

Internationale samenwerking als basis voor vertrouwen

Het toezicht op kredietbeoordelaars als voorbeeld

Auteur
Frank Dankers

Als de huidige mondiale financiële crisis iets duidelijk maakt, is het wel dat vertrouwen onmisbaar is. Dit geldt zowel voor marktpartijen als voor monetaire- en toezichtautoriteiten. Vertrouwen is immers de basis voor het aangaan van transacties met andere, vaak onbekende wederpartijen. Onzekerheid en gebrek aan vertrouwen hebben de laatste jaren diep ingegrepen in de financiële stabiliteit en de economie. Een kerntaak van het toezicht is dan ook om zowel nationaal als internationaal het vertrouwen in de financiële sector te handhaven en waar nodig te verbeteren.

De financiële wereld is de afgelopen decennia steeds sterker vervlochten geraakt. Problemen in een land, markt of instelling, kunnen zich snel verplaatsen naar andere landen, markten en instellingen. Voor toezichthouders is internationale samenwerking en coördinatie in het toezicht dan ook onmisbaar. Zowel de normstelling voor het toezicht op de financiële markten als het toezicht zelf vindt voor een groot deel op Europees en mondiaal niveau plaats. Samenwerking, coördinatie en convergentie van de verschillende nationale toezichtpraktijken moeten leiden tot een consistent, effectief en efficiënt toezicht en een consequente toepassing van de relevante regelgeving. In de EU staat convergentie van toezicht en regelgeving al jaren hoog op de agenda, aanvankelijk vooral gedreven door de ambitie om met alle lidstaten één interne markt voor goederen en diensten te creëren. Incidenten als bij Enron in 2001, Parmalat in 2004 en de kredietcrisis een paar jaar later, zorgden voor een nieuwe dynamiek. Duidelijk kwam aan het licht dat het toezicht op de financiële markten tekort was geschoten. Op basis van de lessen die in internationale gremia zijn getrokken, zijn in Europees en mondiaal verband maatregelen genomen om de effectiviteit van het toezicht, en daarmee het vertrouwen, te vergroten. Een proces dat nog volop gaande is.

Dit artikel besteedt in het eerste deel aandacht aan het institutioneel raamwerk van de internationale samenwerking in het toezicht als basis voor het vertrouwen in de financiële markten. Vervolgens

wordt de werking ervan geïllustreerd aan de hand van een voorbeeld. Als case study dient het toezicht op kredietbeoordelaars, beter bekend als Credit Rating Agencies ofwel CRA's. Deze CRA's zijn immers een belangrijke schakel in het vertrouwen binnen de financiële markten. Het vertrouwen in de CRA's zelf is echter onder druk komen te staan. Binnen het kader van internationale samenwerking wordt geprobeerd dit vertrouwen te herstellen.

Het toezicht op de financiële markten: de internationale spelers

Zoals aangegeven, wordt regelgeving in toenemende mate internationaal bepaald. Toezichthouders werken mondiaal en in Europees verband samen. Vanuit deze gremia komen initiatieven, meestal via Brussel in de vorm van richtlijnen of verordeningen, naar het Ministerie van Financiën in Den Haag en vervolgens in Amsterdam bij de nationale toezichthouders DNB en AFM. Op de achtergrond van de samenwerkende toezichthouders zijn andere internationale organisaties (niet-toezichthouders, zoals het IMF, de World Bank en de OECD) maar ook de meer politieke overlegorganen als de G20 nadrukkelijk aanwezig met als doelstelling de kwetsbaarheid van het financiële systeem te verlagen en de financiële stabiliteit te vergroten.

