



**HOOG COMITÉ  
VOOR EEN NIEUWE  
FINANCIËLE  
ARCHITECTUUR**

---

**TUSSENTIJD  
RAPPORT**

---

Officieuze vertaling

**23 FEBRUARI 2009**

*LIST OF THE MEMBERS OF THE HIGH LEVEL COMMITTEE  
ON A NEW FINANCIAL ARCHITECTURE*

---

Mr LAMFALUSSY Alexandre, Chairman

Mr CATS Jean-François

Mr GROS Daniel

Mr KIEKENS Willy

Mr LEFEBVRE Olivier

Mr NOELS Geert

Mr PRAET Peter

Mr WYMEERSCH Eddy

Secretariat

Mr KORTLEVEN Jozef, secretary

Mr GUIOT Bruno, deputy secretary

Ms DIDDEREN Delphine

Ms MITCHELL Janet

---

**INHOUDSOPGAVE**

---

<b>1. ORIGINATE AND DISTRIBUTE MODEL</b>	<b>7</b>
1.1 Analyse	7
1.2 Beleidsaanbevelingen	8
<b>2. CREDIT DEFAULT SWAP MARKT</b>	<b>11</b>
2.1 Analyse	11
2.2 Beleidsaanbevelingen	14
<b>3. RATINGBUREAUS</b>	<b>15</b>
3.1 Analyse	15
3.2 Beleidsaanbevelingen	17
<b>4. RISICOBEBEER</b>	<b>19</b>
4.1 Analyse	19
4.2 Beleidsaanbevelingen	22
<b>5. VERLONINGSSYSTEMEN</b>	<b>23</b>
5.1 Analyse	23
5.2 Beleidsaanbevelingen	26
<b>6. PROCYCLICITEIT</b>	<b>28</b>
6.1 Analyse	28
6.2 Beleidsaanbevelingen	32
<b>BIJLAGE I: OPDRACHT VAN HET HIGH LEVEL COMMITTEE FOR A NEW FINANCIAL ARCHITECTURE</b>	<b>39</b>
<b>BIJLAGE 2: LIJST VAN AFKORTINGEN</b>	<b>41</b>



---

## **INLEIDING**

---

Het mandaat van het High Level Committee werd als volgt gedefinieerd: *“Het Belgische Comité op hoog niveau voor een nieuwe financiële architectuur (“Het Comité”) zal de Belgische regering advies geven over voorstellen om het financiële systeem te versterken en zo in de toekomst problemen te vermijden zoals bij de internationale financiële crisis van 2008. Er zal op drie niveaus advies worden verleend voor een beter beheer van het financiële systeem: het Belgische systeem, het Europese niveau en het internationale niveau. Het Comité zal voor februari 2009 een tussentijds rapport opmaken en zijn eindrapport voor half 2009 voorleggen aan de Belgische regering”. (Zie Bijlage I voor de integrale tekst van de taakomschrijving.)*

Dit tussentijds rapport is bedoeld om de Belgische regering te adviseren over specifieke, maar noodzakelijk gedeeltelijke hervormingsinitiatieven die zich reeds op een min of meer gevorderd stadium bevinden zowel op Europees als op het ruimere internationale niveau. De Belgische regering wordt verzocht stelling te nemen inzake die initiatieven in de loop van de komende maanden. Het Comité verleent de Belgische regering in dit tussentijdse rapport advies over de volgende onderwerpen:

1. Originate and distribute model
2. Credit default swap markt
3. Credit rating agencies
4. Risicobeheer
5. Verloningssystemen
6. Procycliciteit

De hervormingsvoorstellen betreffende die onderwerpen, ofschoon ongetwijfeld nuttig en noodzakelijk, leveren wellicht echter geen beslissende bijdrage tot het vermijden van de herhaling van een potentiële systeemcrisis. Zulke bijdrage vereist het grondig aanpakken van enkele fundamentele problemen inzake de gebrekkige efficiëntie van regelingen voor crisispreventie op alle drie de hierboven vermelde niveaus – die diepgaande institutionele wijzigingen moeten inhouden. De discussie over die problemen is nog in een staat van constante verandering en daardoor vindt het Comité dat zijn toekomstige werk in twee fasen verloopt.

Het uitgangspunt is de erkenning dat er geen verstandige en realistische voorstellen kunnen gedaan worden voor een beter beheer en toezicht van het Belgisch financieel systeem zonder rekening te houden met de hervormingsvoorstellen en potentiële beslissingen op het Europese en internationale niveau. Bijgevolg stelt het Comité voor advies te verlenen aan de Belgische regering gedurende de komende maanden over wat soort institutionele hervormingen ze zou moeten steunen tijdens de aan de gang zijnde discussies op beide niveaus. (Afhankelijk van de voortgang van die discussies kan dit leiden tot een tweede formeel tussentijds verslag).

Als tweede stap zal het Comité het onderwerp van de institutionele hervorming in België onderzoeken. De conclusies ervan zullen deel uitmaken van het eindrapport.

Gezien het belang en de politieke gevoeligheid van de institutionele problemen op het Europese en internationale niveau heeft het Comité beslist om de aard van die problemen reeds in het besluit van dit tussentijds rapport aan te geven.

# 1. Originate and Distribute Model

---

## 1.1 Analyse

Effectisering en het bijhorende "originate and distribute" (O&D) model bieden mogelijkheden voor de verbetering van risicodiversificatie en voor de verlaging van de financieringskosten van de financiële instellingen. Het maakt ook een betere afstemming mogelijk van de risicokarakteristieken van de activa op de risicovoorkeuren van de beleggers, inclusief de duratie, wat belangrijk is voor de financiering van de hypotheekleningen op lange termijn.

In vergelijking met het traditionele bankintermediatiemodel, ontbundelen de effectisering en het O&D model de verschillende uit te voeren functies en brengen daarbij een "keten" van deelnemers tot stand waaronder initiërende instellingen, dienstverleners, sponsors, ratingbureaus en beleggers. De weerslag van het effectiseringsproces en van het O&D model op de financiële stabiliteit hangt in heel belangrijke mate af van de vraag of de relaties tussen de deelnemers aan de effectiseringsketen discipline hanteren en passende informatiestromen onderhouden. In het laatste decennium bracht het effectiseringsproces in de VS en het VK steeds complexere gestructureerde producten voort, door de veelvuldige herstructurering van dezelfde onderliggende pakketten van geëffectiseerde leningen en de combinatie ervan met afgeleide kredieten. Deze complexiteit van de producten verhoogde het gebrek aan transparantie en verminderde de verantwoordelijkheid van de deelnemers.

Originators (initiërende instellingen) van subprime (minderwaardige) hypotheekleningen die de meeste of al hun leningen wilden effectiseren, hadden er maar weinig belang bij om strikte verbintenisstandaarden toe te passen. Hun bedrijfsmodellen kenden immers eerder een premie toe op het bedrag dan op de kwaliteit van de oorspronkelijke activa.

Arrangers (sponsors) – investeringsbanken of makelaars die de activa in pakketten bundelen, structureren de *getrancheerde* kasstromen (cash flows) en verkopen de tranches aan beleggers – blijken geconfronteerd te zijn geweest met een gelijkaardige druk van de bedrijfsmodellen of verloningssystemen die gericht waren op volume en up-front boeking van winst, onafhankelijk van het ultieme risico of rendement op lange termijn van de transacties. Die krachten verzwakten de stimuli voor de sponsors om als een goed huisvader het voorafgaand due diligence (grondig onderzoek) van de initiërende instelling uit te voeren of om informatie betreffende het risico van de onderliggende activa te verzamelen en te verspreiden naar de beleggers.

