



*HOOG COMITÉ  
VOOR EEN NIEUWE  
FINANCIËLE  
ARCHITECTUUR*

---

EINDRAPPORT

---

*16 JUNI 2009*

Het rapport werd in het Engels opgesteld en in het Nederlands vertaald.

***LIJST VAN DE LEDEN VAN HET COMITÉ OP HOOG NIVEAU  
VOOR EEN NIEUWE FINANCIËLE ARCHITECTUUR***

---

Mr. LAMFALUSSY Alexandre, Voorzitter

Mr. CATS Jean-François

Mr. GROS Daniel

Mr. KIEKENS Willy

Mr. LEFEBVRE Olivier

Mr. NOELS Geert

Mr. PRAET Peter

Mr. WYMEERSCH Eddy

Secretariaat

Mr. KORTLEVEN Jozef, secretaris

Mr. GUIOT Bruno, adjunct-secretaris

Mevr. DIDDEREN Delphine

Mevr. MITCHELL Janet



# INHOUDSOPGAVE

<b>SAMENVATTING</b>	<b>5</b>
<b>INLEIDING</b>	<b>13</b>
<b>1. ALGEMENE BELEIDSBESCHOUWINGEN</b>	<b>15</b>
<b>1.1 HET OVERHEERSENDE PROBLEEM VAN DE BOVENMATIGE LIQUIDITEIT EN MACRO-ECONOMISCHE ONEVENWICHTEN</b>	<b>15</b>
<b>1.2 GLOBALE ONEVENWICHTEN EN DE ACCUMULATIE VAN RISICO'S</b>	<b>19</b>
<b>1.3 FINANCIËLE PRODUCTEN EN STIMULANSEN</b>	<b>24</b>
<b>1.4 DE ROL VAN HET IMF IN DE GLOBALE STABILITEIT</b>	<b>25</b>
<b>2 EUROPESE BELEIDSOVERWEGINGEN</b>	<b>27</b>
<b>2.1 EUROPA'S FINANCIËLE MARKTEN IN EEN GLOBAAL PERSPECTIEF</b>	<b>27</b>
<b>2.2 NAAR EEN EUROPEES TOEZICHTSYSTEEM: HET DE LAROSIERE RAPPORT</b>	<b>32</b>
2.2.1 <i>Algemene boodschap</i>	35
2.2.2 <i>Macrofinancieel toezicht</i>	35
2.2.3 <i>Microfinancieel toezicht en regulering</i>	37
2.2.4 <i>Crisisoplossing</i>	38
2.2.5 <i>Een Europees depositoverzekeringssysteem</i>	39
<b>3 BELEIDSIMPLICATIES VAN DE FINANCIËLE CRISIS VOOR DE STRUCTUUR EN HET FUNCTIONEREN VAN HET BELGISCH TOEZICHTSYSTEEM: NAAR EEN DUIDELIJK VERSTERKT COÖPERATIEF MODEL</b>	<b>41</b>
<b>3.1 HET BELGISCH FINANCIËEL LANDSCHAP IS VERANDERD</b>	<b>41</b>
<b>3.2 NAAR EEN DUIDELIJK VERSTERKT COÖPERATIEF MODEL</b>	<b>42</b>
3.2.1 <i>Voorafgaande overwegingen</i>	42
3.2.2 <i>Strategische aanpassingen aan het Belgisch toezichtssysteem</i>	49
3.2.2.1 <i>Macroprudentieel systeem</i>	49
3.2.2.2 <i>Microprudentieel beleidskader</i>	54
3.2.2.3 <i>Het kader voor marktintegriteit en consumentenbescherming</i>	55
3.2.3 <i>Het Comité voor Systeemrisico's: werkingsmodaliteiten</i>	56
3.2.3.1 <i>Wettelijke bevoegdheden van het CSR</i>	57
❖ <i>Opdracht</i>	57
❖ <i>Rechtspositie</i>	58
❖ <i>Besluitvormingsproces</i>	59
❖ <i>Besluiten</i>	59
❖ <i>Procedure voor opvolging van de werkzaamheden</i>	61
3.2.3.2 <i>Werkafspraken tussen CSR, CBFA en NBB</i>	61
<b>Bijlage 1: Tussentijds Rapport</b>	<b>63</b>



## **SAMENVATTING**

**België is een kleine open economie waarvan het financieel systeem als gevolg van de huidige crisis steeds meer bestaat uit grote instellingen met hoofdkwartieren in andere lidstaten van de Europese Unie. Die vaststelling vormt de achtergrond waartegen dit Comité zijn analyse heeft gevoerd als antwoord op de vraag van de Belgische regering om advies over de bescherming van het financieel systeem van het land tegen een herhaling van verwoestende financiële crises zoals we er nu een kennen. Het onderstaande rapport weerspiegelt de unanieme zienswijze van de leden van het Comité.**

**De huidige crisis is ongetwijfeld van globale aard en heeft ook globale oorzaken. Bovenmatige liquiditeit en macro-economische onevenwichten in verscheidene landen hebben de voorwaarden geschapen die leidden tot de crisis. Die onevenwichten leidden tot een belangrijk structureel gebrek aan overeenstemming tussen het aanbod van activa en de vraag ernaar, naast een hectische “zoektocht naar rendement”. Bovendien vergrootten de ontwikkeling van complexe financiële producten in een weinig gereguleerde financiële omgeving alsmede perverse stimulansen de weerslag van de onevenwichten. Daarom heeft het Comité in februari een tussentijds rapport uitgebracht over specifieke aspecten van de recente ontwikkelingen van de financiële markten en producten. Het Comité zou evenwel willen benadrukken dat het voorkomen van globale bovenmatige liquiditeit en financiële onevenwichten de managers van individuele financiële instellingen geenszins ervan ontsloeg af te zien van een grondige en continue risicobeoordeling. Bovendien zou het verkeerd zijn te geloven dat de beoordelingsfouten en het verzuim om in de vermelde gebieden actie te ondernemen enkel voorkwamen bij het topniveau van die instellingen.**