De Europese dimensie

Een gesprek tussen Mario Monti, destijds Europees commissaris voor Interne Markten en de voorzitter van de Franse toezichthouder, was in 1997 de aanleiding tot een eerste informeel samenwerkingsverband van de effectentoezichthouders in Europa. Met het voornemen om één Europese markt voor goederen en diensten te creëren werd dit netwerk in 2001 geformaliseerd in CESR, het *Committee of European Securities Regulators*. Voor de banken- en verzekeringstoezichthouders kwamen soortgelijke samenwerkingsverbanden tot stand. Deze drie comités werden, vooral door het geven van technische adviezen, formeel betrokken bij de Europese regelgeving zoals de richtlijnen over Marktmissbruik, het Prospectus en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID). Het institutionele raamwerk bevatte echter een aantal zwakheden. Zo was de uitleg en toepassing van de EU-regelgeving in de verschillende lidstaten niet altijd consequent. Ook was er sprake van zwakke handhavings- en sanctiemechanismen die onderling te grote verschillen



vertoonden. De vraag of een meer gecentraliseerd toezicht nodig was speelde al langer, vooral bij de toezichthouders zelf, maar tot 2008 was de reactie van de lidstaten zeer terughoudend. Dat ook het managen van grensoverschrijdende crises te wensen overliet bleek wel tijdens het hoogtepunt van de kredietcrisis in 2008. Het vertrouwen in het stelsel was zoek. De Europese Commissie heeft nog in hetzelfde jaar een studiegroep onder leiding van voormalig IMF-directeur Jacques de Larosière gevraagd advies uit te brengen over de versterking van het Europese toezicht op financiële instellingen. De uitvoering van de aanbevelingen van zijn rapport uit 2009 betekende een belangrijke stap om het vertrouwen in het Europese financiële toezicht te verbeteren. De Europese Raad en het Parlement kwamen overeen om het financiële toezicht in de EU per 1 januari 2011 te versterken. De voorstellen waren gericht op een versterking van de financiële stabiliteit, om zodoende de aanwezige systeemrisico's in een vroeg stadium te onderkennen, te waarborgen dat overal in de EU ge-

In 2008 was het vertrouwen in de toezichtstructuur zoek

lijke regels gelden en worden toegepast, en te zorgen voor betere onderlinge samenwerking tussen de toezichthouders in de lidstaten. Het nieuwe raamwerk voor het financiële toezicht in de EU, het *European System of Financial Supervision*, bestaat nu uit het microprudentieel en het macroprudentieel toezicht. Het zogeheten microprudentieel toezicht is de verantwoordelijkheid van drie nieuwe sectorale toezicht-

houdende autoriteiten, de *European Supervisory Authorities* (ESA's). Dit zijn voor het effectentoezicht de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) in Parijs, voor de banken de *European Banking Authority* (EBA) in Londen en voor de verzekeringen en pensioenen de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), gevestigd in Frankfurt. EBA heeft de afgelopen tijd bijvoorbeeld een belangrijke rol gespeeld in het coördineren van de stresstesten bij banken in de EU. ESMA, de opvolger van CESR, is sinds 1 juli 2011 de toezichthouder op kredietbeoordelaars. De belangrijkste beslissingen van deze nieuwe toezichtautoriteiten worden genomen door de *Board of Supervisors* waarin alle 27 nationale toezichthouders zijn vertegenwoordigd. Gezien de vergaande taken en bevoegdheden is het stelsel van groot belang voor het toezicht op Nederlandse instellingen. Zo is ESMA, naast het directe toezicht op CRA's, in uitzonderlijke gevallen bevoegd om een besluit te nemen dat direct gericht is tot een individuele financiële instelling. Daarnaast is het te verwachten dat ESMA in de toekomst meer directe toezichtstaken zal krijgen.

De AFM is vertegenwoordigd in ESMA, DNB neemt deel aan EBA en EIOPA. Het zogeheten macroprudentieel toezicht, kort gezegd de financiële stabiliteit en het systeemrisico, is de verantwoordelijkheid van de *European Systemic Risk Board* (ESRB). Zowel de AFM als DNB nemen deel aan de ESRB.

De mondiale dimensie

Zoals het toezicht in Europa op microprudentieel gebied is verdeeld over de drie sectoren zo zijn er ook wereldwijd drie sectorale organisaties van toezichthouders. Voor het effectentoezicht is dat IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*), voor het banktoezicht het *Basel Committee on Banking Supervision*, en voor de

verzekeringen en pensioenen de IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*). Onderwerpen die de sectoren overstijgen, waarbij het vooral gaat om toezicht op financiële conglomeraten, worden besproken in het *Joint Forum*, een overlegplatform van de drie sectorale organisaties. Het is géén *standard setting body* zoals de moederorganisaties, maar stelt aanbevelingen en algemene richtlijnen op.