Producten. De opeenvolgende herstructurering van de geëffectiseerde risico's, waardoor de mezzanine tranches van geëffectiseerde hypothecaire rommelkredieten dikwijls werden gerecycleerd in nieuwe gestructureerde producten, droegen verder bij tot het verbergen van het reële onderliggende kredietrisico.

De voordelen van effectisering suggereren dat het O&D model zou moeten en kunnen behouden blijven. De structurering en de betere afstemming op de risico's is in het bijzonder nuttig om de financiering van vastrentende leningen op lange termijn, waaronder hypotheekleningen, te vergemakkelijken. Structurele veranderingen zijn evenwel noodzakelijk om de activiteit herop te starten en daarbij het risico van hernieuwde instabiliteit weg te nemen. Die veranderingen zouden moeten geleid worden door de combinatie van een op principes gebaseerde regelgeving en van marktstandaarden.

## **1.2 Beleidsaanbevelingen**

- a) *Strikte marktstandaarden en, zo mogelijk, regulerende beperkingen zouden moeten toegepast worden om het volgende te bereiken:*



*(1) Een radicale vereenvoudiging van de producten met een verhoging van de homogeniteit van de activa om de risicobeoordeling te vergemakkelijken en om de opeenvolgende herstructurering van reeds verpakte activa te verbieden;*

*(2) een betere en meer tijdige informatie betreffende zowel het risicogehalte van de onderliggende activapakketten als hun rendement op termijn, in combinatie met een gestandaardiseerde verspreiding van die informatie<sup>1</sup>.*

*b) De verantwoordelijkheid van alle deelnemers aan de effectiseringsketen zou moeten verhoogd worden. In het bijzonder zouden de initiërende instellingen en de sponsors voldoende moeten blootgesteld blijven aan het kredietrisico, om een afdoende doorlichting, opvolging en beheer van het risico te bevorderen.*

---

<sup>1</sup> Voorbeelden van inspanningen tot verbetering van de informatiestroom zijn opgenomen in het RESTART project van het American Securitization Forum, dat bedoeld is voor de ontwikkeling van richtlijnen voor gestandaardiseerde informatieverstrekking en voor de rapportering van het rendement van geëffectiseerde vastgoedleningen.



## 2. Credit default swap markt

---

### 2.1 Analyse

De markt voor credit default swaps (CDSs) (kredietrisicoswaps) – verzekeringscontracten waarbij een partij een periodieke premie (de "spread") betaalt aan een andere partij in ruil voor een vergoeding indien het gerelateerde financiële instrument niet zou terugbetaald worden – heeft een aanzienlijke rol gespeeld gedurende enkele cruciale periodes van de huidige crisis. De ongereguleerde, bilaterale *over the countermarkt* voor CDSs functioneert als een van de belangrijkste kanalen waarlangs het kredietrisico wordt verspreid doorheen het financieel systeem. Het tegenpartijrisico in de CDS-markt werd een bron van belangrijke problemen na de faling van Lehman Brothers en de redding van AIG, twee van de grootste marktspelers. Daarnaast speelde de volatiliteit van de CDS-spreads van de banken een cruciale rol in de (on)mogelijkheid van de banken om zich te herfinancieren, en werden daardoor fundamentele vragen gesteld over het instrument zelf. Bovendien was het de explosie van de CDS-markt die de exponentiële ontwikkeling van de markt voor collateralised debt obligations (CDOs) (herverpakte kredieten) mogelijk maakte. Een bijkomende stimulans voor die ontwikkelingen vormde het feit dat de margevereisten voor CDSs vergelijkenderwijs laag waren.

Om het systeemrisico te verlagen, zouden de CDS-contracten tussen wederpartijen gecompenseerd moeten worden. Daarvoor is er nu algemene steun voor de instelling van een central clearing counterparty (CCP) (centraal vereffeningstelsel), aangezien dat het wederpartijrisico aanzienlijk zou verminderen en de risicocontrole en het margebeheer zou verbeteren. Via een geautomatiseerde procedure voor de bevestiging van de contracten, zou de CCP ook het operationeel risico en het aantal mislukte transacties verminderen, dat een bron van problemen werd toen de markt expandeerde. Tenslotte zou een CCP een “beursmodel” voor transparantie en rapportering verschaffen, alhoewel niet noodzakelijk voor de prijstransparantie. Er zijn stevige wettelijke redenen om te beweren dat de standaardisatie van één of meerdere CDS-contracten en de instelling van één of meerdere CCPs tezamen met de bijhorende registratie-ambtenaar of “warehouse” (centraliserende instelling) onder de EU-wetgeving zouden moeten georganiseerd worden.

Invoering van een CCP pakt evenwel niet de fundamentele problemen aan die de CDS-markten stellen. Het probleem bestaat niet bij de verhandeling van de index-CDSs, die ongeveer 70 % van de markt uitmaken. Het hoofdprobleem wordt eerder gevormd door dat van de single-name (gebaseerd op een specifieke kredietdebiteur) CDSs, die een nuttig instrument verschaffen voor de loskoppeling van de financiering van een specifieke uitgever van het risico van wanbetaling van de uitgever. Toen die markt tot ontwikkeling kwam, konden de CDSs echter ondertekend en gekocht worden door wederpartijen die niet bloot stonden aan het onderliggende risico van wanbetaling. De combinatie van de cash settlement (afhandeling in geld) en geringe margevereisten helpt immers van de CDSs een goedkoop en speculatief instrument te maken. Dat draagt bij tot de verklaring waarom de totale waarde van de CDS-contracten voor een bepaalde onderneming dikwijls een veelvoud is van de totale waarde van de uitstaande kapitalen van de obligaties van die onderneming.

De CDS spread of premie hangt normaal af van de waarschijnlijkheid van een binaire gebeurtenis: de wanbetaling van de betreffende uitgever. De CDS spread wordt immers gebruikt door de marktspelers (inclusief de ratingbureaus) als een kredietwaardigheidsindicator voor een onderneming en heeft aldus een grote invloed op de herfinancieringsvoorwaarden van de onderneming. Onder normale marktvoorwaarden zou men verwachten dat de CDS-markten geen bijzondere problemen zouden veroorzaken. In tijden van spanning en sterk asymmetrische informatie kunnen CDS-markten, die bloot staan aan manipulatie, echter bron zijn van zichzelf bevestigende, waardevernietigende terugkoppelingsstromen.

Zoals bij alle verzekeringscontracten zal in normale tijden de premie van de CDS hoger zijn naarmate de kans groter is dat zich een schadegeval voordoet (wanbetaling in dit geval). In crisistijden, wanneer de markt meer éézijdig wordt, zal de *richting van de causaliteit* tussen de verzekeringspremie en de kans van het risico van een schadegeval kunnen worden omgekeerd, met een hoge CDS-premie die de herfinanciering van de desbetreffende ontlener verhindert en zijn wanbetaling uitlokt. Dat is een zeer eigenaardig gevolg voor een verzekeringscontract.

