

Risico's in het financiële bestel

R. Soeting*

De financiële markten zijn het afgelopen decennium in hoog tempo met elkaar verweven geraakt. Een verstoring in de ene markt slaat daarom gemakkelijk over naar een andere. De auteur bespreekt de mechanismen die een internationale financiële crisis in gang kunnen zetten, waaronder de zogenaamde systeemrisico's op effectenmarkten. Om dergelijke risico's te beperken zullen de verschillende toezichthouders verdere afspraken moeten maken over samenwerking.

Na de beurscrisis van 1987 riep het Comité Financiële Markten van de OESO een ad hoc-groep van effectenmarktdeskundigen bijeen om na te gaan welke lessen geleerd kunnen worden uit de zojuist ervaren internationale financiële crisis. De deskundigen richtten zich niet op de vraag welke gevolgen nieuws en reële economische gebeurtenissen op de effectenmarkten kunnen hebben, maar de aandacht ging uit naar het financiële systeem zelf. De vraag die centraal stond was in hoeverre de structuur van het internationale financiële systeem bijgedragen zou kunnen hebben aan de financiële crisis zoals die zich bij voorbeeld destijds op Wall Street voerde ofte wel de risico's die in het financiële systeem besloten liggen. Deze zogenaamde systeemrisico's uiten zich vooral in de doorwerking van schokken van de ene naar de andere nationale of internationale financiële markt. De financiële markten vormen namelijk een geheel van met elkaar verbonden lagen: de nationale effectenmarkten zijn onderdeel van de internationale effectenmarkten; die zijn weer onderdeel van het internationale financiële systeem en de laatste laag is de wereldeconomie. Een systeemcrisis is een verstoring van de werking van het systeem; in de extreemste vorm een complete ineenstorting, waardoor ernstige schade kan worden toegebracht aan de economie.

Dit artikel brengt de hoofdlijnen van het onlangs verschenen rapport¹ van de OESO-werkgroep in kaart en plaatst enige kanttekeningen. Allereerst wordt een aantal structurele ontwikkelingen in de financiële markten geschetst, waarna meer specifiek aandacht wordt besteed aan de kenmerken van de marktstructuur en marktregulering die het risico van het ontstaan van een internationale financiële crisis doen toenemen of verergeren als deze eenmaal is begonnen. Vervolgens komen de hervormingen aan de orde die de groep bestudeerde om de kwetsbaarheid van het financiële systeem te verminderen. De aandacht werd vooral gericht op de aandelen- en obligatiemarkten, en de markten voor afgeleide producten (zoals opties en termijncontracten).

Structurele ontwikkelingen

Het afgelopen decennium hebben zich in de wereldkapitaalmarkten structurele veranderingen voorgedaan. Voorbeelden zijn de afschaffing van deviezencontroles, de deregulering van markten, de talloze financiële innovaties ter beheersing van valuta- en renterisico's en de technologische vooruitgang (vooral op het gebied van communicatie). Grote institutionele beleggers stropen de hele wereld af ter meerdere diversificatie van hun beleggingsportefeuilles en grote bedrijven doen hetzelfde op zoek naar de beste voorwaarden ter financiering van hun multinationale activiteiten. In deze context zijn de internationale markten sterk gegroeid en meer met elkaar verbonden geraakt.

Daarnaast deden zich enkele meer specifieke veranderingen voor. Na de 'big bang' in Londen is een nieuw soort financiële conglomeraten ontstaan, die vaak op vrijwel alle markten tegelijk grote posities innemen als 'marketmaker' of 'underwriter'. Vooral de openheid van Londen als financieel centrum betekent dat Amerikaanse en Japanse banken en effectenhuisen, juridisch gescheiden door respectievelijk de 'Glass-Steagall' wet en 'Article 65', zich activiteiten kunnen permitteren die in eigen land niet zijn toegestaan. De conglomeraten zijn inmiddels draaischijven voor gigantische kapitaalstromen op zoek naar de meest efficiënte belegging.

Karakteristiek van de markt

Ondanks alle voordelen van vrijer kapitaalverkeer en het efficiënt functioneren van financiële markten heeft de ervaring in 1987 geleerd dat de werking van markten haperingen kan vertonen, waardoor een crisis kan verergeren. Er zijn factoren die in ster-

* De auteur is adjunct-chef van de afdeling Geld- en kapitaalmarkt van de Nederlandsche Bank. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel.