Belangrijk verschil met het Europese niveau is dat de mondiale gremia formeel geen onderdeel uitmaken van een wetgevingsproces. Wel kunnen de wereldwijde fora aanbevelingen doen, die vervolgens via Europese of nationale wetgeving bindend kunnen worden verklaard, al dan niet in aangepaste vorm. De belangrijkste rol van de drie mondiale organisaties is die van de *standard setter*. Dat wil zeggen dat zij algemene *principles* opstellen die fungeren als benchmark voor nationale toezichthouders met betrekking tot het toezicht. De drie sectorale *principles* maken deel uit van een stelsel van 12 standaarden die mondiaal gezaghebbend zijn voor het vertrouwen in het financiële stelsel.¹ De directe invloed van deze *standard setting bodies* op het toezicht verschilt echter. Voor banken loopt er een sterke lijn van Bazel naar Brussel. De kapitaal- en liquiditeits-eisen in het Bazel II –akkoord (en de aangescherpte Bazel III-versie) vinden hun weerslag in de Richtlijn Kapitaalvereisten. Voor IOSCO, en zeker voor het IAIS, is de directe invloed minder formeel. Wel laat de praktijk zien dat de afspraken die op mondiaal gebied zijn gemaakt meer dan eens als startpunt dienen voor het opstellen van Europese regelgeving. Een belangrijk onderdeel voor IOSCO in zijn rol als standard setter is de door de organisatie vastgestelde *Objectives and Principles of Securities regulation*.² Het zijn 38 beginselen, gebaseerd op de drie doelstellingen van het effectentoezicht:

- de bescherming van de belegger,
- het borgstellen dat de markten eerlijk, efficiënt en transparant zijn,
- het terugdringen van het systeemrisico.

De 38 *principles* zijn weer verdeeld in 9 categorieën, namelijk beginselen voor de toezichthouder, zelfre-

gulering, handhaving, samenwerking in het toezicht, uitgevende instellingen, informatieleveranciers zoals kredietbeoordelaars, beleggingsfondsen, bemiddelaars en tenslotte voor de secundaire markten (beurzen). De toepassing van deze *principles* wordt via een systeem van *self assessment* bewaakt. De uitkomsten worden vervolgens binnen IOSCO door een aparte commissie beoordeeld. Ook extern vindt er periodiek een toetsing plaats. Het IMF en de World Bank hanteren de *IOSCO principles* namelijk als benchmark voor het beoordelen van het effectentoezicht van haar leden in het *Financial Assessment Sector Program* (FSAP). Het IMF heeft nog in 2010 bij de AFM en DNB onderzocht of zij voldoen aan internationale toezichtstandaarden. Het (overwegend positieve) rapport is in juli 2011 gepubliceerd.³

Naast de rol van standard setters zijn de mondiale toezichtorganisaties van belang voor de onderlinge samenwerking. Zo hecht IOSCO een strategisch belang aan de Multilaterale MOU (*Memorandum of Understanding*) die de onderlinge informatie-uitwisseling tussen alle 122 leden moet waarborgen.

De belangrijkste gremia op het terrein van financiële stabiliteit zijn op mondiaal niveau het *Financial Stability Board* (FSB) en het *Committee on the Global Financial System* (CGFS) waarin de centrale banken vertegenwoordigd zijn. Het FSB heeft een paraplu-functie waaronder de verschillende voor financiële stabiliteit relevante thema's samenkomen. Leden van het FSB zijn de ministeries van financiën, centrale banken en toezichthouders van de belangrijkste economieën (G20 plus o.a. Nederland), alsmede standaardsetters (zoals het Bazels Comité, IOSCO) en internationale organisaties (zoals IMF en OESO). De G20 en het FSB hebben een coördinerende rol en zijn via de deelnemende overheden meer politiek georiënteerd dan de 'pure' toezichthouders.