**Het is aldus in het belang van België dat er gewerkt wordt aan een stabielere globale financiële architectuur. Op het globale niveau worden er reeds een aantal initiatieven uitgewerkt om de coördinatie van het toezicht (G-20, FSB, enz.) te versterken. Een sleutelement van het tot stand komend globaal systeem werd evenwel niet hervormd, namelijk het bestuur van de internationale instelling die zou dienen als de hoofdbewaker van de globale financiële stabiliteit - het IMF. De toekenning van een grotere onafhankelijkheid aan het IMF zodat het meer daadwerkelijk de bronnen van financiële**

**instabiliteit zou kunnen identificeren en aanpakken in zelfs zijn grootste lidstaten, is aldus een na te streven maatregel.**

**Maar zelfs een hervormde globale financiële architectuur kan geen waarborg bieden voor financiële stabiliteit. Er dienen belangrijker veranderingen doorgevoerd te worden op het Europese niveau. Het kader voor de hervorming van de Europese financiële architectuur werd geschetst door het rapport van de groep voorgezeten door de heer de Larosière, waarvan de aanbevelingen thans omgezet worden in concrete wetgevende stappen die weldra op de agenda zullen staan van de Europese Raad. Dit Comité drukte zijn volledige steun uit voor de aanbevelingen van het de Larosière rapport (DLR) en dringt er bij de Belgische overheden op aan om hun invloed aan te wenden in het Europese besluitvormingsproces om te verzekeren dat de structuren van de onlangs opgerichte instellingen (namelijk de ESFS en de ESRC) zo veel mogelijk zouden blijven gelijken op het ontwerp voorgesteld in het DLR.**

**Tegelijkertijd kreeg het probleem van het delen van de lasten tussen de lidstaten in geval van grensoverschrijdende reddingen van een bank onvoldoende aandacht in het DLR en het zou erg wenselijk zijn om een Europees kader voor die dimensie te ontwikkelen. Een goed afgestemd en voorgefinancierd Europees Depositoverzekeringssysteem zou een belangrijke stap vormen in die richting. Het zou ook de bijkomende voordelen hebben te voorzien in een aanzienlijke graad van risicodiversificatie en een gelijk speelveld voor grote en kleine landen.**

**In België is het financiële landschap doorheen de tijd veranderd. De concentratie in het banksysteem nam zelfs toe en een heel belangrijk gevolg van de financiële crisis was dat België op het vlak van het toezicht is geëvolueerd van vooral een thuisland naar overwegend een gastland.**

**Elke analyse van de tekortkomingen van het Belgisch toezichtssysteem brengt onmiddellijk aan het licht dat een echt macroprudentieel toezicht ontbreekt en dat de werking van de CBFA aanzienlijk zou kunnen worden verbeterd. In dit verband werd onlangs volgende vraag verschillende keren gesteld, onder meer in het federaal parlement: zou het toezichtssysteem moeten georganiseerd worden op basis van een zogenaamd “geïntegreerd model” (dikwijls het “twin peaks” model genoemd) of van een**



zogenaamd “coöperatief model”? In het geïntegreerd model zou de centrale bank bevoegd zijn voor het monetair beleid, het microprudentieel toezicht en het macroprudentieel toezicht (het microprudentieel toezicht en het macroprudentieel toezicht zouden gevestigd zijn in dezelfde instelling, vandaar de naam van het model), terwijl een onafhankelijke instelling buiten de centrale bank zou verantwoordelijk zijn voor het toezicht op de marktintegriteit en de beleggersbescherming. In het coöperatieve model zou de centrale bank verantwoordelijk zijn voor het monetair beleid, terwijl het microprudentieel toezicht en het toezicht op de marktintegriteit en de beleggersbescherming de bevoegdheid zouden zijn van een instelling buiten de centrale bank; het macroprudentieel toezicht zou toevertrouwd worden ofwel aan de centrale bank of aan een onafhankelijke instelling die nauw aanleunt bij de centrale bank. In België is het toezichtstelsel duidelijk gebaseerd op een coöperatief model.

Om redenen die zijn uitgelegd in het integrale rapport aanvaardt het Comité in deze fase dat er niet moet worden overgeschakeld op een geïntegreerd model maar dat het huidige coöperatieve model duidelijk moet versterkt worden. Tegelijkertijd beveelt het de aanstelling aan van een groep van onafhankelijke deskundigen die regelmatig zou oordelen of een versterking van het coöperatief model gunstige resultaten zou opleveren. Indien dit niet het geval zou zijn, zou de groep kunnen aanbevelen dat er zou overgeschakeld worden op een geïntegreerd model.

De overgang naar een duidelijk versterkt model zou veranderingen vereisen op drie vlakken.

### *Macroprudentieel beleid*

Het gebrek aan een echt macroprudentieel beleid is de belangrijkste tekortkoming van het huidige Belgische systeem. De hoofddoelstelling zou de invoering moeten zijn van een systeem dat:

- de wettelijke bevoegdheid heeft om alle relevante informatie te bekomen die het nodig acht;
- de expertise heeft om een onafhankelijke analyse van de informatie te maken;
- duidelijke beslissingen kan nemen, de bevoegdheid heeft om ze uit te voeren en ze kan opvolgen;

- **zijn eigen werking kan aanpassen als antwoord op de externe opvolging van zijn prestaties.**

**In dit verband besluit het Comité dat het bestaande Comité voor Financiële Stabieleit (CFS) zou moeten vervangen worden door een Comité voor Systeemrisico's (CSR) dat zou instaan voor crisisvermijding - i.e. het vermijden, beperken en herstellen van de macroprudentiële systeemrisico's. Het CSR zou bestaan uit zes leden en zou worden voorgezeten door de gouverneur van de Nationale Bank van België (NBB). Het zou operationeel onafhankelijk zijn maar het zou nauwe banden hebben met de NBB.**

**Het CSR zou geen papieren tijger mogen zijn maar een tijger die kan bijten. Het zou immers van de CBFA en de NBB (die laatste zonder afbreuk te plegen op zijn verplichtingen in het kader van de EMU) op wettelijke wijze moeten kunnen vereisen om, indien noodzakelijk, maatregelen te nemen om de systeemrisico's te beheren en recht te zetten. Het toekennen van zulke wettelijke bevoegdheden aan het CSR zou aanpassingen vergen aan de bestaande financiële wetgeving.**