1. OESO, *Systemic risks in securities markets*, Parijs, 1991; verkrijgbaar bij SDU-uitgeverij, Den Haag.

kere of mindere mate bij elke crisis in financiële markten een rol spelen.

Allereerst is er het verschijnsel dat financiële instellingen identiek reageren. Er heerst een kuddegeest; marktpartijen volgen elkaar min of meer klakkeloos na, bevreesd om een positieve marktontwikkeling te missen. Dit heeft tot gevolg dat de risicopremies die aan transacties worden verbonden, te laag worden en dat te veel risico wordt geconcentreerd bij te weinig partijen.

Vaak is er in de markt sprake van collectieve onderschatting van de kans dat er zo abrupt en op zo'n grote schaal iets mis zal gaan zoals dat later echt gebeurt; de markt is geneigd de ogen te sluiten voor rampen, vooral als de laatste ramp al wat langer geleden is.

Veelal treedt er een snelle en forse transmissie van een koersval op vanuit een nationale markt over de gehele wereld. De aandelenmarkt in 1987 was daarvan bij uitstek een voorbeeld.

Voorts heerst er wijdverbreide zorg over de kracht van een aantal belangrijke financiële instellingen, bij voorbeeld als gevolg van grote 'underwriting'-posities bij 'investment banks' of een zware schuldenlast bij ondernemingen.

Tot slot geldt dat een belangrijke taak is weggelegd voor de monetaire autoriteiten. Als marktverstoringen optreden, dan is de verstrekking van liquiditeit door de monetaire autoriteiten tot dusver voldoende geweest om schade aan het financiële systeem en de economie te voorkomen. Belangrijk daarbij is dat de autoriteiten niet van tevoren bekend maken of, wanneer, waar en in welke mate wordt geïntervenieerd om te voorkomen dat marktpartijen onvoorzichtig worden doordat de indruk postvat dat de autoriteiten toch wel te hulp zullen schieten ('moral hazard'). Overigens kan een trendmatig goed monetair beleid een belangrijke bijdrage leveren om te voorkomen dat de markten op hol slaan.

Een systeemcrisis

De ervaring van 1987 heeft geleerd dat een reeks van elkaar opvolgende vervelende, accelererende gebeurtenissen kan beginnen met een financieringsprobleem bij bepaalde partijen. In een penibele situatie raken crediteuren en tegenpartijen het meest verontrust over hun vorderingen op instellingen waarvan wordt vermoed dat ze het minst in staat zullen zijn grote verliezen te verwerken. Dit kan leiden tot verzoeken om extra onderpand, het terugtrekken van kredietlijnen en het stoppen met handelen met bepaalde instellingen. Op deze manier kan zo'n financieringsprobleem uitmonden in insolventie. Vooral effectenhuizen die zich vaak met grote bedragen op de geldmarkt financieren zijn kwetsbaar voor vertrouwensverlies. Voor banken geldt dit in mindere mate, omdat hun financieringsbron grotendeels is gebaseerd op cliëntendeposito's, ondersteund door collectieve garantieregelingen en een veronderstelde toegang tot de centrale bank als 'lender of last resort'.

Het gaat echter niet alleen om individuele instellingen, ook het feit dat er in de contante en de termijnmarkten in binnen- en buitenland een netwerk van uitstaande vorderingen bestaat tussen effectenhuizen onderling en met banken brengt risico's met zich. Het is haast onmogelijk om vast te stellen wat

de intra-dag totale 'exposure' is van een instelling ten opzichte van een tegenpartij op alle markten gezamenlijk. In een crisissituatie wordt door onwettendheid de onrust versterkt. Als dan de kredietvoorziening bij de als zwakst beschouwde instellingen wordt weggetrokken, moeten deze de problemen oplossen door effecten te verkopen, hetgeen bijdraagt aan een koersdaling. Effecten die een liquide karakter hadden, kunnen zo gemakkelijk illiquide worden. Insolventie van een instelling zou op die manier wel eens niet een geïsoleerd geval kunnen blijken. Dan ontstaat een crisis die ook een test is voor de efficiency en kracht van 'settlement'-organisaties.

