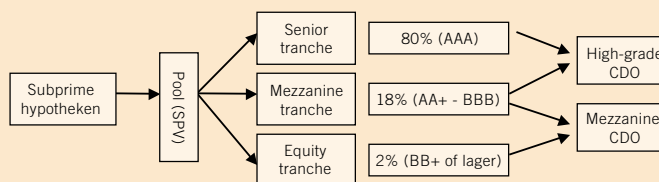
Verantwoordelijkheid van de markt

De kerntaak van banken is het managen van risico's. Dat de samenhang tussen risico en rendement verloren is gegaan, is dan ook in eerste instantie een verantwoordelijkheid van de banken zelf. Om *moral hazard* tegen te gaan moeten verliezen op risicovolle beleggingen in principe ook worden gedragen door de marktpartijen. In een gezonde financiële sector moeten banken zelf kritisch blijven beoordelen wat het risico is van hun beleggingen en hun acceptatiecriteria en niet vanzelfsprekend afgaan op het oordeel van kredietbeoordelingsbureaus. Banken zullen zich ook te allen tijde bewust blijven van de mogelijkheid van negatieve ontwikkelingen op de markt. In de toelichting bij het rapport van het *Institute of International Finance* over de kredietcrisis dat onder mede-voorzitterschap van Cees Maas is opgesteld, pleit hij in dat kader voor het bankieren met gezond verstand. Mensen die financiële producten verkopen, moeten deze ook begrijpen en zich bewust zijn van de risico's. Banken dienen tevens rekening te houden met latente verplichtingen. Zo bleek het risico van de subprime leningen bijvoorbeeld niet volledig van de balans te zijn overgeheveld en hadden banken buiten de balans om kredietlijnen toegezegd, zonder daar in hun liquiditeitsbeheer voldoende rekening mee te houden. De constatering dat overheidsingrijpen geen substituuut is voor effectief risicomanagement door financiële instellingen zelf wordt overigens ook door de sector zelf erkend. Dit blijkt uit het rapport van *Capital Requirement Monitoring Policy Group* (CRMPG, 2008) dat is samengesteld door een groep van hoge vertegenwoordigers van de grote banken in de Verenigde Staten. Een specifiek aspect waar banken aandacht aan zullen moeten besteden is de vormgeving van de beloningsstructuur van bestuurders. Deze is nu vaak nog te veel gericht op het belonen van groei en overnames zonder dat daarbij bezien wordt of deze groei ook verantwoord is. Het eenzijdige karakter

Kader 1

Securitisatie: Mortgage backed securities en CDO's

Een *mortgage backed security* (MBS) is een financiële constructie waarbij een verzameling van hypotheekleningen wordt doorverkocht aan een aparte organisatie (*Special Purpose Vehicle*, SPV). Ter financiering hiervan geeft deze SPV zelf schuldtitels uit, samengesteld uit verschillende tranches. Deze tranches kennen een onderlinge rangorde. Indien de opbrengsten uit de hypotheekbetalingen onvoldoende zijn om alle schulden te betalen, dan wordt eerst afgeschreven op de laagste tranche in de rangorde, de zogenaamde *equity tranche*, en daarna pas op de volgende tranches. Het idee hierachter is dat de tranches die het hoogst in de rangorde staan (de *senior tranches*) slechts in uitzonderlijke gevallen door een *default* geraakt zullen worden en dus een triple A-rating kunnen krijgen. De tranches zelf werden vervolgens ook weer gepoold en doorverkocht via een *collateralized debt obligation* (CDO), zodat verdere risicospreiding plaatsvindt.



Bron: IMF, *Global Financial Stability Report*, april 2008

en de kortetermijnfocus van de bonussen zorgt er bovendien voor dat bestuurders grotere risico's nemen dan gewenst is vanuit het oogpunt van aandeelhouderswaarde (Roubini, 2008).