**Om zijn taken doeltreffend te kunnen uitvoeren zou het CSR zijn eigen secretariaat moeten hebben, dat alle informatie die het relevant acht, moet kunnen inwinnen en het zou rechtstreekse toegang moeten hebben tot individuele financiële instellingen, om een goed begrip te ontwikkelen van de activiteiten en trends op de financiële markten. Om zijn doeltreffendheid te verzekeren zouden de beslissingen van het CSR bovendien niet noodzakelijk bij consensus moeten genomen worden maar via een stemprocedure indien noodzakelijk. De activiteiten van het CSR zouden ook het voorwerp moeten uitmaken van een intensief opvolgingsproces.**

### ***Microprudentieel beleid***

**Het Comité gelooft dat het microprudentieel kader en inzonderheid de functionering van het CBFA aanzienlijk zouden kunnen worden verbeterd. Het Comité beveelt onder meer volgende veranderingen aan:**

- een wijziging van het benoemingproces van het directiecomité, dat transparanter zou moeten worden; de leden zouden moeten aangesteld zijn voor een niet hernieuwbare termijn van acht jaar;
- de versterking van de bevoegdheden van de raad van toezicht, die ook meer over de vereiste technische expertise zou moeten beschikken
- een hogere interne en externe mobiliteit van de staf en een grotere diversificatie van de deskundigheden
- mechanismen voor interne delegatie zouden een doelgerichter werking van het directiecomité verzekeren.

### *Marktintegriteit en consumentenbescherming*

Het Comité vindt het belangrijk dat twee sleutelproblemen worden opgelost aangaande marktintegriteit en consumentenbescherming. Ten eerste bestaat er geen wettelijke grondslag voor de verantwoordelijkheid van de CBFA voor de beleggersbescherming, wat zijn rol op dat gebied verzwakt. Daarom zou zo spoedig mogelijk moeten voorzien worden in een expliciete wettelijke fundering. Ten tweede, de huidige structuur van de CBFA stelt haar niet in staat om belangenconflicten tussen beleggerbescherming en microprudentieel toezicht doeltreffend te identificeren en om op een passende wijze over die aangelegenheden met het topmanagement te communiceren. Daarom zou de organisatie van de CBFA op die wijze hervormd moeten worden dat er een beter evenwicht zou bereikt worden tussen de bekommernissen aangaande het microprudentieel toezicht en de consumentenbescherming.

X X X

Last but not least wenst het Comité drie algemene beschouwingen te formuleren die, alhoewel ze geen deel uitmaken van het eigenlijke rapport, cruciaal kunnen zijn voor de toekomst van het Belgisch financieel systeem. Het Comité koos ervoor geen concrete beleidsvoorstellen over die aangelegenheden te formuleren omdat de financiële situatie

nog in een staat van constante verandering is en het Comité vindt dat het verkieslijk zou zijn te wachten totdat “het stof is gaan liggen”.

De *eerste overweging* betreft de moeilijke afweging die de Belgische overheden (zoals de overheden in de meeste lidstaten) moeten maken tussen een grotere nadruk op de invloed van het gastland en het verlangen om de integriteit te behouden van de interne markt in financiële diensten en in het bijzonder in de bancaire markt. De nadruk op het eerste zou in de praktijk neerkomen op het dwingen van de dochterondernemingen en filialen om meer onafhankelijk te worden door activa ‘af te schermen’ en door meer in het algemeen aan te dringen op een normale commerciële afstand tussen het buitenlands moederbedrijf en de binnenlandse dochteronderneming/filiaal. Als men dit zou doen, zou men echter de interne markt, die essentieel is voor de Belgische en de Europese economie, ondermijnen. Deze overweging stelt eens te meer het belang van de Europese dimensie voor België in het licht. België heeft veel te winnen bij een versterking van de Europese architectuur volgens de hierboven beschreven beleidslijnen. Aangezien het resultaat van het hervormingsproces dat in gang is gezet door het DLR nog onzeker is, zou het voorbarig zijn om een standpunt in te nemen over de vraag of een grotere nadruk op toezicht door het gastland eventueel onvermijdelijk zou worden. Het Comité hoopt dat de gewijzigde Europese financiële architectuur sterk genoeg zal zijn om de integriteit van de interne markt in financiële diensten te bewaren.

De *tweede overweging* betreft de omvang van de Belgische financiële sector. In vele landen lijkt de belangrijkste globale beleidsdoelstelling betreffende de financiële sector geweest te zijn het tot stand brengen van grote nationale ‘kampioenen’ die in staat zijn om te concurreren met andere grote spelers. De onderliggende veronderstelling was dat de creatie van grote in het thuisland gevestigde instellingen niet alleen zou leiden tot een efficiëntere binnenlandse kapitaalmarkt, maar ook tot een grotere werkgelegenheid in diensten met hoge toegevoegde waarde. Men kan zich afvragen of die beleidsdoelen werkelijk zijn bereikt; men kan zich voorts zelfs de vraag stellen of er veel bewijzen zijn voor schaalvoordelen in de bankbedrijvigheid boven een bepaalde minimumomvang. Aan de andere kant zou het ongehoord zijn dat slechts grote lidstaten het “recht” zouden hebben om grote banken te hebben, die, indien goed beheerd en gecontroleerd, op aanzienlijke wijze zouden kunnen bijdragen tot de voorspoed van een land. Het comité gelooft dat wat de kwestie betreft van de gepaste omvang van nationale financiële

systemen, een finaal oordeel nog niet aan de orde is; het is voorbarig om eenduidige conclusies te trekken.