De stadia, die een systeemcrisis in ontwikkeling doorloopt, leiden ertoe dat structurele verbeteringen op de volgende punten betrekking kunnen hebben: marktmechanismen, clearing en settlement, leemten in het toezicht en kapitaalvereisten. In het onderstaande wordt op deze punten nader ingegaan.

Marktmechanismen

Er zijn twee soorten effectenmarkten: de dealermarkt en de 'auction'-markt. Op de eerste handelen grote partijen als 'marketmaker' door tegenover elkaar aan- en verkoopprijzen te stellen voor grote bedragen. Bij het 'auction'-type wordt voornamelijk via makelaars gehandeld op basis van klantenorders die gezamenlijk bijdragen tot centrale prijsvorming. Het onderscheid tussen beide markten is tegenwoordig niet meer zo scherp te trekken – zie bij voorbeeld de Amsterdamse beurs, waar het auctiontype (handel via hoeklieden) door de instelling van een Open Order Boek (handel in grote posten via marketmakers) is opgeschoven in de richting van een dealermarkt – maar een belangrijk verschil is dat de kapitaalbehoefte van partijen in dealermarkten veel groter is omdat zij voor eigen rekening handelen. In deze markten treedt dan ook de grootste concentratie van risico op; marketmakers die handelen met institutionele beleggers nemen vaak posities in die groot zijn in verhouding tot hun vermogen. De ervaring verschilde weliswaar van markt tot markt, maar in beide typen hebben zich in 1987 spanningen voorgedaan. In de auctionmarkt konden orders niet worden afgedaan omdat het systeem te zwaar belast werd en in dealermarkten werd het verschil tussen aan- en verkoopprijzen vergroot en de geaccepteerde transactie-omvang kleiner. Dit betekende in beide gevallen dat de liquiditeit van marktpartijen illusoir werd.

Hoewel de installering van additionele capaciteit om een grotere orderstroom te kunnen verwerken, en een verdere ontwikkeling van de automatisering van de effectenmarkten nuttig kunnen zijn ter beperking van systeemrisico's, is grotere, kostbare capaciteit alleen niet voldoende om aan de wens tot grotere liquiditeit tegemoet te komen: er bestaat nu eenmaal geen automatisch recht op een tegenpartij bij elk prijsniveau. Als gevolg van dit inzicht hebben de autoriteiten zich gericht op maatregelen die de koersvolatiliteit kunnen beperken en op het tegengaan van handelstechnieken die op kunstmatige wijze omzet en koersvolatiliteit vergroten. Wat betreft de handelstechnieken gaat het in het bijzonder om indexarbitrage en portefeuilleverzekering als vormen van 'programme trading'. Programme trading

wordt door de New Yorkse beurs gedefinieerd als een (door computerprogramma's geïnitieerde) gelijktijdige koop (of verkoop) van vijftien of meer aandelenfondsen met een gezamenlijke waarde van ten minste \$ 1 mln. Verder kan worden gedacht aan het instellen van 'circuit breakers'.

Indexarbitrage

Indexarbitrage maakt gebruik van afwijkingen tussen de prijs van een index-termijncontract en de koers op de contante markt van de aandelenportefeuille die representatief is voor de index. Normaliter zorgt arbitrage ervoor dat de beide markten gelijk oplopen. Als er echter grote spanningen optreden, waardoor bij voorbeeld koersinformatie over componenten van de index wegvalt, wordt arbitrage onmogelijk. Op dat moment raken de beide markten los van elkaar en kunnen activiteiten op de markten voor afgeleide producten spanningen op de contante markten overbrengen. Hoewel enerzijds wordt geconcludeerd dat indexarbitrage een nuttige functie kan vervullen, bij voorbeeld bij het beheersen van koersrisico's, is er toch begrip voor dat in abnormale situaties een beperking van indexarbitrage wordt doorgevoerd. Op de New Yorkse beurs geldt dit bij voorbeeld als de Dow Jones op één dag meer dan vijftig punten muteert. Het doorslaggevende argument om deze beperking te aanvaarden is de positieve invloed die ervan uitgaat op het vertrouwen van de belegger in de markt.