Versterking financieel toezicht

Naast het feit dat de huidige kredietcrisis dus bij financiële instellingen zelf tot een herbezinning op de risicobeheersing moet leiden, hebben de ervaringen van de afgelopen tijd ook tot nieuwe vraagstukken op het gebied van toezicht en regelgeving geleid, zoals ook toegelicht in een brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer. De ervaringen van de kredietcrisis kunnen gebruikt worden om het toezicht in de toekomst verder te versterken. Van belang daarbij is dat de huidige financiële problemen voor een deel toe te schrijven zijn aan het feit dat de opbouw van risico's buiten het bereik van het reguliere toezicht heeft plaatsgevonden. Daarnaast geldt dat de crisis zich in golven steeds verder uitbreidt (BIS, 2008). De onrust heeft nu allang niet meer alleen te maken met de problemen op de Amerikaanse hypotheekmarkt. Door een gebrek aan vertrouwen is een liquiditeitscrisis ontstaan waarbij de geldmarkt is opgedroogd en de centrale banken enkele malen forse liquiditeitssteun moesten bieden. Het *Financial Stability Forum* heeft onlangs een rapport met aanbevelingen gepubli-

ceerd om het toezicht op financiële instellingen te versterken. Dit heeft onder meer betrekking op maatregelen voor het versterken van prudentieel toezicht, het vergroten van transparantie, het verbeteren van waarderingsmethodieken, de rol van kredietbeoordelingsbureaus en meer mogelijkheden voor crisismanagement in tijden van stress. Het rapport is breed aanvaard en de komende periode zullen de aanbevelingen verder worden uitgewerkt. Er is ook discussie ontstaan over de regelgeving met betrekking tot de kapitaaleisen van banken bij het ontstaan en afwikkelen van de crisis. Banken zijn namelijk verplicht om een bepaald percentage van hun risicodragend vermogen als reserve aan te houden en hun bezittingen in de meeste gevallen te waarderen tegen actuele marktwaarde. Deze kapitaaleis kan tot procyclische effecten leiden en de vraag dient zich daarom aan of de kapitaaleis moet worden aangepast. In de hiernavolgende paragraaf zal hier nader op worden ingegaan. Een andere discussie die een impuls gekregen heeft is de internationale dimensie van het toezicht. Door de financiële integratie ontstaan namelijk grotere en meer internationale spelers, waarbij problemen bij grote financiële instellingen tot spillover-effecten kunnen leiden in de gehele financiële sector. Dit was bijvoorbeeld het geval bij Bear Stearns toen de FED besloot dat deze instelling te groot was om failliet te laten gaan, omdat dit waarschijnlijk tot een schokgolf in de financiële sector zou leiden. Ook het ingrijpen bij Fannie Mae en Freddy Mac getuigt van het feit dat toezichthouders rekening moeten houden met de stabiliteit van het gehele financieel stelsel.

Deze discussies betekenen niet automatisch dat extra regelgeving moet worden opgesteld. De taak van de overheid en toezichthouder is vooral om de prikkels in de markt op juiste wijze vorm te geven. Ten aanzien van kredietbeoordelingsbureaus bijvoorbeeld moet de overheid terughoudend zijn met extra regels. De overheid is niet beter uitgerust dan particuliere partijen om risico's in te schatten en overheidsbemoeienis kan zelfs ten onrechte de indruk van kwaliteit wekken of de toetreding en concurrentie op de markt beperken. Met deze constatering zal in de hiernavolgende paragrafen nader worden ingegaan op de discussie over de kapitaaleis en de toekomst van het Europese toezicht.

Kapitaaleisen

De discussie over de procyclische werking van de kapitaaleis verwijst naar de constatering dat de minimumvereisten voor kapitaal de conjuncturele schommelingen zouden versterken. Dit effect werd al onderkend bij het ontwerp van Bazel 2 en mede naar aanleiding van die discussie is het initiële voorstel toen aangepast.

Bazel 2 biedt in tegenstelling tot zijn voorganger Bazel I extra flexibiliteit door meer differentiatie aan te brengen binnen de verschillende risicoposities van een bank. In Bazel 2 wordt de kapitaaleis namelijk berekend op basis van naar risico gewogen activa waarbij de risicoweeging wordt ingegeven door drie belangrijke parameters: de kans op een faillissement, de blootstelling op dat moment en het verlies dat dan optreedt. Grote geavanceerde banken kunnen toestemming krijgen om deze risico-inschatting zelf te maken op basis van interne risicomodellen, terwijl de kleinere banken door de toezichthouder voorgeschreven

waarden moeten hanteren. Een verslechtering van de economische of financiële situatie zal de financiële prestaties van het bedrijfsleven onder druk zetten waardoor de kans op faillissementen toeneemt. Als gevolg hiervan wordt de bank geconfronteerd met een hogere risicoweeging van de activa en loopt de kapitaaleis op. Tegelijkertijd kan de kapitalisatie van de bank dalen wanneer het eigen vermogen of de reserves worden aangetast door afschrijvingen. Een stijgende kapitaaleis al dan niet gecombineerd met een dalende kapitalisatie kan ertoe leiden dat een financiële instelling nieuw kapitaal moet aantrekken of de kapitaaleis moet terugbrengen door bezittingen te verkopen of strengere kredietvoorwaarden te hanteren. In een onzekere situatie versterkt dit de economische of financiële neergang.