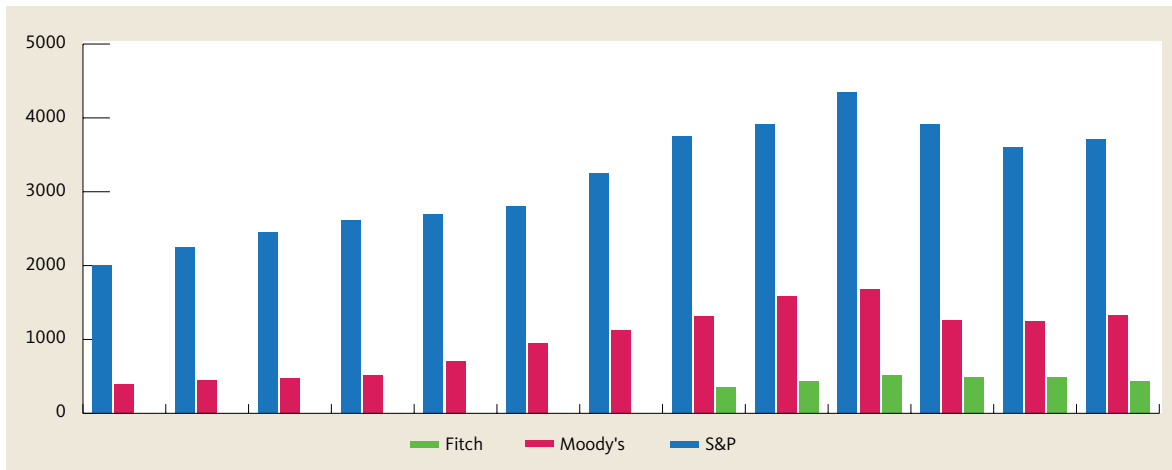
Case study: het toezicht op CRA's

“There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by

Tabel 1 Internationale toezichtfora

Sector	Europees	Mondiaal
Effecteninstellingen	ESMA - European Securities and Markets Authority	IOSCO - International Organisation of Securities Commissions
Banken	EBA - European Banking Authority	BCBS - Basel Committee on Banking Supervision
Verzekeraars	EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority	IAIS - International Association of Insurance Supervisors
Pensionfondsen	EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority	IOPS – International Organisation of Pension Supervisors
Crosssectoraal	Joint Committee (forum voor overleg tussen ESMA, EBA en EIOPA)	Joint Forum (forum voor overleg tussen IOSCO, BCBS en IAS)
Financiële stabiliteit	ESRB - European Systemic Risk Board	FSB – Financial Stability Board CGFS - Committee on the Global Financial System (CGFS)

Grafiek 1 : winstontwikkeling CRA's



Bron: Bank of England, Financial Stability Paper No. 9 – March 2011

downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful."

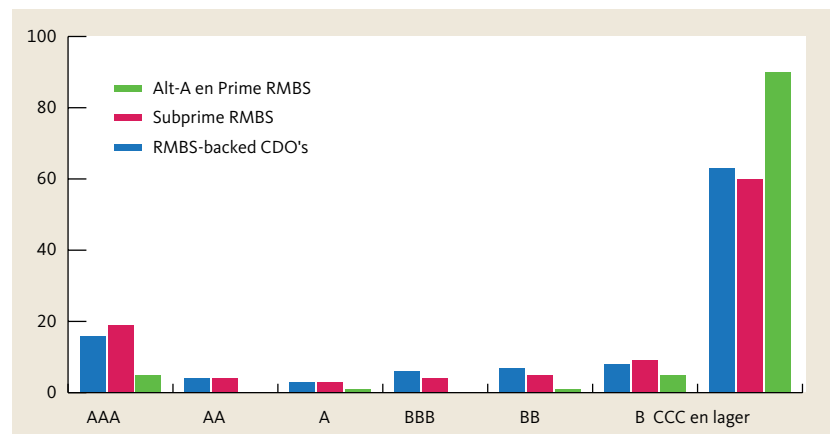
Bovenstaande constatering van Milton Friedman in 1999 zegt veel over de invloed die al lang wordt toegedicht aan CRA's. Zij spelen een sleutelrol in het financiële systeem op basis van de informatieongelijkheid tussen kapitaalvrager en kapitaalverschaffer. Met behulp van de beoordelingen van de kredietbeoordelaars kunnen beleggers de kredietrisico's op obligaties van overheden en bedrijven beoordelen en onderling vergelijken. Hierdoor hoeven zij niet ieder voor zich de kredietwaardigheid van deze partijen te beoordelen, wat in beginsel de efficiency van financiële markten ten goede komt. De keerzijde hiervan is dat beleggers te veel op kredietbeoordelingen zijn gaan vertrouwen. Te gemakkelijk werden externe beoordelingen beschouwd als een volwaardig substituuat van de eigen risicoanalyse. Daarbij realiseerden veel beleggers zich niet dat een externe kredietrating alleen wanbetalingsrisico bevat en geen uitspraak doet over het risico van het wegvalen van marktliquiditeit. Een rating kan in de loop van de tijd worden bijgesteld. Zowel de kredietcrisis als de huidige euro-problemen hebben laten zien dat ratingaanpassingen van kredietproducten en overheden als het ware een vliegwiel zijn waardoor schokken breed worden verspreid binnen het financiële systeem.