De *derde overweging* houdt verband met de tweede. De creatie van grote nationale kampioenen heeft een kostprijs: in tijden van spanning kan het leiden tot een zeer grote budgettaire last. Zelfs als men moet toegeven dat alle lidstaten van de Europese Unie, waaronder ook die met minder gezonde overheidsfinanciën, er recent op de een of andere wijze in slaagden hun nationale financiële systemen te redden, kan men waarschijnlijk gerust zeggen dat de lidstaten met de gezondste overheidsfinanciën meer speelruimte hadden om voorwaarden toe te passen die het best hun economische, financiële en sociale belangen dienden. Omdat de toestand nog in evolutie is, besliste het Comité om dit aspect van de financiële crisis niet te analyseren en had het evenmin de tijd om dat te doen. Het is echter cruciaal dat de Europese beleidsmakers, eens de financiële crisis voorbij is, een Europees kader uitwerken voor budgettaire steun bij reddingsoperaties van banken. Dit is een kwestie van het vinden van een politieke wil om oplossingen te bedenken die thans *ex post* zijn uitgewerkt op een wijze die onbevredigd is.



## **INLEIDING**

**De huidige financiële crisis heeft enorme vertakkingen, met gevolgen op nationaal, Europees en globaal (i.e. wereld)niveau. Daarom heeft het Comité zich om zijn opdracht te vervullen tot doel gesteld om belangrijke elementen op het vlak van elk van die drie dimensies te belichten. Het Comité stond voor de uitdaging een valstrik te vermijden, waar de drang om alle vertakkingen van de crisis te ontwarren en te beoordelen tot een zeer dik rapport zou leiden dat de lezer zou verhinderen door de bomen het bos te zien. Bijgevolg was het Comité selectief in het behandelen van de onderwerpen in dit rapport en beperkte het zichzelf tot die onderwerpen die het beschouwde als zijnde van cruciaal belang.**





# **1. ALGEMENE BELEIDSBESCHOUWINGEN**

## ***1.1 HET OVERHEERSENDE PROBLEEM VAN DE BOVENMATIGE LIQUIDITEIT EN MACRO-ECONOMISCHE ONEVENWICHTEN***

Tot nu werd algemeen erkend dat de intensiteit van de financiële uitbundigheid die gedurende de jaren 2004-2007 heerste, een belangrijke rol speelde in het tot stand brengen van de ernstigste financiële crisis sinds de jaren negentienhonderd dertig. Er kan geen twijfel over bestaan dat de bovenmatige marktliquiditeit wezenlijk heeft bijgedragen tot de bijzonder sterke risicohonger van de marktdeelnemers die deze jaren kenmerkten. Wanneer de markten “overstelpd met liquiditeit” zijn (zoals zo dikwijls werd gezegd gedurende de winter van 2006/7), wordt de ongebreidelde zoektocht naar rendement een levensstijl.

Toegegeven, er is geen algemeen aanvaarde definitie van bovenmatige liquiditeit (of, wat dat betreft, van liquiditeit zelf) en er is nog minder overeenstemming over de berekening ervan. Maar iedereen die tracht zich de bij wijlen heftige zoektocht te herinneren gedurende die jaren naar activa met slechts een ietsje hoger rendement dan schatkistbons – maar met toch een aanzienlijk hoger risico – , weet wat bovenmatige liquiditeit betekent.

Is het verantwoord zich zorgen te maken over bovenmatige liquiditeit in het heetst van de crisis die wordt overheerst door het afbouwen van schulden? Het antwoord luidt ja. Omdat de onmiddellijke prioriteit duidelijk de doeltreffende beheersing van de crisis is, leidde dit tot een spectaculaire toename van de balansen van de centrale banken, waaronder die van de ECB. Die aangroei werd erg terecht aanvaard als de prijs voor het vermijden dat een diepe en ernstige crisis zou leiden tot een regelrechte systeemcrisis. Maar de overheden – centrale banken, regeringen en internationale organisaties – hebben de plicht zich voor te bereiden op het herstelscenario dat de opslorping van de bovenmatige monetaire liquiditeit zal moeten bevatten, bij gebrek waaraan we het risico lopen het pad te effenen voor de volgende crisis. Dit zal geen gemakkelijke oefening zijn

om twee redenen. Ten eerste, met de kwantitatieve versoepeling door bepaalde belangrijke centrale banken en het gebruik van instrumenten van niet-conventionele liquiditeitscreatie door hen allen, hebben niet enkel de omvang van hun balansstaten maar ook de structuur ervan een radicale verandering ondergaan. Ten tweede, een meer complexe reden is dat er geen eenvoudig en gemakkelijk identificeerbaar verband is tussen een restrictief monetair beleid en de verlaging van de marktliquiditeit. De bekommernissen van het Comité in dit verband kunnen onder vier hoofdingen worden gerangschikt.

Laten we ten eerste, als uitgangspunt, een radicaal eenvoudige veronderstelling maken dat de monetaire zone waarin de centrale bank opereert een gesloten economie is. Zelfs in dit volledig onrealistische geval is er geen reden om te geloven dat de marktliquiditeit op een lineaire wijze zou reageren op een restrictief monetair beleid. Een “zachte” verstrakking van het beleid zal waarschijnlijk niet een “matige” weerslag hebben op de zeepbel van de activaprijzen of op elke andere uiting van financiële euforie. Hoe meer complex en innoverend de financiële structuur van die gesloten economie is, hoe meer onvoorspelbaar de reactie van de marktliquiditeit zal zijn op een verschuiving in het monetair beleid. Verwachtingen spelen daarbij een cruciale rol en verwachtingen zijn erg volatiel. Dit pleit voor een “vaste hand”; dit is een voorspelbaar monetair beleid en een gelijksoortig begrotingsbeleid – als de enige wijze om de verwachtingen te stabiliseren.

Te tweede, we moeten beseffen dat het gebruik van het monetair beleid om in een periode van “irrationele uitbundigheid” de teugels aan te halen waarschijnlijk veel minder politieke steun zal vinden (en dit is nog zwak uitgedrukt) dan een monetair beleid geconcipieerd om prijsstabiliteit zoals gewoonlijk gedefinieerd te verzekeren. Het is dan ook niet verwonderlijk dat ondanks onze recente ervaring – of van de meer verre ervaring van Japan, toen een rapport van de BIB waarschuwde voor het gevaar van het aanvaarden van de “gewichtloosheid” van de Japanse activaprijzen omdat deze niet samengingen met een inflatie-opstoot – centrale bankiers niet enthousiast zijn over het vooruitzicht de taak toebedeeld te krijgen een zeepbel te doorpikken. Het is echter niet duidelijk welk passend alternatief er is. Directe regelgevende maatregelen zouden niet aanvaardbaar lijken.