De kapitaaleis is erop gericht om het kapitaal van een bank in relatie te laten staan tot het risico waaraan de instelling is blootgesteld, zodat de stabiliteit van een individuele instelling wordt gewaarborgd. Dit model zal altijd enige mate van dit procyclische effect met zich mee blijven brengen. De vraag is of Bazel 2 ondanks de verbeteringen ten opzichte van zijn voorganger nog altijd te procyclisch is en of er maatregelen genomen zouden moeten worden om dit te voorkomen.

Een veel gehoorde en voor de hand liggende oplossing lijkt de introductie te zijn van hogere kapitaaleisen in een periode van economische opgang (Kremers, 2008). Banken kunnen dan tijdens een periode van economische teruggang interen op de aangelegde reserves. De vraag is echter of een dergelijke maatregel effectief is. De kapitaalbuffer van banken wordt namelijk niet zozeer ingegeven door de eis van de toezichthouder, maar door de gewenste rating. De meeste banken houden een kapitaalratio aan die zich aanzienlijk boven de voorgeschreven kapitaalnorm van acht procent bevindt. Uit cijfers van de Nederlandsche Bank blijkt bijvoorbeeld dat Nederlandse financiële instellingen in de periode 2001–2006 een gemiddelde kapitaaldekking hadden van rond de twaalf procent. Verder geldt dat de daadwerkelijke kern van het probleem niet wordt aangepakt.

De kapitaaleis is niet zozeer het probleem.



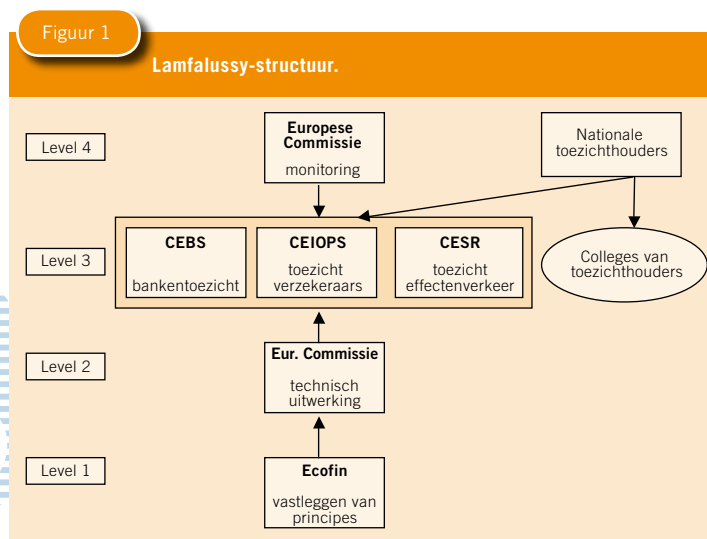
Overreacties op de financiële markten ontstaan doordat de risicoperceptie in goede tijden te optimistisch is en in slechte tijden te somber. Versterking van de regelgeving zal vooral gericht moeten zijn op het bevorderen van een juiste risico-inschatting door financiële partijen (CRMPG, 2008). Financiële instellingen zullen juist in goede tijden meer rekening moeten houden met de mogelijkheid van negatieve ontwikkelingen, bijvoorbeeld door het gebruik van stress-testen.