De CRA's spelen zo een cruciale rol in een markt met een enorme omvang. Er wordt immers door het bedrijfsleven wereldwijd veel meer schuld papier uitgegeven dan aandelen. Daarnaast bestaat een omvangrijke markt van overheidsobligaties. Wereldwijd zijn er drie grote spelers die samen ongeveer 95% van de markt bedienen: de twee Amerikaanse organisaties *Moody's Investors Service* (Moody's), *Standard & Poors* (S&P), die ieder een marktaandeel van 35% hebben, en het kleinere maar snel gegroeide *Fitch Ratings* (Fitch), dat ongeveer 24% van de ratingmarkt heeft. Deze 'big three' boekten in 2008 gezamenlijk een brutowinst van US\$ 5,6 miljard. In totaal zijn er wereldwijd ongeveer 150 CRA's.

Credit ratings worden ook voor het toezicht zelf gebruikt. Het gaat daarbij om het bedrag aan kapitaal dat een bank verplicht moet aanhouden. Dit moet een afgeleide zijn van de activa van die bank, waarvoor risicowegingen gelden, die weer worden vastgesteld aan de hand van de ratings. Uit een onderzoek van de Bank for International Settlements (BIS) uit 2000 bleek dat centrale banken gemiddeld zes CRA's voor dit doel erkennen. Voor Nederland waren dit er een negental.⁴ Ook kwam aan het licht dat voor de selectie van deze CRA's algemene criteria ontbraken.

De CRA's zijn feitelijk informatiemonopolisten die doorslaggevende beleggersinformatie genereren. Het betrouwbare imago van deze informatie liep door Enron echter een deuk op, terwijl de kredietcrisis met de ratings van complexe financiële producten weer andere problemen aan het licht bracht. Begin jaren negentig waren de CRA's begonnen met het aanboren van de nieuwe markt in gestructureerde producten. Hierdoor konden ook institutionele beleggers investeren in bijvoorbeeld in gesecuriteerde hypothecaire leningen. Zij moeten immers vaak rekening houden met beleggingsrichtlijnen die bepalen dat institutionele beleggers investeren in producten met een bepaalde minimale rating.

Grafiek 2: S&P ratings (in %) van gesecuriteerde hypotheekleningen per juli 2010 die oorspronkelijk een AAA-status hadden gekregen in 2005-2007⁵



Bron: IMF (2010)⁶



De forse downgrades van complexe producten zijn voor een deel veroorzaakt door het toegenomen kredietrisico van de onderliggende activa. Maar er waren ook tekortkomingen in de risicomodellen van de CRA's zelf. Zo werd er bij Amerikaanse hypotheek onvoldoende rekening gehouden met de mogelijkheid van een sterke daling van de huizenprijzen in combinatie met een onverwacht verlies aan werkgelegenheid. De daarmee samenhangende verliezen waren zwaar onderschat. Grafiek 2 geeft enig inzicht in de mate van neerwaartse downgrades van oorspronkelijk door S&P als *triple A* beoordeelde *mortgage backed securities*.