Die omgekeerde causaliteit kan aangewend worden voor marktmanipulatie, ten nadele van de onderliggende onderneming en haar aandeelhouders. Dat kan bijvoorbeeld bereikt worden – het best juist voor een periode van herfinanciering - door de combinatie van een short (korte) positie op het aandeel van de onderneming met een verhoogde vraag naar dekking tegen wanbetaling via CDS-contracten. Aldus wordt de CDS-premie opgedreven. Onderzoekingen door regulerende instanties die letten op mogelijke manipulatie via zulke gecombineerde posities worden bemoeilijkt door het gebrek aan gecentraliseerde gegevens over risico's van CDS en door het feit dat CDS buiten het toepassingsgebied vallen van de Richtlijn over marktmisbruik.

De CDS-markt veroorzaakt bijkomende bronnen van bezorgdheid, die vele waarnemers ertoe hebben gebracht het algemene economische nut ervan in vraag te stellen. De hoge correlatie tussen de risico's van wanbetaling in geval van een recessie maakt er een instrument met "hoge beta" van en verkleint aldus de diversificatiemogelijkheden. De boeking van de CDSs zoals van alle swaps buiten de balans, verkleint ook de mogelijkheid om het kredietrisico te beoordelen van de verkopers van kredietbescherming (wanbetaling) door CDSs.

## **2.2 Beleidsaanbevelingen**

*Het Comité beveelt volgende acties aan om de destabiliserende weerslag van de CDS-markt te milderen :*

- a) *CDS-contracten zouden verrekend moeten worden binnen een CCP-raamwerk. Het Comité staat achter het initiatief van de Europese Commissie om de organisatie onder Europees recht te steunen van een centraal systeem voor deposito's en tegenpartijen voor CDS.*
- b) *Hoewel de invoering van een CCP-stelsel het systeemrisico dat gecreëerd wordt door de CDS-markt zou verlagen en de transparantie en de rapportering van de blootstelling aan risico's zou verbeteren, zal het de intrinsieke tekortkomingen van die markt niet verhelpen. Daarom beveelt het Comité de regulering aan van de CDS-markten om de aankopen van kredietverzekeringen te beperken tot de hedging (indekking) van de werkelijke blootstelling aan kredietrisico's. Dit zou kunnen verkregen worden door het vereisen van een fysieke verrekening van nieuwe single-name CDSs.*
- c) *Financiële marktregulering zou moeten gewijzigd worden om de CDS-markt binnen het toepassingsgebied te brengen van de Richtlijn op marktmisbruik.*
- d) *Opgedane ervaring suggereert dat een regel die de margevereisten inzake CDS verstrengt, gerechtvaardigd lijkt.*
- e) *De risico's met CDS moeten beter gerapporteerd worden, en dit op nominatieve basis voor de grote risico's.*

## 3. Ratingbureaus

---

### 3.1 *Analyse*

Credit rating agencies (CRAs) (ratingbureaus) hebben traditioneel een belangrijke rol gespeeld in de functionering van financiële markten. Die rol werd officieel erkend en gaandeweg versterkt door de opname van verwijzingen naar ratings in de markt- en bankregulering en, recenter, in de regulering van verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen. Ratings werden beschouwd als betrouwbare beoordelingen van de kredietkwaliteit.

In het vorige decennium nam de rol van de ratingbureaus verder toe door de ontwikkeling van gestructureerde producten. Deze producten bestaan uit verschillende klassen van effecten, die de "getrancheerde" kasstromen" vormen van een onderliggend activapakket. Een hoofddoelstelling van hun creatie vormt het verwerven van minstens één klasse effecten waarvan de rating hoger is dan de gemiddelde rating van het onderliggend activapakket. De aanvaarding van gestructureerde producten door de marktspelers hing aldus af van de rating die deze producten verkregen. Inkomsten uit de ratings van gestructureerde producten overtroffen tenslotte de inkomsten uit traditionele obligatieratings.

De problemen met het rendement en de ratings van gestructureerde producten gebaseerd op V.S.-rommelhypotheken en de daarop volgende malaise op de financiële markten zijn nu goed gekend. Ratings van vele gestructureerde producten werden systematisch afgewaardeerd, wat tot hoge verliezen leidde in de rekeningen van vele financiële instellingen.

Als gevolg daarvan werden de CRAs ernstig bekritiseerd. De meest gehoorde kritieken zijn de volgende:

- het onvermogen om de weerslag in te schatten van de achteruitgang van de standaarden bij het onderschrijven van V.S.-rommelhypotheken, wat leidde tot plotselinge en massieve afwaarderingen in een veel later stadium
- het gebruik van verkeerde ratingmethodologieën en het gebrek aan transparantie in het ratingproces
- het onvermogen om aangepaste middelen en personeel te kunnen behouden om gelijke tred te houden met de groei van de markten voor gestructureerde producten
- het onvermogen om op een passende wijze de potentiële belangenconflicten te beheersen.

In november 2008 lanceerde de Europese Commissie een voorstel voor de regulering van de CRAs. Het voorstel wordt thans besproken door de lidstaten. Dit voorstel heeft vier belangrijke doelstellingen:

- belangenconflicten vermijden;
- de kwaliteit van de ratingmethodologieën en de ratings verbeteren;
- de transparantie verhogen door rapporteringsverplichtingen op te leggen;
- een efficiënte registratie (single entry point) en toezichtstelsysteem verzekeren, “forum shopping” en arbitrage van regelgeving tussen EU-jurisdicties vermijden.

Het regelgevend ontwerp beoogt in het algemeen een betere bescherming te bieden van de beleggers. Daartoe bevat het de verplichting voor CRAs om belangenconflicten te melden en behandelt het ook de verloningssystemen voor CRA-werknemers. Bijzonder relevant zijn de rapporteringsvereisten van methodologieën, modellen en basishypothesen die gebruikt zijn bij de ratings en de verplichting om een ratingcategorie te gebruiken voor gestructureerde producten verschilt van die voor traditionele obligatieratings. De voorgestelde single entry point voor registratie zou ook het opvolgingsproces moeten



vergemakkelijken. Bijgevolg zal de kwaliteit van de ratingprocessen waarschijnlijk verbeteren, als de basisregels voor de voorgestelde regelgeving zijn goedgekeurd en uitgewerkt. Daarom staat het Comité achter het initiatief van de Commissie.

Terzelfder tijd wenst het Comité zijn bezorgdheid uit te drukken dat de reguleringstatus van de CRAs beleggers en activamanagers nog meer zou kunnen aanmoedigen om zelfs meer dan in het verleden uitsluitend te steunen op ratings voor hun beleggingsbeslissingen. Dat zou onaangename gevolgen kunnen hebben, zelfs voor gewone schuldinstrumenten: een rating stelt een vereenvoudigde beoordeling voor, die per definitie een bepaalde graad van willekeur inhoudt en daarom moet aangevuld worden met een grondig onderzoek door de belegger zelf. Dit is in het bijzonder belangrijk, gezien het oligopolistisch karakter van de ratingmarkt wel eens tot een verbetering van de kwaliteit van de ratings via een verhoogde concurrentie zou kunnen leiden. Tenslotte is de rating van erg complexe producten zelf complex en heeft deze daarom een aantal ernstige beperkingen.