Portefeuilleverzekering

Bij portefeuilleverzekering wordt een indextermijncontract verkocht in plaats van verkoop van de aandelen op de contante markt; dat werkt sneller en makkelijker. Deze vorm van portefeuilleverzekering heeft in 1987 op twee manieren bijgedragen tot instabiliteit. Enerzijds ging de koersstijging vooruitlopend op de krach langer door omdat beleggers zich beschermd achtten tegen koersdaling; die bescherming geldt echter wel voor de individuele belegger, maar niet voor de collectiviteit. Anderzijds werd de koersdaling erdoor versneld toen de markt inzakte. Gelet op de ervaringen is portefeuilleverzekering enigszins in onbruik geraakt, maar beleggers zullen altijd aangetrokken worden door nieuwe technieken die hun (ogenschijnlijk) de mogelijkheid bieden als eerste uit de markt te stappen. Het verbod van bepaalde bestaande handelstechnieken vormt daarom geen blijvende bijdrage tot bescherming tegen systeemrisico's.

Circuit breakers

Een belangrijke maatregel ter beperking van de koersvolatiliteit is de zogenaamde circuit breaker. Dit is het instellen van een beperking van de handel met het doel marktverstoringen tegen te gaan. Er zijn circuit breakers die automatisch in werking treden bij een bepaalde ontwikkeling van volume of prijs en circuit breakers die in werking treden op grond van een beslissing van de marktautoriteiten.

Enerzijds kunnen circuit breakers een nuttige functie vervullen als er een onordelijke markt is ontstaan. Marktpartijen krijgen even de gelegenheid hun posities te beoordelen en daardoor beslissingen

te vermijden die gebaseerd zijn op onzekerheid, gebrek aan informatie of paniek. Op deze manier kan het in overdreven mate doorschieten van een koers in één richting worden tegengegaan. Anderzijds grijpen de circuit breakers arbitrair in het prijsvormingsproces in; het is immers onmogelijk van tevoren te bepalen wanneer markten onordelijk worden. Een bezwaar is voorts dat het marktpartijen onmogelijk wordt gemaakt posities, zelfs met verlies, te liquideren. Een probleem bij het instellen van circuit breakers is de coördinatie van het toezicht. Als die al lukt op nationaal niveau tussen contante markten en markten voor afgeleide producten, dan is er nog het probleem van de coördinatie met markten in andere landen. Als de vraag naar liquiditeit groot is en niet kan worden geëffectueerd omdat in dominerende markten circuit breakers zijn ingesteld, wordt de verkoopdruk verplaatst naar andere landen. Op die manier wordt de circuit breaker eigenlijk een hulpmiddel om schokken zo snel mogelijk over de wereld te transporteren.

Anders dan bij volume- of prijs-circuit breakers is bij het derde type uiteraard niet tevoren bekend of en wanneer de marktautoriteiten de handel zullen stoppen. Velen geven de voorkeur aan dit systeem omdat bekende circuit breakers werken als een magneet. Als het koersniveau de circuit breaker nadert, willen marktpartijen nog snel verkopen waardoor juist de circuit breaker in werking treedt. Het succes van vooraf bekende circuit breakers hangt tevens af van de vraag of in de korte tijd tot heropening van de markt de rust zodanig is weergekeerd dat bij heropening een nieuw evenwichtsniveau optreedt; zo niet, dan springt de markt van de ene handelstop naar de andere. Voorts is belangrijk dat aandacht geschonken wordt aan procedures voor het opnieuw opstarten van de markt. De ervaringen met circuit breakers zijn tot dusver beperkt en niet eenduidig. De belangrijkste conclusie is dat autoriteiten er niet te veel op moeten vertrouwen met circuit breakers een instrument in handen te hebben waarmee bij de ontwikkeling van een grote marktcrisis de besmetting van andere markten kan worden voorkomen.