Ten derde leven we niet in een financieel gesloten economie, maar in een wereld met globale geld- en financiële markten. Opdat de verstrakking van het monetair beleid van de ECB succesvol zou zijn in het kalmeren van de financiële euforie zou de samenwerking van de belangrijkste centrale banken, en zeker het meest die van de Fed vereist zijn.. Toegegeven, zulke coördinatie is niet nodig (of ten minste niet tot een zekere graad) om de prijsstabiliteit in de eurozone te verzekeren. In termen van productie en handel van goederen en diensten is de eurozone een relatief gesloten economie. Dit geldt niet voor de financiële markten, waar de zeer hoge graad van integratie van de groothandelsmarkten tot besmetting leidt tegen de snelheid van het licht. Wanneer daarbij rekening gehouden wordt met het loodzware gewicht van de financiële markten van de VSA, zou het cruciaal lijken dat welke gewenste monetaire beleidsmaatregelen ook worden genomen, ze moeten uitgevoerd worden in nauwe samenwerking tussen de VSA en de Europese monetaire overheden. Bij een terugblik op de uitbarsting van de internetzeepbel en de daaropvolgende periode van euforie, zijn er redenen om bezorgd te zijn over het vooruitzicht van het doorvoeren van zulk een nauwe samenwerking.

Ten vierde zou het zelfs in het geval van gecoördineerde actie van centrale banken toch best kunnen dat de marktliquiditeit niet onder controle wordt gebracht. Een hoofdreden zou de overleving of een nieuw optreden van het vreemde patroon van betalingsbalansen kunnen zijn dat een echt bovenmatig besparingsoverschot creëerde : de buitengewoon hoge spaarquotes van China en (in een geringere mate) van bepaalde Oost-Aziatische landen die niet werden opgeslorpt door binnenlandse bestedingen en die een gemakkelijke (maar nog ontoereikende) tegenpool vonden in de armzalige spaarprestaties van de huishoudsector van de VSA. De spaaroverschotten op globaal niveau (waartoe enkele zuinige landen in Europa ook bijdroegen) deden de beleggers op een hectische wijze zoeken naar zelfs minimale rendementsverschillen, zonder dat ze op een ernstige wijze poogden de risicograad van hun aankopen te evalueren. Zolang als de besparingen en de bestedingen elkaar niet beter in evenwicht houden op wereldschaal en niet gelijker verdeeld zijn, moet gevreesd worden dat op een bepaald ogenblik in de toekomst de jacht naar rendement nog eens zou kunnen starten. Aldus is het zeer belangrijk om de externe onevenwichten aan te pakken.

Nochtans kan de correctie van die onevenwichten waarschijnlijk niet enkel verwezenlijkt worden door een globaal gecoördineerd monetair beleid; het zou ook de coördinatie vereisen van het veel bredere macro-economisch beleid, waaronder het begrotingsbeleid als een belangrijk component ervan. Helaas schijnt men, ondanks wat er op het spel staat, zelfs minder geneigd om dit pad te volgen dan dat van de coördinatie van het monetair beleid.

De instelling die het meest geschikt zou zijn om zowel de macro-economische als de macrofinanciële onevenwichten te bestuderen, te analyseren en erop toe te zien, is het Internationaal Monetair Fonds. Het vermogen ervan is evenwel beperkt, de mogelijkheden ervan om actief op te treden zijn gedeeltelijk beperkt omdat de belangrijkste landen die bijdragen tot het probleem van de onevenwichten zich in een positie bevinden waar ze nogal gemakkelijk de voorgestelde remedies van het IMF om die onevenwichten opnieuw recht te trekken, kunnen veronachtzamen. De invloed is nog meer beperkt door het feit dat het bestuur en de werking ervan het intergouvernementeel karakter van de instelling weerspiegelen en de afhankelijkheid van de quota's. Terwijl het Fonds in beginsel in een positie zou moeten staan van onbetwiste intellectuele en morele autoriteit, wordt het gehinderd door zijn huidig bestuur, dat voor vele landen soms schijnt vooringenomen te zijn. Bijgevolg is het nodig dat de onafhankelijkheid van het IMF als instelling aanzienlijk wordt versterkt. Er zijn verscheidene mogelijke middelen om dit te bekomen, maar het Comité vond het niet wenselijk om gedetailleerde meningen daarover uit te brengen en verkoos zijn energie te concentreren op onderwerpen met een meer onmiddellijk belang voor het toezicht op het financieel systeem. Desondanks zou een duidelijke remedie het aanwijzen zijn van onafhankelijke leden (bij voorbeeld drie) voor het directiecomité van het IMF, die zouden gekozen worden op basis van hun beroepsdeskundigheid op het gebied van internationale financiële aangelegenheden. Het zou ook belangrijk zijn de onafhankelijkheid van de IMF staf ten opzichte van het directiecomité te verhogen.

Kortom, de eerste echte globale crisis heeft de nood aan een globaal beleidsplan in het licht gesteld, niet enkel voor de beheersing en de oplossing van de huidige crisis maar ook voor het voorkomen van een nieuwe globale crisis in de toekomst. Het Comité beveelt daarom aan dat de Belgische regering: (a) aandacht zou schenken aan de mogelijkheid dat er in de toekomst opnieuw bovenmatige marktliquiditeit zou ontstaan;

(b) alle initiatieven, zowel op het Europese als op het globale niveau, steunt die een daadwerkelijke coördinatie van het monetair beleid zouden kunnen versterken met het oog op het onder controle houden van de marktliquiditeit; en (c) initiatieven bij het IMF steunt om de onevenwichten aan te pakken en de onafhankelijkheid van het IMF als instelling verhoogt.