### **3.2 Beleidsaanbevelingen**

*Het Comité beveelt aan het voorstel van de Europese Commissie voor de regulering van CRAs te steunen, mits bijkomende maatregelen worden getroffen :*

- a) *Het gebruik van een enkelvoudige synthetische indicator is ontoereikend voor een passende beoordeling van het risico van een financieel actief en in het bijzonder van een gestructureerd product. Financiële regulering zou de verantwoordelijkheid van activamanagers en professionele beleggers moeten benadrukken om hun eigen due diligence uit te voeren en het risicobeheer niet uit te besteden aan ratingbureaus. Daarom zou de financiële regulering moeten herbekeken worden, met het oog op de verwijdering van alle gebiedende verwijzingen naar ratings.*

b) *De ontwikkeling van alternatieve instrumenten voor risicobeoordeling zou moeten worden aangemoedigd. Tussen de CRAs zou de concurrentie moeten worden bevorderd en toetredingsbeperkingen tot de ratingmarkt zouden moeten verlaagd worden.*

## 4. Risicobeheer

---

### 4.1 *Analyse*

Risico is op intrinsieke wijze moeilijk te meten en te beheersen. Inderdaad, de crisis heeft aangetoond dat het risicobeheer in vele financiële instellingen helaas ontoereikend was. Het risicobeheer faalde in de pre-crisis periode om instellingen ervan te weerhouden uitzonderlijke risico's en hefboomeffecten op te bouwen en om geconcentreerde blootstellingen te accumuleren aan complexe overgewaardeerde activa. Eens de crisis toesloeg, was het risicobeheer bij verschillende instellingen niet in staat om de ineensstorting aan een onverwacht hoge snelheid te stoppen.

Een deel van de verklaring voor de gebreken bij het risicobeheer in vele instellingen ligt in het overdreven vertrouwen op kwantitatieve risicomodellen, die lijden aan talrijke tekortkomingen. Bovendien zou dat vertrouwen op modellen kunnen versterkt geweest zijn door de ontoereikende communicatie tussen de risicomodellenbouwers en het senior management betreffende de beperkingen van de modellen. Toch kwamen ook andere tekortkomingen aan het licht in instellingen die ernstig waren getroffen door de crisis. Die bestaan onder meer uit de lage status van de risicobeheerders en/of risicocontroleurs in vergelijking met risiconemers en een gebrekkige communicatie en aggregatie van de risico's doorheen de bedrijfslijnen of -functies, wat een "silomentaliteit" weerspiegelt. Al die factoren hebben waarschijnlijk bijgedragen tot de creatie van een situatie waarbij senior managers niet in staat waren volledig de opduikende risico's voor de instelling te identificeren of te begrijpen of de gepaste acties te ondernemen om de risico's te milderen zodra ze zich voordeden. Terzelfder tijd heeft het management van sommige instellingen wellicht de expansie toegestaan van bepaalde nieuwe activiteiten en bedrijfstakken zonder een gepaste aandacht te besteden aan de capaciteit van de controle-infrastructuur om met de ontwikkelingen gelijke tred te houden.

Een afdoend risicobeheer noopt tot het aannemen van een bedrijfsomvattend perspectief, met informatie die zowel horizontaal als verticaal stroomt. Het vereist ook dat de beperkingen van om het even welke risicometingsmethode volledig begrepen wordt en dat een waaier tussen risicomaatregelen ingezet wordt en dat een gepast evenwicht tussen kwantitatieve en kwalitatieve analyse bereikt wordt.

In het vorig decennium hebben de vooruitgang in het computervermogen, statistische technieken en de beschikbaarheid van data de ontwikkeling van wiskundige modellen voor het berekenen van het portefeuillerisico bevorderd. Die modellen, waarvan het meest gebruikte het value at risk (VaR) (risicolopende waarde) is, werden in toenemende mate gebruikt door financiële instellingen en evenzeer door de regulerende instanties.

Hoewel zulke modellen voordelen bieden – zoals het verschaffen van objectieve maatstaven voor bepaalde risico-aspecten en het vergemakkelijken van de vergelijking van de risico's over verschillende portefeuilles – zijn ze ook onderworpen aan ernstige beperkingen, die erkend moeten worden en in rekening dienen te worden gebracht in het risicobeheer van de instellingen. De potentiële tekortkomingen bestaan uit vijf categorieën.

**Modelrisico:** De in de modellen gehanteerde hypothesen kunnen onrealistisch zijn, en de resultaten van het model zijn dikwijls gevoelig voor veranderingen in de hypothesen. Bovendien zijn de modellen dikwijls "backward-looking" (achteruitziend), gebaseerd op recente of historische data die er niet in slagen om een potentiële toekomstige verandering te vatten die het historisch waargenomen niveau overschrijdt.

Liquiditeitsrisico: De meeste risicomodellen houden geen rekening met het liquiditeitsrisico, waardoor correlaties, volatiliteitsmetingen en VaR onderschat worden. Het verzuim rekening te houden met het liquiditeitsrisico was een sleutelfactor die leidde tot verliezen voor de financiële instellingen in de huidige crisis.

Zelfversterkende dynamieken: Als vele financiële instellingen dezelfde risicomodellen gebruiken, die gebaseerd zijn op gelijkaardige (potentieel verkeerde) hypothesen, zullen die instellingen dezelfde signalen ontvangen om over te gaan tot leveraging en deleveraging. Dit kan sterke zichzelf versterkende dynamische krachten in gang zetten, die leiden tot plotse illiquiditeit op bepaalde marktsegmenten en tot neerwaartse prijsspiralen.

Verwaarlozing van het systeemrisico: Risicomodellen houden geen rekening met potentiële systeemrisico's. Alhoewel vele modellen steunen op analyses die zelf gebaseerd zijn op duizenden hypothetische scenario's, vatten die scenario's niet de potentiële systeemrisico's die gecreëerd worden door de eigen instelling.

Een vals zekerheidsgevoel: De wiskundige verfijning van risicomodellen kan leiden tot een vals zekerheidsgevoel. Gunstige beoordelingen op basis van het model kunnen de illusie van stabiliteit verschaffen, die in het bijzonder gevaarlijk is wanneer het model op een mechanische wijze wordt gebruikt.

De illusie van stabiliteit kon ook versterkt worden door de opname van VaR-modellen in de financiële regelgeving. De VaR voor marktrisico's heeft jaren gediend als de basis voor de berekening van de wettelijke kapitaalvereisten voor de trading book van de banken. Mettertijd heeft de opname in de trading book van activa zoals gestructureerde producten met aanzienlijke illiquiditeits- en kredietrisico's het voeren van een enkel op het marktrisico gebaseerde VaR ontoereikend gemaakt. De VaR wordt nu ook gebruikt in het Basel II-raamwerk voor de bepaling van de reglementaire kapitaalvereisten voor de banking book. Die regelgeving bestond echter nog niet toen de crisis uitbrak.

#### **4.2 Beleidsaanbevelingen**

- a) *Banken zouden een wijde waaier van risicomaatstaven moeten gebruiken, zowel kwantitatieve als kwalitatieve, die verschillende visies op het risico bieden. Banken zouden moeten vermijden uitsluitend of op een mechanische wijze te steunen op één specifieke maatstaf, zoals de VaR.*
- b) *Het liquiditeitsrisico zou een volwaardig onderdeel moeten worden van de risicomodellen en van het toezicht.*
- c) *De regulerende instanties en de banken zouden voldoende aandacht moeten schenken aan de aanvulling van de verfijnde instrumenten met eenvoudige, gemakkelijk begrijpbare maatstaven zoals hefboomratio's of nominale limieten.*
- d) *De regelgeving zou een samenhangende hervorming van het beheer van de bankrisico's moeten bevorderen. Personen die instaan voor het risicobeheer zouden een opgewaardeerde status, die hun onafhankelijkheid moet verzekeren, en een beslissingnemende bevoegdheid moeten hebben, die ook zou moeten tot uiting komen in de verloningniveau's. Een bijzonder gewicht zou moeten gegeven worden aan de twijfels die de risicomangers uitbrengen in voorspoedige periodes.*

## 5. Verloningssystemen

---

### 5.1 Analyse

De huidige crisis heeft duidelijk gemaakt dat de verloning van het management binnen sommige bedrijven niet altijd evenredig was met de toegevoegde waarde die door deze managers werd aangebracht. De publieke opinie was verrast door de omvang van het loonpakket dat aan managers van financiële instellingen werd toebedeeld. In het bijzonder ontstond er beroering omtrent de hoge sommen die werden uitbetaald bij het beëindigen van overeenkomsten (ontslagvergoedingen) en dan vooral als deze werden toegekend aan managers van in gebreke blijvende ondernemingen. Sommige waarnemers hebben kritiek geuit op de wijze waarop het loonpakket wordt bepaald, anderen beschouwen de bedragen op zich reeds als onaanvaardbaar.