Kijkend naar de recente ontwikkelingen kan bovendien geconcludeerd worden dat de financiële onrust en vooral de verspreiding over de gehele financiële sector veel meer lijkt te worden veroorzaakt door andere factoren. De onrust in de afgelopen maanden is veroorzaakt door onzekerheid en een gebrek aan onderling vertrouwen, waardoor een liquiditeitscrisis is ontstaan (DNB, 2008), waarbij instellingen op grote schaal proberen liquiditeit aan te trekken door de verkoop van bezittingen, wat weer voor een nieuwe ronde van koersdalingen en afschrijvingen zorgt. De onzekerheid op de financiële markten kan verkleind worden door de transparantie over aangegane risico's, uitstaande exposure en financieringen buiten de balans om te vergroten. Daarbij dient ook meer aandacht te worden geschonken aan het liquiditeitsbeheer. Bij verschillende financiële instellingen was namelijk sprake van een mismatch tussen vorderingen en verplichtingen. Als gevolg van de onzekere situatie op de financiële markten ontstonden problemen bij het doorrollen van leningen, waardoor liquiditeitsproblemen optraden en de onzekerheid verder toenam. Naast de discussie over de kapitaal eis heeft de kredietcrisis ook het belang duidelijk gemaakt van een versterking van het toezicht in Europa.

Europees toezicht

Het toezicht in Europa is voor een belangrijk deel nog nationaal geregeld, omdat de meeste financiële instellingen en veel markten ook nog nationaal georiënteerd zijn. Tegelijkertijd doet zich een duidelijke trend voor richting meer consolidatie en internationalisatie. Hierdoor ontstaan meer spillover-effecten en neemt het belang van een goede infra-

structuur voor financieel toezicht toe. Financieel toezicht op Europees niveau vindt zijn oorsprong in een aantal wetten. Voor de wetgeving in Europa geldt de zogenaamde Lamfalussy-structuur (zie figuur). Deze bestaat uit vier niveaus. Op het eerste niveau worden algemene principes van toezicht geformuleerd door de verantwoordelijke ministers (Ecofin) in samenwerking met de Europese Commissie en het Europees Parlement. Op het tweede niveau worden deze principes verder uitgewerkt door de Europese Commissie en speciale comités die bestaan uit experts uit de betrokken lidstaten. Op het derde niveau werken de nationale toezichthouders samen. Zij adviseren de Europese Commissie en werken aan convergentie van het Europees toezicht. Daarbij bestaan aparte organisaties voor het toezicht op banken (Comité van Europese Banktoezichthouders, *Committee of European Banking Supervisors*, CEBS), effecteninstellingen (Comité van Europese Effectentoezichthouders, *Committee of European Securities Regulators*, CESR) en verzekeraars en pensioenen (Comité van Europese toezichthouders op verzekeringen en bedrijfspensioenen, *Committee of European Insurance and Occupational Pensions supervisors*, CEIOPS). In deze drie commissies zijn alle nationale toezichthouders vertegenwoordigd. Op het vierde niveau wordt de Europese wetgeving door de lidstaten geïmplementeerd en is de Europese Commissie verantwoordelijk voor de monitoring en waar nodig het stimuleren hiervan. De ministers van Financiën in de EU hebben verder afspraken gemaakt over zogenaamde colleges van toezichthouders. Dit zijn samenwerkingsverbanden waar specifiek voor een bepaalde internationale financiële instelling de direct betrokken toezichthouders bijeen zitten. Deze vorm van samenwerking kent een aantal voordelen. Nationale toezichthouders blijven verantwoordelijk voor nationale instellingen, terwijl bij grensoverschrijdende instellingen de noodzakelijke samenwerking en afstemming op Europees niveau plaatsvindt. Omdat bij het vormgeven van het toezicht bovendien alleen die toezichthouders bijeen zitten die voor de desbetreffende financiële instelling relevant zijn, zijn deze



ook efficiënt. De toenemende financiële integratie in Europa zal zich de komende jaren waarschijnlijk voortzetten. Het toezichtsmodel zal mee moeten ontwikkelen. Binnen de huidige vormgeving kunnen op dit moment een aantal concrete stappen worden gezet om het toezicht in Europa te versterken. Als eerste stap geldt dat in de mandaten van alle nationale toezichthouders een Europese dimensie moet komen. In zo'n mandaat zou geregeld moeten worden dat alle toezichthouders bij het uitoefenen van hun taken streven naar convergentie van toezicht en voor zover relevant ook rekening houden met de gevolgen voor de stabiliteit van het financiële systeem in Europa als geheel. De uitbreiding van het mandaat moet gecombineerd worden met een versterking van de huidige samenwerking binnen de colleges van toezichthouders voor grensoverschrijdende activiteiten van alle grote Europese instellingen. Verder dienen de huidige level 3-comités te worden versterkt. Deze commissies hebben op dit moment nog te weinig bevoegdheden om adviezen en aanwijzingen af te geven, terwijl het belang van samenwerking steeds verder toeneemt. Bovenstaande stappen zullen de effectiviteit van het toezicht in Europa versterken en toezichthouders stimuleren om rekening te houden met spillover-effecten. Bij verdergaande financiële integratie zal echter een punt worden bereikt dat de huidige vormgeving niet meer efficiënt en effectief is, omdat een lappendeken dreigt te ontstaan. De vraag van een Europese toezichthouder komt dan steeds sterker naar voren. Daarbij zullen ook complexe vraagstukken aan de orde moeten komen, zoals het overhevelen van verantwoordelijkheden en bevoegdheden in het geval van crises. Het is goed om daar nu al over na te denken.