Een fundamenteel probleem is de belangenverstrengeling. De kredietbeoordelaars worden niet alleen door de uitgevende instellingen betaald voor het afgeven van de kredietbeoordeling (*issuer-pays model*), zij leveren bovendien ook nog aanvullende diensten zoals advies over de wijze waarop het financiële product kan worden vormgegeven. Deze belangenverstrengeling is samen met een gebrek aan transparantie en het ontbreken van concurrentie met slechts drie wereldspelers, het afgelopen decennium opgepakt in het internationaal overleg van toezichthouders en politici. Zij bouwden (en bouwen nog steeds) aan een raamwerk dat het vertrouwen in de kredietbeoordelaars moet herstellen.

CRA's op de internationale agenda

In de VS was er al in de jaren '70 sprake van een vorm van toezicht, in die zin dat de SEC kredietbeoordelaars de status van *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations* (NRSRO's) kon verlenen als hun ratings ook voor toezichtdoeleinden werd gebruikt. Het algemene criterium was dat er sprake moest zijn van *national recognition from investors as a credible source of information*, aangevuld met

criteria voor de organisatorische structuur, financiële middelen, transparantie en interne procedures. Na de ineenstorting van Enron in 2001 waarbij rating-kantoren het bedrijf nog tot vier dagen voor de ondergang een fraaie rating toekenden, werden deze criteria onder zware politieke druk verder aangescherpt.

In 2003 kwam de regulering van kredietbeoordelaars op de internationale agenda van de samenwerkende toezichthouders toen het beleidsbepalende *Technical Committee* van IOSCO (met de SEC als meest invloedrijke lid) het initiatief nam voor de instelling van een *Task Force* om de issues te onderzoeken die speelden rond CRA's. Dit initiatief leidde tot de publicatie van het *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*.⁷ Hierin waren de resultaten verwerkt van een uitgebreide questionnaire die zowel naar toezichthouders als naar marktpartijen was gestuurd. De conclusie was onder andere dat een *Code of Conduct* moest worden uitgewerkt. Die kwam er al in 2004 na een uitgebreide consultatie van betrokken partijen en toezichtorganisaties. Het uitgangspunt was zelfregulering (dus geen extern toezicht), samen met een aantal transparantievoorschriften gekoppeld aan een *comply or explain* – beginsel. De drie grote kredietbeoordelaars accepteerden de in de code neergelegde richtlijnen.

Tegelijkertijd was in Europa de discussie ook op gang gekomen. Na een initiatief van het Europese Parlement werd CESR verzocht om een technisch advies te geven over de vraag of toezicht op kredietbeoordelaars nodig was. Het advies van de Europese toezichthouders aan de Europese Commissie was grotendeels gebaseerd op de IOSCO-code. Deze code was immers al beschikbaar en bovendien hadden zes CESR-leden (waaronder

Tabel 2 Belangrijkste toezichtsmaatregelen

Actiepunt	Voorbeeld	Beoogt welk probleem tegen te gaan?
verlaging toegangsdrempels	eis in VS dat gegevens over de uitgevende instelling aan alle CRA's ter beschikking komt	gebrek aan concurrentie en verscheidenheid aan ratings
vermindere van de invloed van CRA ratings	internationaal: FSB <i>Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings</i> Wijzingen in Basel II VS: geen verwijzingen naar ratings in de toezichtregels	<i>hardwiring</i> en mechanistisch vertrouwen
meer aansprakelijkheid	VS: geen uitzondering meer op aansprakelijkheid in de regelgeving	belangenconflicten en 'rating shopping'
betere governance CRA's	Internationaal: IOSCO <i>Code of Conflict</i> EU: CRA Verordening in combinatie met toezicht door ESMA	
regelgeving en toezicht	VS: aanpassingen in het NRSO regime	
meer inzicht in de performance en methodes van CRA	zowel in de VS al in de EU onderdeel van regelgeving (NSRO regime en de CRA Verordeningen)	misvattingen wat ratings inhouden

ook de AFM) binnen het *Technical Committee* van IOSCO actief aan de totstandkoming van deze code bijgedragen. De Europese Commissie nam het advies van CESR over maar liet wel uitdrukkelijk de mogelijkheid open om met nieuwe voorstellen te komen als de naleving onvoldoende was, of als er zich nieuwe omstandigheden zouden voordoen. Die kwamen er dus met de kredietcrisis: exit zelfregulering. De bijeenkomst van de G20 in november 2008 liet wat dat betreft niets aan duidelijkheid over. De G20, daarbij geadviseerd door het IMF en de FSB, hanteerde als uitgangspunt de inmiddels aangescherpte IOSCO-code. Er moest een vorm van toezicht komen en er moest een einde komen aan het soms blinde vertrouwen van beleggers op de ratings.