De problematiek van de hoge lonen is een internationale aangelegenheid en blijft ook niet beperkt tot de banksector. Ook al worden hun lonen vaak openbaar gemaakt, toch zijn de managers van financiële instellingen niet noodzakelijk de best betaalde personen binnen de organisatie: traders (beurshandelaars) ontvangen vaak een hogere verloning of beschouwen die verloning als de vrucht van hun hogere kunde en inzichten waarvan de bank deels mag meegenieten. Het probleem van de risico's die de traders creëren, wordt al sinds jaren onderkend. Adviezen omtrent een toereikend toezicht op de activiteiten van de traders hebben reeds het daglicht gezien. Ondanks deze inspanningen zijn toch een aantal geruchtmakende zaken aan het licht gekomen.

Het fundamentele probleem van de verloning ligt in feite bij de premies en bonussen. Het merendeel van de problemen is terug te brengen tot het variabel deel van het loonpakket en spruit vooral voort uit het feit dat de vergoedingsregeling gericht is op de korte termijn. Als de beloning voor het nemen van risico's te hoog is, kunnen managers ertoe verleid worden om controleactiviteiten te laten verslappen en om overdreven risico te nemen. De problematiek van de belangenconflicten is verwant aan het bonussenvraagstuk: managers, traders en andere werknemers zouden ernaar kunnen streven om hun persoonlijk loon te doen toenemen zonder rekening te houden met de belangen van de instelling. Een van de doelstellingen van een verloningssysteem is om de premies voor de werknemers in overeenstemming te brengen met de belangen van de instelling.

De mogelijke belangenconflicten zijn doorheen de hele organisatie terug te vinden: de bediende die aan de consument beleggingsproducten aanbiedt, wordt vaak minder gedreven door de belangen van de klant dan door de commissie die hij bij de verkoop van het product zal ontvangen. De trader neemt bijkomende risico's om zijn bonus te verhogen, ook al zou het mislukken van deze transactiestrategie de bank in problemen kunnen brengen. En tot slot zou het topmanagement zich kunnen toeleggen op kwartaalcijfers aangezien hun bonussen daarop gebaseerd zijn. Dit welbekende en vaak aangehaalde kortetermijndenken ligt ongetwijfeld aan de grondslag van de ongebreidelde groei van de financiële sector binnen de economie als geheel. Dit kan ook verklaren waarom er voor het uitbreken van de crisis zo weinig kritiek was op de waardering van activa tegen marktwaarde ("mark to market"). Deze boekhoudtechniek zorgde weliswaar voor zeer florissante resultaten tijdens de bloeiperiode voor de crisis, maar heeft tot net het omgekeerde geleid tijdens de ineenkrimping die erop volgde.



Velen menen dat de samenstelling van het loon van topmanagers van financiële instellingen heeft bijgedragen tot het nemen van overdreven risico's en tot procyclisch gedrag. Er is een scheeftrekking ontstaan met betrekking tot de bonussen doordat de beloningsstructuur wel tot vergoedingen bij een positieve ontwikkeling, maar tot onvoldoende bestraffing bij een negatieve ontwikkeling leidt. Deze redenering is niet alleen van toepassing op de banksector (en in de eerste plaats op de sector van de zakenbanken), maar is waarschijnlijk nog relevanter voor de hefboomfondsen waarvan de managers gewoonlijk een hoog percentage van de jaarlijkse waardestijging van het fonds opstrijken (meestal 20%, maar in sommige gevallen tot 50%).

In principe bepalen verloningscomités binnen de raad van bestuur de verloning van het management en in het bijzonder het variabele gedeelte ervan. De overheersende wijsheid die in codes voor deugdelijk bestuur naar voren komt, is dat een meerderheid van de leden van het remuneratiecomité moet bestaan uit onafhankelijke bestuurders om zo belangenconflicten bij het uittekenen van de beloningsstructuren te vermijden. Vaak wordt daarenboven nog verduidelijkt dat het verloningscomité een beroep zou moeten doen op externe deskundigen om er voor te zorgen dat de beloningsstructuren op een objectieve manier worden vastgelegd.

Deze regels hebben echter niet tot het verhoopte resultaat geleid. Vaak zijn de onafhankelijke bestuurders zelf managers van andere ondernemingen, vanwaar ze de zaak bekijken met hun eigen verloning als uitgangspunt. Het vertrouwen in verloningsdeskundigen heeft ongetwijfeld bijgedragen tot een inflatie in de omvang van het beloningspakket, aangezien deze deskundigen gewoonlijk worden aangesteld op basis van een voorstel van het bedrijfsmanagement. Deze deskundigen hebben er dan ook geen belang bij om een al te terughoudend standpunt in te nemen tegenover de beloningsstructuur die op tafel ligt. Tenslotte zijn verloningsstructuren vaak verkeerd uitgewerkt omdat ze de verloning koppelen aan factoren die buiten de controle van het management vallen (bv. de marktprijs voor aandelenopties).

Op internationaal vlak concentreren verscheidene werkgroepen zich momenteel op de problematiek van de verloning in het verlengde van een nauwkeurig onderzoeksrapport van het Financial Stability Forum. Sommige voorstellen zijn al naar voor geschoven, bijvoorbeeld het voorstel om de basis waarop het loon wordt berekend aan te passen of om te bedingen dat de resultaatgebonden verloning gebaseerd is op een periode die lang genoeg is om na te gaan of de winsten van de activiteit stevig genoeg verankerd zijn. Andere voorstellen bestaan erin zowel de opwaartse als de neerwaartse trend in de bedrijfsresultaten te laten meespelen in de variabele verloning, wat dus inhoudt dat ook terugbetaling van loon in bepaalde omstandigheden tot de mogelijkheden behoort. Deze discussies zijn nog steeds aan de gang en het zou nuttig zijn om de mogelijke pro's en contra's van elk van deze naar voorgebrachte oplossingen te analyseren.