## ***1.2 GLOBALE ONEVENWICHTEN EN DE ACCUMULATIE VAN RISICO'S***

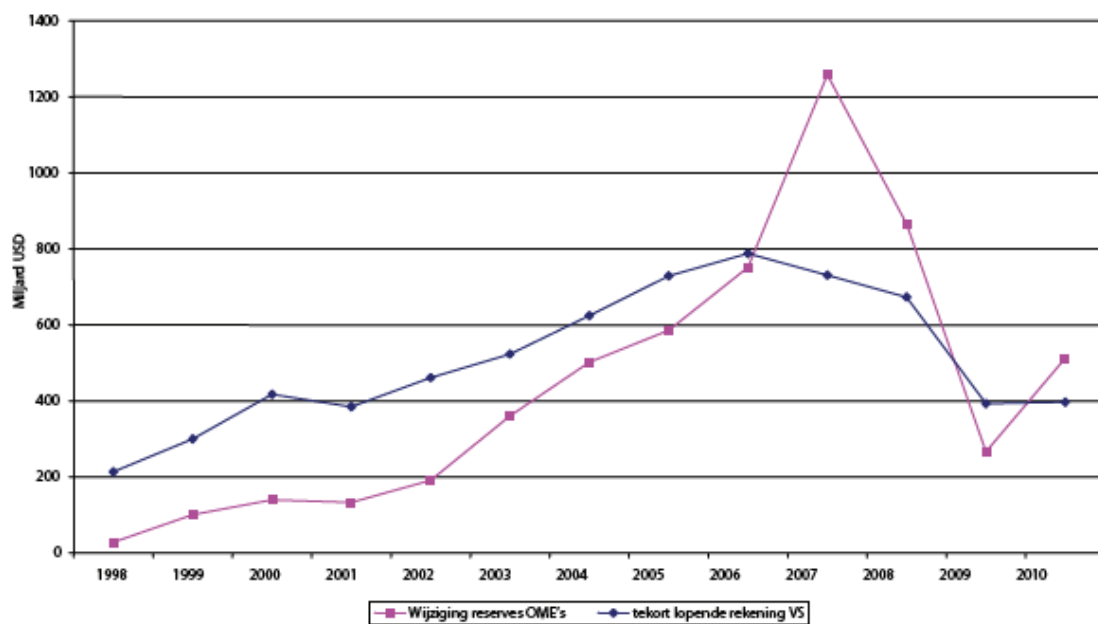
De bestaansreden van een financieel systeem is om te gaan met onevenwichten (tussen spaarders en investeerders). Daarom zou men zich kunnen afvragen hoe het bestaan van aanhoudende "onevenwichten" op de lopende rekening de grootste financiële crisis in de levende geschiedenis veroorzaakt. Het antwoord moet liggen in het ontstaan van een massief en structureel gebrek aan afstemming tussen het aanbod van en de vraag naar activa. Zoals wel bekend, is het tekort op de lopende rekening van de VSA toe te schrijven aan een onhoudbare verhoging van de consumptie (en de woningbouw). Die bovenmatige binnenlandse bestedingen waren hoofdzakelijk gefinancierd door een toename van de hypothecaire schulden van de gezinnen van de VSA. Een hoofdkenmerk van de woonkredieten is dat ze een lange looptijd hebben (dikwijls een looptijd van 30 jaar). De consumptieve koopwoede van de huishoudingen van de VSA leidde aldus tot een groot bijkomend aanbod van (privé) langere termijnactiva.

Dit aanbod van lange termijnactiva stemde echter niet overeen met de vraag naar dat soort activa. De bovenmatige besparingen van China (en andere opkomende markteconomieën (OME's)) kwamen meestal tot stand via bemiddeling van hun centrale banken, die reusachtige buitenlandse deviezenreserves opstapelden. Die reserves waren (en zijn nog steeds) bijna uitsluitend belegd in veilige (overheids-) en liquide, korte tot middellange termijn effecten (meestal in VSA-effecten). Er was aldus een aanhoudende bovenmatige vraag naar veilige en liquide activa en een nood aan looptijdtransformatie op een zeer grote schaal.

Grafiek 1 hieronder geeft de situatie weer. Deze grafiek toont de hoge correlatie tussen het tekort op de lopende rekening van de VSA en de accumulatie van reserves. De correlatie is echter niet volmaakt, omdat het tekort van de VSA reeds zeer hoog was

enige tijd voordat de "zoektocht naar rendement" startte. Vóór 2003 was de accumulatie van reserves veel geringer dan het tekort van de VSA (dat aldus grotendeels werd gefinancierd door privé kapitaaloverdrachten). Daarna steeg de reserve-accumulatie ten opzichte van het (stijgend) tekort van de VSA en in 2006 werd de reserve-accumulatie feitelijk veruit overtroffen door het tekort van de VSA. Er is aldus zeker een verband tussen het tekort op de lopende rekening van de VSA en het uitbreken van de crisis, maar het verband is niet zo eenduidig als dikwijls wordt beweerd. Een deel van de toename van de reserves werd ook belegd in euros. Hoewel de gegevens van het IMF erop wijzen dat de verhouding relatief gering was (20-30 %), is het mogelijk dat het toch een weerslag had op de overheidsschuld in de eurozone. Ofschoon de effectisering een aanvang nam in de eurozone rond die periode, verwierf die nooit dezelfde omvang als in de VSA.

*Grafiek 1 Reserve-accumulatie door de opkomende economieën en het tekort op de lopende rekening van de VSA*



Bron: IMF, WEO data base April 2009, variabele 'verandering in de reserves'

Een andere wijze om te kijken naar hetzelfde fenomeen is de vaststelling dat de toegenomen vraag naar overheidsschuld door de OME centrale banken tot lagere

rendementen op de overheidsschuld van de VSA leidde (het 'conundrum' van Greenspan), waarbij aldus die spaarders in de OESO-landen die normaal overheidsactiva zouden hebben aangehouden, ertoe gedwongen werden een hectische zoektocht naar rendement aan te vatten. Dit was echter een zoektocht naar rendement op veilige (en liquide) activa. De AAA tranches op geëffectiseerde VSA hypotheekleningen (en andere schulden) schenen de gewenste "rendementsverhoging" te bieden zonder enig bijkomend risico, ten minste in de zin dat de effecten een AAA rating hadden.