Op dit punt zijn we nu aanbeland. Sinds 2009 is binnen de EU een Verordening van kracht die het toezicht op ratingbureaus regelt.⁸ Aanvankelijk uitgevoerd door de toezichthouders in de betrokken landen, maar vanaf juli 2011 heeft de ESMA exclusieve toezichtbevoegdheden over de in de EU geregistreerde ratingbureaus.⁹ Zij beschikt hierbij over uitgebreide onderzoeksbevoegdheden inclusief de mogelijkheid om alle documenten of gegevens op te vragen, personen te dagvaarden en te horen, inspecties ter plaatse uit te voeren en administratieve sancties, boeten en dwangsommen op te leggen. Ratingbureaus zijn momenteel de enige financiële instellingen die onder direct toezicht van een Europese toezichtautoriteit staan. In februari van dit jaar heeft ESMA de *Central Rating Repository* (CEREP) gelanceerd.¹⁰ Dit is een databank die informatie geeft over de prestaties en betrouwbaarheid over de ratings van 15 CRA's die in de EU geregistreerd dan wel gecertificeerd zijn.

De Europese Commissie heeft in november 2011 nog een vervolgstap gezet met een voorstel voor een tweede wijziging van de CRA verordening. Hoofdt thema's hierin zijn onder andere de vermindering van de afhankelijkheid van ratings in regelgeving en alternatieve verdienmodellen (een *investor-pays model* in plaats van het huidige *issuer-pays model*)

ter bevordering van kwalitatief betere ratings. Ook moeten de uitgevende instellingen in het voorstel om de drie jaar veranderen van ratingbureau. Daarnaast zullen voor complexe gestructureerde financieringsinstrumenten twee ratings van twee verschillende ratingbureaus vereist zijn. Inmiddels veel bekritiseerd is het voorstel om nieuwe ratingmethodes ter goedkeuring voor te leggen aan de centrale toezichthouder ESMA. Menigeen vindt de voorstellen te ver gaan. De discussie is nog volop gaande.

Een belangrijk issue in deze discussie is het gebrek aan concurrentie met slechts drie grote wereldspelers. Het faciliteren van de toegang van nieuwe CRA's zou dit tegen moeten gaan. In de VS heeft de SEC een stap gezet door eind 2009 een regel uit te vaardigen dat uitgevende instellingen alle gegevens waarover de gecontracteerde CRA van de opdrachtgever de beschikking krijgt, ook toegankelijk moeten zijn voor andere CRA's.¹¹ Deze maatregel zou de diversiteit in ratings moeten bevorderen, evenals het debat en de mogelijkheid om de performance van de CRA's te monitoren. Een soortgelijke maatregel is in de EU overwogen maar heeft het niet gehaald. Het staat dan ook niet vast of het gebrek aan concurrentie nadelig heeft gewerkt op de kwaliteit van de ratings. Op grond van wetenschappelijk onderzoek zijn er aanwijzingen dat meer concurrentie, bijvoorbeeld de opkomst van Fitch als derde wereldspeler, juist heeft geleid tot een vermindering van de kwaliteit van de ratings.¹²

Een ander aandachtspunt is het blind varen op de ratings en de zogenaamde *hardwiring*: het verschijnsel dat ratings een belangrijke rol spelen in zowel toezichtregels als financiële contracten. Bij het banktoezicht heeft het Basel Committee maatregelen aangekondigd om de invloed van ratings bij risicowegingen te verlagen, terwijl in de VS al concrete maatregelen zijn genomen om de verwijzingen naar ratings in de toezichtregels te verminderen. In het mondiale overleg is een publicatie door de FSB van de *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* uit 2010 van belang. Het gaat de FSB hierbij vooral

om de ‘mechanische’ werking van ratings in het toezicht, contracten en beleggingsmandaten. In het rapport worden concrete voorstellen gedaan hoe de *principles* in te passen in de internationale standaarden en nationale wetgeving. Gezien het belang van de FSB in het internationale overleg, en met name de betrokkenheid van het IMF en de G20 samen met de *standard setters*, heeft deze publicatie een grote invloed in de huidige en toekomstige regelgeving.