Clearing en settlement

Afwikkelingsystemen kunnen een afzonderlijke bron van systeemrisico zijn en spelen een centrale rol bij de verdere verspreiding ervan. In het afwikkelingsproces is sprake van twee belangrijke risico's, te weten het markt- en hoofdsomrisico. Het laatstgenoemde is het risico dat een tegenpartij tijdens het proces van levering tegen betaling ('delivery versus payment') niet presteert, zodat de tegenpartij geld of stukken levert zonder een tegenprestatie te ontvangen. Marktrisico is de mogelijkheid dat een transactie tegen een andere marktprijs moet worden gedaan, omdat een tegenpartij in faillissement raakt voordat de feitelijke afwikkeling plaatsvindt. Afwikkelingsystemen moeten deze risico's zo klein mogelijk maken. Dit betekent dat geld- en stukkenoverdracht door alle partijen onvoorwaardelijk en onherroepelijk moeten worden gegarandeerd. Daarnaast dient de tijd die verloopt tussen transactie en afwikkeling zo kort mogelijk te worden gemaakt. Het ideaalbeeld is dat beide op dezelfde dag plaatsvinden; momenteel is de norm nog zeven kalenderdagen, hoewel het streven is binnen enkele jaren tot

een belangrijke verkorting van die periode te komen. In het afwikkelingssysteem vormt voorts computerstoring een afzonderlijke bron van systeemrisico.

Een centrale tegenpartij kan een belangrijke bijdrage leveren aan de veiligheid van het afwikkelingssysteem. Door saldering van tegengestelde transacties tussen partijen worden het aantal transacties en de waarde ervan – en daarmee de operationele druk op systemen – verminderd. Daar staat echter tegenover dat de risico's worden geconcentreerd bij de clearingorganisatie, die dus moet zorgen voor een toereikend steunarrangement bij noodgevallen (bij voorbeeld een fonds bijeengebracht door de leden). Normaliter heeft een clearingorganisatie immers geen toegang tot een 'lender of last resort'. Een gevaar van de aanwezigheid van een clearingorganisatie is dat marktpartijen minder strenge beoordelingsnormen tegenover tegenpartijen aan de dag gaan leggen, in de wetenschap dat bij een faillissement de clearingorganisatie voor het grootste deel van het verlies opdraait.

De OESO verwijt de clearingorganisaties dat zij uit concurrentie-overwegingen te veel waarde hechten aan marktliquiditeit en de voorzichtigheid uit het oog verliezen. De hoogte van de dekkingsvereisten laat vaak te wensen over, hetgeen tot verhogingen leidt in perioden van crisis, waardoor liquiditeitskrapte wordt verergerd. De dekkingsmarges zijn vaak nog gebaseerd op statistieken uit een verleden met een vlakker koersverloop, terwijl nu een periode lijkt aangebroken die grote dagelijkse koersschommelingen te zien kan geven, die nog niet in de statistieken zijn verwerkt. De dekkingsvereisten moeten aan deze nieuwe situatie worden aangepast. Landen moeten hun afwikkelingsystemen op een kwalitatief hoger niveau brengen en gelijktijdig moet er sprake zijn van het op elkaar aansluiten van nationale clearingorganisaties; dat betekent vooral dat activiteiten volgens een zelfde tijdschema moeten gaan verlopen.

Leemten in het toezicht

Er is sprake van grote verschillen in nationale toezichtregimes op de effectenhandel; deze kunnen bij voorbeeld het aantal toezichthoudende instanties per land betreffen, het bereik van hun toezicht en de juridische status. Deze verschillen komen voort uit afwijkingen in marktstructuur, ontwikkelingsstadium van de markt en in de activiteiten die verschillende soorten marktpartijen mogen verrichten. Wat dit laatste betreft komt een belangrijk verschil voort uit de mate waarin banken aan de effectenhandel kunnen deelnemen. In Duitsland en Zwitserland bij voorbeeld is de effectenhandel een bankaangelegenheid, in Japan en de VS zijn het bankieren en de effectenhandel wettelijk van elkaar gescheiden, hoewel hierin juist de laatste tijd veranderingen optreden. Deze verschillen in nationale toezichtregimes kunnen om de volgende redenen een systeemrisico vormen:

- ontoereikende (solvabiliteits)normen in sommige landen leiden tot een concurrentie in laagwaardig toezicht met het doel extra marktactiviteit aan te trekken;
- grote risicodragende activiteiten van belangrijke intermediairs blijven buiten het toezicht;

- er is sprake van een onduidelijke verdeling van de verantwoordelijkheden tussen verschillende nationale en/of functionele toezichthouders bij het toezicht op financiële conglomeraten, waardoor een totaaloverzicht over hun risico-'exposure' ontbreekt;
- de verschillen in status, functie en doelstelling van de nationale toezichthouders belemmeren hun internationale samenwerking.