Zolang als de VSA huizenprijzen verder stegen en de werkloosheid laag bleef, bleven de feitelijke nalatigheden ook gering en scheen er geen reden voor de marktdeelnemers om zich vragen te stellen over de hoge ratings van die schuldeffecten ondanks de welbekende stimulans voor de ratingbureaus om gunstige ratings toe te kennen. AAA RMBS (geëffectiseerde hypothecaire woonkredieten) bezorgden aldus een belangrijke bron van liquiditeit door het wijdverspreide gebruik van die activa als onderpand.

Nu richten we onze aandacht van de stromen naar de voorraden. De meeste analyses van de globale onevenwichten richtten zich op de omvang van de stromen, namelijk het tekort op de lopende rekening van de VSA in % van het bbp of van het wereldsparen. Dienovereenkomstig beklemtoonden de meeste bekommernissen over de globale onevenwichten de grootte van de wisselkoersaanpassing die zou vereist zijn opdat de bestedingen en de besparingen van de VSA opnieuw in evenwicht zouden zijn. De ernst van de huidige crisis is echter te wijten aan de grootte zonder weerga van de opgestapelde onevenwichten in de portefeuilles van de activa en schulden.

De omvang van de onevenwichten tussen het aanbod van activa en van de vraag ernaar die doorheen de tijd accumuleerden, was enorm. Het gecumuleerde tekort op de lopende rekening van de VSA over de periode 2000-07 bedroeg bijna 5 duizend miljard USD en de schuld van de VSA huishoudingen steeg met bijna 7 duizend miljard USD, waarvan bij benadering 5 duizend miljard USD de vorm aannam van hypotheekleningen. Tegelijkertijd stegen de buitenlandse deviezenreserves van opkomende markten met ongeveer 4 duizend miljard USD (waarvan ongeveer een derde voor rekening komt van de Chinese centrale bank). Het financieel systeem moest aldus duizenden miljarden dollars van de woonkredieten van de gezinnen van de VSA omzetten in het soort activa

waarnaar er een bovenmatige vraag was omwille van de reserve-accumulatie door de OME centrale banken.

De belangrijkste techniek die de omzetting van VSA hypotheekleningen in veilige, liquide activa omzette was de effectisering. Tot 2007 werd ruimschoots geloofd dat effectisering tot een betere spreiding van het risico zou leiden, aangezien het 'originate to distribute' model – in zijn zuivere vorm – een volledige overdracht van de risico's inhoudt naar de kopers van verscheidene vormen van ABS (door activa gedekte effecten) en RMBS. In de context van globale onevenwichten kon dit niet op grote schaal gebeuren aangezien de massale aankopen van VSA-overheidspapier door OME centrale banken beleggers hadden verdrongen wiens voorkeur vroeger uitging naar veilige en liquide activa op korte termijn. ABS, en in het bijzonder RMBS hebben a priori die eigenschappen niet. Een soort van pool van hypotheekleningen vormt een actief op langere termijn; het is slechts zo veilig als de onderliggende hypotheekleningen en het is slechts liquide indien er een vraag is naar dit specifieke actief. Overheidspapier met een bepaalde looptijd is erg substitueerbaar, maar elk geëffectiseerd schuldeffect vormt een specifiek geval en is dus door zijn eigen aard veel minder liquide. Uiteindelijk lijkt een RMBS meer op een belegging in een regionale hypotheeklening dan op een overheidsobligatie. Men verwachtte er zich niet aan dat aan de bovenmatige vraag naar veilige en liquide activa op korte termijn die werd gecreëerd door de accumulatie van reserves van de OME's, kon worden voldaan door de effectisering van VSA-hypotheekleningen (en -consumentenkredieten) zonder massieve krediet- en "liquiditeitsverbeteringen" door het banksysteem. Een onschuldige effectisering met een volledige risico-overdracht naar de belegger was aldus niet mogelijk in de optiek van het algemeen evenwicht.

Hoe werden RMBS veilig, op korte termijn en liquide gemaakt? De juiste wijze waarop dit gebeurde verschilde enorm van geval tot geval, maar de algemene regels van het spel waren de volgende:

- a) **Veilig:** Zoals reeds hierboven vermeld, werd de schijn van veiligheid gecreëerd door het snijden in tranches waarbij hoge (AAA) ratings werden toegekend voor de meeste senior tranches (in feite meestal ongeveer 85 % van het totaal). Die dienst werd verleend door de ratingbureaus waarvoor het een belangrijke bron van inkomen vormde.



- b) Korte termijn:** Banken of "schaduwbankinstellingen" zoals speciale beleggingsvehikels gebruikten RMBS (en gelijkaardige activa) om te ontlene op korte termijn, e.g. door geëffectiseerd commercial paper (ABCP) uit te geven, dat een korte termijnactief is en aldus het soort activa vormt waar er een bovenmatige vraag naar is. Uitgiften van ABCP, die plotseling toenamen na 2003 (rond dezelfde tijd als de reserve-accumulatie door OME's ook toenam, zoals hierboven aangegeven) vormen een klassieke vorm van looptijdtransformatie, die erg winstgevend was (gegeven de afwezigheid van kapitaalvereisten) zolang als de centrale banken de korte-termijnintrestvoeten laag hielden en beloofden ze slechts te verhogen tegen een "gematigd tempo".
- c) Liquide:** ABCP waren reeds meer liquide dan de activa waardoor ze waren gedekt. ABCP programma's werden echter gewoonlijk slechts mogelijk indien een bank een ondersteunende liquiditeitslijn toekende. Enkel het banksysteem kon het liquiditeitsvangnet verschaffen die was vereist door de eindbeleggers.