## **5.2 Beleidsaanbevelingen**

*De belangrijkste doelstelling is om de elementen binnen de verloningssystemen die leiden tot systeemrisico's en die aanleiding geven tot procyclisch gedrag van financiële instellingen in kaart te brengen en te verwijderen.*

*Om dit te bereiken moet men:*

- a) Garanderen dat risicomangers nauwgezet de stimulerende effecten van verloningsstructuren voor de verschillende managementniveaus inschatten en, indien nodig, deze voorleggen aan de regulerende instanties als onderdeel van de discussie over risicofactoren.*
- b) Tot stand brengen en garanderen van goed functionerende remuneratiecomités met speciale aandacht voor hun samenstelling en onafhankelijkheid.*
- c) Overwegen van het invoeren van specifieke instrumenten zoals de 'claw back' clause (mogelijke terugvordering van bonussen)*

*of lock-up bepalingen (tijdelijke blokkering) en dit bovenop beperkingen op de gouden handdrukken om zo inadequate stimulansen die het nemen van risico's in de hand werken te vermijden.*

## 6. Procycliciteit

---

### 6.1 Analyse

Om meerdere redenen heeft het gedrag van de deelnemers aan de financiële markten de neiging om op en neer te gaan met de economische conjunctuur. In periodes van expansie zijn de risicopercepties laag, zijn de onderpandwaarderingen hoog, versoepelen banken leningvoorwaarden en breiden de financiële instellingen hun balansen uit. Tijdens periodes van laagconjunctuur daarentegen lijden de banken verliezen op hun leningen en scherpen ze hun kredietvoorwaarden aan; de financiële instellingen krimpen dan hun balansen in. De reactie van het financiële systeem op de economische conjunctuur versterkt deze cyclische golfbewegingen in de economie nog. Dit fenomeen staat bekend onder de term “procycliciteit”.

De mogelijk zware gevolgen voor de economie van procycliciteit hebben vragen doen rijzen over de mate waarin de regulering van de financiële markten kan leiden of bijdragen tot procycliciteit. Twee belangrijke aandachtspunten hebben betrekking tot prudentiële vereisten en de boekhoudregels. Zo zullen banken naarmate de kapitaalvereisten tijdens crisisperiodes stijgen, meer beperkingen ondervinden op hun leningscapaciteit. Gelijklopend zullen deze instellingen op het moment dat de waarde van financiële activa tijdens crises daalt, genoodzaakt zijn om meer activa van de hand te doen om te voldoen aan de margeregels.

## Prudentiële regelgeving

Verschillende technieken zijn reeds toegepast of voorgesteld om de procyclische weerslag van prudentiële vereisten op het gedrag van banken te beperken. Het onderliggende uitgangspunt achter al deze technieken is dat de neiging om uit te breiden tijdens periodes van groei wordt ingeperkt door bijvoorbeeld, kapitaalbuffers of kapitaal- of leningsvoorzieningen aan te leggen en deze indien nodig af te bouwen op momenten dat het minder goed gaat.

Het verhogen van de risicogevoeligheid van gereguleerde kapitaalvereisten in het kader van Basel II zorgde voor enige bezorgdheid omtrent de procycliciteit. Alhoewel een aantal aandachtspunten in het Basel II-raamwerk geïntegreerd zijn met het oog op het matigen van mogelijke procyclische effecten (bv. een methode om kans op wanbetaling vanwege schuldenaars te bepalen, stress testing, enz.), heeft de crisis het besef dat bijkomende maatregelen nodig zijn, op het voorplan gezet.

De huidige voorstellen houden in dat het proces van prudentiële beoordeling in de tweede pijler van Basel II (“supervisory review process”) wordt aangewend om doorheen de tijd fluctuerende kapitaalbuffers te creëren bovenop de minimumniveaus vastgelegd door de formules in de pijler 1. Dit zou kunnen bekomen worden door bijvoorbeeld de kapitaalvereisten van de pijler 1 of de schattingen met betrekking tot de kans op wanbetaling van schuldenaars te vermenigvuldigen met een schalingsfactor waarvan de waarde evolueert met de economische conjunctuur.

Een andere mogelijke techniek om procycliciteit te beperken, bestaat in een dynamische provisionering voor leningen, zoals die in Spanje reeds sinds 1991 wordt toegepast. Deze techniek houdt in dat provisies voor leningen worden gevormd op basis van een schatting van de op de lange termijn te verwachten verliezen op deze leningen eerder dan op basis van de huidige, gerealiseerde verliezen die pas ettelijke jaren later kunnen opduiken. De provisie is in die zin “dynamisch” dat ze toeneemt op het moment dat de verwachte verliezen hoger liggen dan de reële verliezen (d.i. tijdens de hoogconjunctuur) en weer afneemt op het moment dat de reële verliezen de verwachte verliezen benaderen.

Tenslotte hebben een aantal regeringen in het verleden de kredietbeschikbaarheid rechtstreeks proberen te beïnvloeden door bepaalde vereisten aan te passen zoals het maximaal ontleenbaar bedrag als percentage ten opzichte van de onderpandswaarde (in het geval van onroerend goed). Dit soort van discretionaire overheidstussenkomsten worden de laatste jaren evenwel minder gunstig bekeken.

## Boekhoudnormen

Vele waarnemers zijn de mening toegedaan dat de invoering van de waardering tegen reële waarde ("fair value") binnen de boekhoudnormen de moeilijkheden van de financiële instellingen tijdens de huidige financiële crisis nog hebben versterkt. Volgens de International Financial Reporting Standards (IFRS) moeten activa tegen de reële waarde worden gewaardeerd, wat inhoudt dat marktprijzen moeten gebruikt worden voor zover er een actieve markt voor deze activa bestaat. Als er evenwel geen actieve markt voorhanden is voor een actiefbestanddeel, moet de reële waarde geschat worden op basis van de best mogelijke beschikbare informatie. Bij gebrek aan actieve markten voor vele van de complexe en illiquide activa die tegenwoordig op de balansen staan, gebeurt de waardering vaak op basis van modellen. Dit kan leiden tot het toekennen van uiteenlopende waarderingen voor dezelfde activa door verschillende instellingen.

Het gebruik van waardering tegen marktwaarde (of andere technieken gebaseerd op marktprijzen) leidt tot cyclisch gevoelige resultaten: lagere marktprijzen leiden tot lagere waarderingen bij alle entiteiten die de activa in hun bezit hebben, wat leidt tot mogelijke verliezen bij deze ondernemingen en een aanzet kan zijn om activa te verkopen met het oog op het creëren van liquiditeit. Dit kan uitmonden in een neerwaartse spiraal van dalende activaprijzen met een weerslag die tastbaar is doorheen het financiële systeem.

Het is algemeen erkend dat een boekhouding op basis van reële waarde aanleiding geeft tot een vrij star boekhoudsysteem dat weinig ruimte laat aan de instellingen om cyclische ontwikkelingen bij te sturen. Pogingen om buffers in te voeren tijdens economisch gunstige periodes, zoals dynamische provisionering voor leningen, worden in het algemeen als in tegenstrijd met reële waardeboekhouding beschouwd, met als argument dat zulke technieken te veel manoeuvreerruimte aan de bedrijven geven.

Ondanks deze opmerkingen lijkt het toch uiterst moeilijk om de reële waarde als basis voor de boekhoudnorm te vervangen, te meer omdat er geen valabel alternatief is. Daarenboven beperken de meeste voorstellen zich tot een doorlichting van het bestaande boekhoudsysteem, omdat het aanbrengen van fundamentele wijzigingen in het boekhoudsysteem middenin een crisisperiode het vertrouwen in de markten verder zou onderuithalen. De International Accounting Standards Board (IASB) heeft in het kader van de crisis een aantal uitzonderlijke maatregelen doorgevoerd. Meer bepaald kregen de instellingen toestemming om activa te herkwalficeren van categorieën die een waardering op basis van de reële waarde vereisen naar categorieën waarin andere waarderingmethoden toegelaten zijn. Desalniettemin is de IASB weigerachtig om meer flexibiliteit toe te staan, ondanks het aandringen van de Europese Commissie.