Overigens zijn er sterke tegenkrachten om juist aanwezig te zijn in centra met een goed ontwikkeld toezicht; deze centra bezitten aantrekkingskracht uit hoofde van politieke en economische stabiliteit, infrastructuur, expertise, enzovoort. Grotere convergentie van toezichteisen vergroot de druk ten gunste van de goede centra.

Een belangrijk potentieel systeemrisico vormt de afwezigheid van toezicht op filialen, dochters en holding companies van onder toezicht staande (niet-bancaire) effectenhandelshuizen, vooral in de Verenigde Staten. Dit opent de mogelijkheid dat onder toezicht staande firma's riskante activiteiten overbrengen van gereuleerde naar niet-gereuleerde eenheden binnen een groep. Nieuwe wetgevingsvoorstellen in de VS vormen het begin van het dichten van het grootste gat in het huidige toezicht op internationale effectenintermediairs.

Gedetailleerde kapitaalvereisten zijn weliswaar belangrijk, maar niet toereikend voor de betrouwbaarheid van de intermediairs in de effectenhandel. Onderzoekingen hebben aangetoond dat er ruimte is voor een aanmerkelijke verbetering van de kwaliteit van het risicomanagement bij de effectenintermediairs zelf, met name op het gebied van gevoeligheidsanalyse, bij voorbeeld de gevolgen van een renteverandering op het gehele 'trading book' van een groep. Het management zou zijn tijd beter gebruiken met een verdere ontwikkeling op dit gebied dan met pogingen alle transacties van delen van een groep nauwgezet gerapporteerd te krijgen. De toezichthoudende instanties zouden de kwaliteit van deze risicocontrolesystemen moeten beoordelen.

Prioriteiten

Hoewel er een grote variëteit bestaat in huizen die handelen op de effectenmarkten, bestaan er uit een oogpunt van toezicht slechts twee, te weten banken en niet-banken. Tussen bank- en effectentoezichthouders bestaat een verschil in benadering van de definitie van kapitaal, de waardering van activa en de perceptie en behandeling van risico. Effectentoezichthouders moeten verder werken aan een consistent internationaal raamwerk ten aanzien van de kapitaalvereisten voor niet-bancaire effectenhuizen ter vergroting van stabiliteit, liquiditeit en het vertrouwen in de markten. Banktoezichthouders moeten hun inspanningen voortzetten om het marktrisico van de effectenhandel door banken in hun kapitaalvereisten te incorporeren; hiertoe zijn overigens al belangrijke aanzetten gegeven. Harmonisatie van toezicht op al de genoemde gebieden is zeer belangrijk, maar tevens een formidabele taak.

Een eerste prioriteit is dat nationale toezichthouders informatie verkrijgen over gereuleerde en niet-gereuleerde eenheden van belangrijke, in de internationale effectenmarkten opererende, ef-

fecteninter-mediairs en deze informatie aan elkaar beschikbaar stellen om de potentiële invloed te kunnen vaststellen van activiteiten van de rest van een groep op de gereuleerde eenheid waarvoor men verantwoordelijk is. Uitwisseling van informatie geeft echter problemen. De informatie is vertrouwelijk; dit is vooral een probleem als privaatrechtelijke zelfregulerende organisaties als toezichthouder functioneren. Juridische belemmeringen om informatie uit te kunnen wisselen, moeten worden onderzocht en opgelost.