Conclusie

Zijn financiële crises in de toekomst te voorkomen? Nee. Het verhandelen van risico's en het feit dat omstandigheden en economische ontwikkelingen zich kunnen wijzigen, brengt met zich mee dat financiële markten zullen blijven fluctueren. De kredietcrisis heeft kunnen ontstaan doordat in goede tijden het zicht op de verhouding tussen risico en rendement verloren is gegaan, waardoor een correctie en een herbezinning op de financiële risico's noodzakelijk was.

De overheid moet daar ook niet te veel willen ingrijpen, want banken hebben hun eigen verantwoordelijkheid. Dit betreft onder andere op het gebied van risico-inschatting en risicobeheersing, kennis van financiële producten, het buiten de balans om financieren en het zicht blijven houden op latente risico's. De overheid moet er wel voor blijven zorgen dat de prikkels op een juiste manier vormgegeven zijn en dat markten blijven functioneren en het vertrouwen in de financiële sector niet in het geding komt. De ECB heeft een aantal keer effectief ingegrepen. Wat betreft versterking van het toezicht bieden de aanbevelingen in het rapport van het Financial Stability Forum een belangrijke stap voorwaarts. Het helende effect van extra regelgeving, zoals een verhoging van de kapitaalnorm in slechte tijden, moet niet worden overschat. Het beleid zal vooral gericht moeten zijn op het bevorderen van de risico-inschatting door financiële partijen en het versterken van het liquiditeitsbeheer. Verder moet de overheid flexibel zijn en het toezicht blijven

moderniseren in reactie op de ontwikkelingen in de financiële sector. Op Europees niveau kunnen concrete stappen worden gezet door het toekennen van een Europees mandaat aan nationale toezichthouders en een versterking van de coördinatie en informatie-uitwisseling via samenwerkingsverbanden voor alle grensoverschrijdende financiële instellingen. Net als de ontwikkelingen in de financiële sector, staan de discussies over financiële regelgeving en Europees toezicht niet stil. De ervaringen van de kredietcrisis moeten aangewend worden voor versterking van het toezicht. We moeten echter waken voor de illusie dat financiële crises in de toekomst geheel te voorkomen zijn. Het karakter van risico is dat dit zich van tijd tot tijd kan materialiseren. Het is cruciaal om daar bewust van te blijven. Deze les heeft de kredietcrisis ons in ieder geval geleerd.

LITERATUURLIJST

- Bank of International Settlements (2008) *Annual Report*. Bazel: BIS.
- Counterparty Risk Management Policy Group (2008) *Containing systemic risk: the road to reform*. CRMPG.
- DNB (2008) *Overzicht financiële stabiliteit in Nederland, maart 2008*. Amsterdam: DNB.
- Financial Stability Forum (2008) *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*. Bazel: FSF.
- Internationaal Monetair Fonds (2008) *Global financial stability report: Containing systemic risks and restoring financial soundness*. Washington D.C.: IMF.
- Institute of International Finance (2008) *Final report of the IIF committee on market best practices: principles of conduct and best practice recommendations*. Washington D.C.: IIF.
- Kremers, J. en D. Schoenmaker (2008) *Kredietcrisis wijst op systeemfout. Het Financieel Dagblad*, 23 augustus 2008.
- Ministerie van Financiën (2008) *Gevolgen financiële onrust voor het toezicht, de financiële sector en de reële economie. Brief Minister van Financiën aan Tweede Kamer*, 27 februari 2008.
- Roubini, N. (2008) *Ten fundamental issues in reforming financial regulation and supervision in a world of financial innovation and globalization*. New York: Roubini's Global Economist.
- Volkskrant (2008) *Bankieren moet weer met gezond verstand*, 1 augustus 2008.