Tot besluit

Vertrouwen is een onmisbare voorwaarde binnen de financiële markten en is daarmee een kerntaak voor toezichthouders. Zij worden in het toezicht steeds meer uitgedaagd door de internationalisering van de kapitaalmarkten. Deze ontwikkeling betekent ook dat een nationaal ingerichte toezichtstrategie minder effectief zal zijn. Europese en mondiale samenwerking zal dan ook steeds meer de basis zijn voor het handhaven en verbeteren van het vertrouwen. Van groot belang zijn de *principles* en *standards* van de samenwerkende toezichthouders waarvan de toepassing periodiek door het IMF en de World Bank getoetst worden.

Het voorbeeld van de CRA’s laat zien dat mondiale en Europese samenwerkingsverbanden elkaar beïnvloeden en kunnen versterken. Gezien het

‘vliegwielen-effect’ van CRA’s in het financiële systeem mag de vraag gesteld worden waarom het zo lang geduurd heeft dat zij ongeregeerd bleven. De huidige maatregelen boegen een tweeledig effect: het vertrouwen in de CRA’s herstellen en de uit de hand gelopen invloed van de ratings zelf verminderen. Het is nog te vroeg om te oordelen wat het effect is op de CRA’s en de financiële markten. Van belang is dat wereldwijd de toezichthouders met elkaar in de pas blijven lopen. Grosso modo is dit nu het geval. Binnen de EU zijn nu echter stemmen opgegaan om het bij bepaalde omstandigheden mogelijk te maken om de publicatie van *sovereign ratings* uit te stellen. Dit omstreden voorstel is niet door de Europese Commissie overgenomen, maar lijkt in het Europese Parlement weerklank te vinden. Ook zijn de voorstellen voor een rotatiemechanisme zodat een CRA niet langer dan drie jaar voor een opdrachtgever een rating mag afgeven niet onomstreden. Controversieel is ook een voorstel om nieuwe rating-methodes ter goedkeuring voor te leggen aan de centrale toezichthouder ESMA. Vooralsnog lijkt het vertrouwen in de werking en invloed van ratings meer gediend te zijn door het effect van de huidige maatregelen af te wachten. Een mogelijke ‘overkill’ kan beter voorkomen worden. ■

Noten

- 1 Zie Key Standards for Sound Financial Systems: http://www.financialstabilityboard.org/cos/key_standards.htm
- 2 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
- 3 Het rapport is in drie delen (per toezichtsector) gepubliceerd. Het rapport over het effectentoezicht is te vinden via de website van het IMF: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11204.pdf>. Het toezicht van DNB is mede beoordeeld aan de hand van de *Core Principles for Effective Banking Supervision* en de *Insurance Core Principles*.

- 4 Bank for International Settlements, *Credit Ratings in the Complementary Sources of Credit Quality Information*, BCBS Working Paper Series, nr 3, table 2
- 5 RMBS= residential mortgage backed securities; CDO= collateralized debt obligation; SIV= Structured Investment Vehicle
- 6 Global Financial Stability Report, *Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*, IMF October 2010.
- 7 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>
- 8 Verordening (EU) nr. 1060/2009 inzake ratingsbureau's. Publicatieblad van de EU, L 302, 17 november 2009.

- 9 Verordening (EU) nr. 513/2011 tot wijziging van Verordening 1060/2009. Publicatieblad van de EU, L 145, 31 mei 2009.
- 10 <http://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/>
- 11 Rule 240 17g-5
- 12 Becker, Bo, and Todd Milbourn. "How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?" *Journal of Financial Economics* 101, no. 1 (July 2011). Zie ook de research door de Bank of England in *Financial Stability Paper No 9 – March 2011*