Op politiek vlak is de vraag gesteld of een raad voor boekhoudnormen zomaar los van de politieke en sociale omgeving waarin hij functioneert, kan of mag handelen. Moet degene die de norm vastlegt volledig onafhankelijk zijn? En indien ja, hoe kan die onafhankelijkheid bewaard worden? Moet er een raad opgericht worden die de bevoegdheid heeft om de IASB te controleren?

Europa zou een betekenisvolle inspraak moeten hebben in het functioneren van de IASB. De Europese Commissie pleit momenteel voor een sterkere betrokkenheid in het bestuur van de IASB met inachtneming van de onafhankelijkheid bij het vaststellen van normen. De lidstaten zijn het evenwel niet eens omtrent dit vraagstuk.

## **6.2 Beleidsaanbevelingen**

*Procycliciteit is een belangrijk kenmerk van het huidige financiële systeem. De nadruk zou moeten liggen op het toepassen van mechanismen die deze procycliciteit milderden.*



- a) *Voor wat betreft de prudentiële regelgeving zou het Basel II-raamwerk moeten aangevuld worden met instrumenten die uitgewerkt zijn om de procyclische impact te verminderen. Een systeem voor het aanleggen van dynamische provisies voor leningen zou een handig hulpmiddel zijn, evenals een actiever gebruik van traditionele anticyclische maatregelen zoals het gebruik van bepaalde financiële ratio's en instrumenten om de hefboomwerking te beperken.*
- b) *Het spanningsveld tussen enerzijds prudentiële en anderzijds boekhoudkundige systemen met betrekking tot het gebruik van instrumenten als dynamische provisionering zou moeten uitgeklaard worden om te vermijden dat er twee parallelle systemen zouden bestaan, wat dan weer zou leiden tot verwarring en wantrouwen.*
- c) *Voor wat betreft de boekhoudnormen zou het concept van de reële waarde moeten behouden blijven, omwille van een gebrek aan alternatieven en om te vermijden dat de huidige instabiliteit van de markten nog zou verergeren. De regels met betrekking tot de concrete toepassing zouden evenwel verduidelijkt en verfijnd moeten worden zodat ze de economische cyclus mogelijk minder zouden intensifiëren. Dit is in het bijzonder belangrijk voor activa waarvoor geen liquide markten voorhanden zijn.*
- d) *Het comité staat achter de Europese initiatieven om het bestuur van de IASB te verbeteren.*

---

## **CONCLUSIES**

---

De verantwoordelijkheid voor deze wereldwijde financiële crisis zou moeten gelegd worden bij alle actoren op de financiële wereld aan beide zijden van de Atlantische Oceaan, en elders. Vastgoedmakelaars, hypotheekbanken, banken die het originate-and-distribute business model toepassen, uitgevers van CDOs, managers van niet-bancaire financiële tussenpersonen, ratingbureaus, auditors, regelgevende en toezichthoudende instanties, overheden en centrale banken, economen, professionele beleggers – zij allen moeten hun deel dragen in de blaam. Het komt er nu op aan dat zij allen deel hebben aan een gezamenlijke inspanning om onze huidige moeilijkheden te overwinnen en samen hervormingen uit te werken die een blootstelling aan een toekomstige crisis van deze omvang minder waarschijnlijk maken.

De specifieke hervormingsonderwerpen die in dit verslag zijn opgenomen hebben allemaal één gezamenlijk kenmerk: zij suggereren remedies voor de tekortkomingen die werden geïdentificeerd in de vroegere werking van ons financieel systeem – tekortkomingen die een gedeelde verantwoordelijkheid dragen voor de ernst en de veralgemening van de huidige crisis. Voor zover die hervormingsvoorstellen – even goed als andere die niet werden opgenomen in dit rapport – daadwerkelijk worden uitgewerkt, kan men hopen dat het systeem aan weerstand zal winnen.

Maar wat voor de toekomst? Ons geglobaliseerd, interdependent, concurrentieel en sterk innoverend financieel systeem is niet een statisch systeem. Het brengt voortdurend veranderingen voort: nieuwe financiële tussenpersonen komen op; het bedrijfsmodel van de bestaande tussenpersonen ondergaat geleidelijke of plotse wijzigingen; nieuwe onderlinge verbindingen ontstaan tussen verscheidene

segmenten van de financiële bedrijvigheid; en, het belangrijkste, de innovatiestroom zet zich onverminderd door. Om de mogelijke crisis uitlokkende weerslag van zulke ontwikkelingen te beoordelen, kunnen zij die instaan voor het voorkomen van een systeemcrisis zich niet beperken tot het identificeren van de vroegere specifieke tekortkomingen. Zij moeten een vooruitziende benadering toepassen, zoniet lopen ze het risico zichzelf klaar te maken om de vorige oorlog te voeren. Om die veeleisende doelstelling te verwezenlijken moeten twee gelijktijdige actielijnen in ogenschouw genomen worden. Aan de ene kant moeten we op het vlak van de analyse naar enkele fundamentele “kernproblemen” kijken die verder reiken dan de specifieke vraagstukken die werden opgenomen in dit inleidende rapport. Aan de andere kant moeten we in overweging nemen verreichende hervormingen uit te werken op het vlak van de financiële regelgeving en toezicht alsmede op het vlak van het uitwerken van acties voor tijdige crisispreventie die institutionele ondersteuning zouden geven aan deze vooruitziende benadering.

Met die brede bezorgdheden in het achterhoofd, wil het Comité voorstellen doen op vijf gebieden – ten laatste in zijn eindrapport.

Ten eerste, bevestigen zowel de huidige ervaringen als vroegere historische ervaringen dat financiële euforieën, met de ermee gepaard gaande verdwijning van het risicobewustzijn, een crisis uitlokken; en de ernst van de crisis is doorgaans positief gecorreleerd met de intensiteit en de graad van veralgemening van de euforie. Er werd ook aangetoond dat een ruime liquiditeit in combinatie met het geloof dat marktdeelnemers zullen gered worden door de overheden - indirect of direct – in sterke mate bijdraagt tot het ontstaan van luchtballonnen van activaprijzen, het vervagen van het risicobewustzijn en roekeloze schuldenvorming. Het is aldus de plicht van de overheden om de ontwikkeling van overmatige liquiditeit te voorkomen en af te zien van het aanmoedigen van het geloof van de marktdeelnemers dat ze altijd zullen kunnen rekenen op onmiddellijke redding. Dat is echter gemakkelijker gezegd dan gedaan. Welke beleidsmaatregelen kunnen, en zouden moeten, ondernomen worden – en door welke overheden – om de ontwikkeling van overmatige marktliquiditeit te voorkomen? Kan men luchtballonnen van activaprijzen of veralgemeende overdreven hefboomwerking bestempelen als tekenen van gevaar? En hoe “moral hazard” minimaliseren?