De vraag is echter gerechtvaardigd of er meer moet gebeuren dan louter informatie-uitwisseling, zoals bij voorbeeld de opzet van een internationaal georganiseerd mechanisme voor coördinatie tussen toezichthouders. Aan het ene einde van het spectrum van mogelijkheden staat het streven de risico's van een groep te beperken tot de afzonderlijke delen van die groep door de oprichting van zogenaamde 'firewalls', waardoor elke toezichthouder slechts verantwoordelijk is voor de onderdelen die onder zijn toezicht vallen. Aan het andere einde van het spectrum staat volledig geconsolideerd toezicht door een overall-groepstoezichthouder. Vooral de Securities and Exchange Commission (SEC) is voorstander van de eerste benadering (overeenkomstig haar eigen binnenlandse wetgevingsvoorstellen). Als elke toezichthouder door informatie-uitwisseling en uitgebreide rapportage over veel informatie beschikt, dan is dat voldoende voor individuele toezichthouders om groepsrisico's te beoordelen buiten de eenheid waarover rechtstreeks toezicht wordt uitgeoefend. Hoewel de 'firewall'-benadering wel voordelen heeft, is deze slechts overtuigend als de veronderstelling opgaat dat risico's beperkt kunnen blijven tot de afzonderlijke delen van een groep; dat laatste is twijfelachtig.

Vooral de Duitsers zijn voorstander van een volledig geconsolideerd toezicht op financiële conglomeraten. Zo'n benadering sluit uit dat hetzelfde vermogen meer dan een keer wordt gebruikt als buffer voor risico's die gelopen worden in verschillende onderdelen van een groep, en dat risico's die worden gelopen in locaties waar geen toezicht bestaat, aan beoordeling ontsnappen. Politieke en technische problemen zouden moeten worden overwonnen om de bestaande toezichtstructuren te wijzigen in landen waar een gescheiden toezichtregime van kracht is voor banken en niet-bancaire instellingen die deel uitmaken van een conglomeraat.

Andere landen zijn van mening dat er een meer geïntegreerd systeem van toezicht op internationaal actieve intermediairs in de effectenhandel zou moeten komen: een bijzondere vorm van 'central oversight' over financiële conglomeraten; nog net geen volledige consolidatie, maar verstrekkender dan volledige informatie-uitwisseling. Dit zou kunnen leiden tot een erkenning door andere toezichthouders op delen van een financieel conglomeraat van een zogenaamde 'lead regulator'. Deze zou gevestigd kunnen zijn in het land van de hoofdvestiging van het conglomeraat. Nadeel van zo'n groepstoezicht is dat ook dit verhoogde verwachtingen wekt van officiële steun in crisistijd, hetgeen roekeloos gedrag kan aanmoedigen. Welk toezichtstelsel ook wordt gekozen, doel is de kans dat officiële steun vereist is te verlagen en niet te verhogen.

Besluit

De OESO is zelf geen toezichthoudend orgaan, maar hecht grote waarde aan het efficiënt functioneren van vrije internationale kapitaalmarkten. Een financiële crisis verstoort die markten en tast het vertrouwen daarin aan, waardoor in zekere zin de internationale vrije markteconomie wordt ondermijnd. Tegen die achtergrond is het rapport van de ad hoc-groep tot stand gekomen. Het bevat daarom vooral aanmoedigen voor allerlei internationale groepen om door te gaan met waar ze nu mee bezig zijn, en het bevat zeker geen baanbrekende voorstellen. Gelet op de invalshoek van het rapport roept het gemengde gevoelens op als men er kennis van neemt in een periode van sterke, vooral op sentiment gebaseerde stijgingen van de Dow Jones index en van de koers van de dollar. Anderzijds schetst het rapport nogal eens het beeld van een financieel Armageddon. Tijdens de totstandkoming van het rapport deden zich echter al schokken voor op de financiële markten – de mini-crash in oktober 1989, de geweldige daling van de Japanse aandelenindex met zo'n 15.000 punten over een periode van een jaar en de ontmanteling van Drexel – die redelijk goed werden verwerkt, terwijl dit soort gebeurtenissen nu juist tot de grootste systeemrisico's werden gerekend. Kennelijk is, nadat de financiële wereld in het najaar van 1987 met de schrik vrijkwam, al het een en ander in gang gezet waardoor de kans op herhaling minder groot is. Maar het kan ook zijn dat deze voorbeelden niet goed gekozen zijn, omdat deze crises enigermate voorzienbaar waren, c.q. wat langer duurden en daardoor hanteerbaar bleven, terwijl de karakteristieke systeemcrisis onverwacht optreedt.

Ruud Soeting