Ten tweede, de structuur en de inhoud van de regulering moeten rekening houden met macroprudentiële bekommernissen. Microprudentieel toezicht van financiële tussenpersonen in het algemeen, en van banken in het bijzonder, is potentieel een erg waardevolle bron van informatie voor diegenen die een belangrijke macroprudentiële verantwoordelijkheid dragen en die pogen het ontstaan van een systeemgevaar op te sporen, vóór de zichtbare tekenen van een dreigende financiële crisis. Verschillende voorwaarden zullen moeten vervuld zijn opdat die potentiële bron een daadwerkelijke bron zou worden. De door de toezichthouders verzamelde feiten en cijfers van systeemrelevante instellingen zouden moeten samengevoegd worden; er zou een passende informatiestroom moeten komen tussen banktoezichthouders en toezichthouders van zowel andere financiële tussenpersonen als van effectenmarkten; en het belangrijkste, de macroprudentiële verantwoordelijke instanties –

hoofdzakelijk de centrale banken – zouden moeten betrokken zijn bij de verzameling en analyse van informatie en bij de beoordeling van de macroprudentiële gevolgen ervan. Toezichthouders werden noch opgeleid, noch belast met de taak om de macroprudentiële betekenis van hun bevindingen te beoordelen. Het Comité vindt dat het opzetten op Europees niveau van een systeem van nauwe samenwerking tussen het micro- en macroprudentieel toezicht één van de belangrijkste doelstellingen zou moeten zijn van de initiatieven van institutionele hervorming.

Ten derde dient de perimeter van de regelgeving en het toezicht herbekeken te worden. Zou de perimeter moeten afgelijnd worden op functionele gronden – dat betekent bijvoorbeeld door regelgevende en toezichthoudende tussenpersonen niet omdat zij banken worden genoemd, maar omdat zij doen wat banken doen? Welke criteria zouden moeten gebruikt worden om de perimeter vast te leggen? En, het belangrijkste, wat moet er gebeuren indien vooruitziend macroprudentieel toezicht ontdekt dat er een belangrijke ontwikkeling met een weerslag op het systeem plaats heeft van niet gereguleerde systeemrelevante marktdeelnemers met een grote hefboomwerking? Of dat een groep van niet gereguleerde financiële tussenpersonen een systematisch destabiliserende rol begint te spelen? Wat zijn de wijzen en middelen om snel de reguleringsperimeter te kunnen herdefiniëren om een passend niveau van toezicht te verzekeren? En wat zouden de institutionele gevolgen zijn van zulke herdefiniëring van de perimeter van het toezicht? Is het mogelijk om op Europees niveau een “machtigende regelgeving” in te voeren die de overheden zou toestaan om de regulering en het toezicht uit te breiden naar elke systeemrelevante instelling of groep van instellingen?

Ten vierde lijken een aantal grote spelers op de financiële markt de voordelen van specialisering te herontdekken doordat de huidige crisis de zwaktes heeft blootgelegd in mondiale organisaties die een hele waaier van financiële diensten aanbieden. Moet dit herstructureringsproces helemaal overgelaten worden aan de markt?

Of zijn er argumenten voor een verplichte specialisatie – in het bijzonder, maar niet uitsluitend, om crises op een efficiënte manier te voorkomen? En hoe kan besmetting worden voorkomen vanwege ondernemingen die zich nog altijd kunnen toeleggen op een wijde en gevarieerde waaier van activiteiten?

Ten vijfde zijn we ons ervan bewust dat de opdracht van ons Comité erin bestaat om advies te geven over het voorkomen van een crisis en niet over de aanpak van de huidige crisis. Toch kunnen we niet voorbijgaan aan het feit dat alhoewel de overheden, zowel in Europa als in de rest van de wereld, krediet verdienen omdat ze tot nu toe verhinderd hebben dat een zware banken- en kredietcrisis omsloeg in een systeemcrisis, zij toch beginnen toe te geven aan de verlokking om interventiemiddelen te gebruiken die de toekomst bezwaren. Deze methodes brengen de werking van de Europese eengemaakte markt in gevaar en roepen het schrikbeeld van het protectionisme op wereldvlak op.

De geschiedenis van de jaren '30 van de vorige eeuw leert één onbetwistbare les: ze toont aan dat een dergelijke ontwikkeling een averechts effect heeft op de “reële” economie en daarom de huidige crisis verzwaart en verlengt in plaats van ze te verlichten. Wat voor een schande zou het zijn als een lange periode van aanwijsbaar efficiënt crisismanagement zou eindigen in een trieste mislukking. Wij voelen ons bij het besluit van dit rapport dan ook genoodzaakt om onze diepe bezorgdheid uit te drukken.

oooooooooooooooooooooooooooo

## **Bijlage I: Opdracht van het Comité op hoog niveau voor een nieuwe financiële architectuur**

---

Het Belgische “High level Committee for a new Financial Architecture” (Comité op hoog niveau voor een nieuwe financiële architectuur) zal de Belgische regering advies geven over voorstellen om het financiële systeem te versterken en zo in de toekomst problemen te vermijden zoals bij de internationale financiële crisis van 2008.

Er zal op drie niveaus advies worden verleend voor een beter beheer van het financiële systeem: het Belgische niveau, het Europese niveau en het internationale niveau.

Betreffende voorstellen voor de verbetering van het bestuur van het Belgisch financieel systeem, zal het Comité nadenken over de functionering van het Comité voor Financiële Stabiliteit en de Raad van toezicht van de Overheid der financiële diensten, opgericht door de wet van 2002, over de organisatie, werking en prestaties ervan, over de verbetering van de informatiestroom van de private financiële instellingen naar de toezichthouders en andere aspecten die noodzakelijk geacht worden voor de verbetering van het microprudentieel (uitgevoerd door de CBFA) en het macroprudentieel toezicht (verantwoordelijkheid van de NBB).

Wat het Europese niveau betreft, zal het Comité nadenken over oplossingen om de kloof te overbruggen tussen enerzijds de ééngemaakte Europese financiële markt en het toenemend belang van grensoverschrijdende verrichtingen van financiële instellingen en anderzijds de nog onvoldoende gecoördineerde nationale overheidsinstanties die verantwoordelijk zijn voor het toezicht op of voor de goede werking van de financiële markten. Het onderscheid tussen het niveau van de EU en dat van de Eurozone is in dat verband belangrijk, en houdt daarbij rekening met de band tussen liquiditeitsvoorziening en solvabiliteitsaspecten.

Het Comité zal ook de Belgische regering advies geven op het internationale niveau door voorstellen te formuleren voor de verbetering van de financiële architectuur op wereldniveau.

Gemeenschappelijke voorstellen voor de drie niveaus kunnen verwijzen naar de nood om het huidige businessmodel voor financiële instellingen op één lijn te brengen met de beginselen van een goed werkend vrije marktsysteem.

Het Belgische “High level Committee for a new Financial Architecture” zal voor februari een tussentijds rapport opmaken en zijn eindrapport voor half 2009 voorleggen aan de Belgische regering.

Het comité kan andere deskundigen en vertegenwoordigers van relevante publieke en private financiële instellingen raadplegen.

De Federale Overheidsdienst Financiën zal optreden als secretariaat van het comité en de nodige financiële en logistieke middelen verstrekken.



## **Bijlage 2: Lijst van afkortingen**

---

<b>CBFA</b>	<b>Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen</b>
<b>CCP</b>	<b>Central Counterparty</b>
<b>CDO</b>	<b>Collateralized Debt Obligation</b>
<b>CDS</b>	<b>Credit Default Swap</b>
<b>CRAs</b>	<b>Credit Rating Agencies</b>
<b>EU</b>	<b>Europese Unie</b>
<b>IASB</b>	<b>International Accounting Standards Board</b>
<b>IFRS</b>	<b>International Financial Reporting Standard</b>
<b>NBB</b>	<b>Nationale Bank van België</b>
<b>O&amp;D</b>	<b>Originate and Distribute</b>
<b>OTC</b>	<b>Over The Counter</b>
<b>PD</b>	<b>Probability of Default</b>
<b>VaR</b>	<b>Value At Risk</b>