Al die elementen waren noodzakelijk om de bovenmatige OME besparingen te recycleren naar de ontsparende huishoudingen van de VSA. Banken moesten de looptijdtransformatie en de kredietverbetering doorvoeren die later zo veel kostte voor hen. Die transformatie vereiste natuurlijk een betekenisvolle toename in de balans van het bank- (en "schaduwbank")systeem en vereiste aldus een grote verhoging van de hefboomwerking. De toename van de hefboomwerking functioneerde op zijn beurt als een krachtige verspreider eens het risico terugkeerde.

Uit die analyse blijkt dat het noodzakelijk is om rekening te houden met de wijze waarop de tekorten op de lopende rekeningen worden gefinancierd wanneer de risico's voor de financiële stabiliteit als gevolg van de aanhoudende onevenwichten op de globale lopende rekening worden beoordeeld. Nu beoordelen we hoe de ontwikkeling van specifieke financiële producten en stimulansen de weerslag vergrootten van de structurele onevenwichten in het aanbod van en de vraag naar activa.

### ***1.3 FINANCIËLE PRODUCTEN EN STIMULANSEN***

Er dient benadrukt dat het hierboven geschetste ontstaan van de bovenmatige liquiditeit en van de financiële onevenwichten geen verontschuldiging vormde voor de managers van financiële bedrijven om af te zien van een diepgaande en aanhoudende risicobeoordeling. Spoedig na het uitbreken van de financiële crisis werd het evenwel duidelijk dat, hoewel de bovenmatige liquiditeit aan de oorsprong lag van het probleem en de financiële crisis mogelijk had gemaakt, de buitengewoon sterke ontwikkeling van weinig gereguleerde financiële producten in combinatie met perverse stimulansen, olie op het vuur goten.

De ongecontroleerde ontwikkeling van die producten en de gebrekkige afstemming van de stimulansen waren fenomenen die optraden op een globale schaal. Daarom is het geen verrassing dat globale instellingen zoals het Financial Stability Forum en het Basel Comité die problemen begonnen aan te pakken, hoewel de tenuitvoerbrenging van de beleidsoplossingen noodzakelijk zou plaats hebben op een nationaal, of wat Europa betreft, op het niveau van de EU.

Aangezien de beleidsinitiatieven zeer snel genomen worden, vond het Comité het nuttig om zijn mening te formuleren over zes onderwerpen die heftig werden bediscussieerd toen het Comité zijn werkzaamheden startte:

- het originate and distribute model
- de credit default swap markt
- ratingbureaus
- risicobeheer
- verloningssystemen
- procycliciteit

Het Comité deed aanbevelingen omtrent elk van die onderwerpen. De aanbevelingen waren uitgewerkt in een tussentijds rapport dat werd ingediend op 23 februari 2009. Dit rapport is toegevoegd als een bijlage bij het huidige rapport.

Het Comité is van mening dat, vier maanden na de neerlegging van het tussentijds rapport, alle aanbevelingen nog geldig zijn. Wat de markt van de afgeleide producten betreft (in het bijzonder de CDS markt), was het Comité toen ervan overtuigd dat het politiek niet haalbaar zou zijn dat overheden een sterke inspanning zouden leveren voor de realisatie van gereguleerde, op een beurs verhandelde afgeleide producten. In dit verband was het HLC aangenaam verrast door de recente bewegingen van de VSA administratie en beveelt het daarom aan dat de EU het voorbeeld zou volgen.

#### ***1.4 DE ROL VAN HET IMF IN DE GLOBALE STABILITEIT***

Onze analyse heeft beklemtoond dat globale onevenwichten en hun wisselwerking met specifieke ontwikkelingen op de financiële markten aan de basis lagen van de crisis. Een vraag die automatisch opkomt is waarom er geen waarschuwingen werden gegeven betreffende de risico's die steeds meer accumuleerden. Men zou kunnen betogen dat de grootste "hond die niet beet" het IMF was.

In principe heeft het IMF de bevoegdheid om te fungeren als een waakhond over de globale financiële stabiliteit. Wanneer het kernprobleem in de onevenwichten in grote lidstaten ligt, is het IMF evenwel ernstig beperkt in wat het kan bereiken. Bekommernissen rond globale onevenwichten betreffen potentiële ruilvoetaanpassingen, die leiden tot ondoeltreffende specifieke toezichtmechanismen. Het vermogen van het IMF om in te staan voor de financiële marktstabiliteit bleef erg beperkt. Zo weigerden bijvoorbeeld de VSA zich gedurende de laatste zeven jaar te onderwerpen aan een beoordelingsprogramma voor de financiële sector (financial sector assessment program (FSAP)). Bovendien hadden als gevolg van de invloed van grote landen, die landen binnen het IMF die vroegtijdig waarschuwden voor het ontstaan van belangrijke kwetsbaarheden die gepaard gingen met financiële innovatie, niet de middelen om hun risicobeoordeling op te volgen.

Er kan weinig twijfel over bestaan dat het IMF het juiste platform is waarop een structuur voor een meer doeltreffend globaal toezicht op de stabiliteit kan gebouwd worden. Hoewel er nog veel moet verbeterd worden aan de expertise van het IMF om de verschillende aspecten van de globale financiële en economische kwetsbaarheid te

verbinden met elkaar, is het IMF de enige instelling die de meeste basisbouwstenen in huis heeft: het heeft een grondige kennis van zijn lidstaten (op basis van het bilateraal toezicht) en het heeft multilaterale afdelingen die inzichten vanuit de individuele lidstaten combineren. Tegelijkertijd heeft het een staf met deskundigheid in monetaire, financiële, regelgevende, economische en budgettaire vraagstukken alsmede een belangrijke deskundigheid in de opkomende markten, dus in de gebieden die waarschijnlijk in toenemende mate bijdragen tot de globale economische kwetsbaarheid. Tenslotte stelt het globale lidmaatschap van het Fonds het in staat om interregionale verbanden tussen nationale onevenwichten en risico's te identificeren en om rekening te houden met de visies van die landen die waarschijnlijk niet in het middelpunt staan van de dialoog inzake het multilateraal beleid voor de nabije toekomst.

Enkel het vermogen versterken om vroegtijdig waarschuwingen te formuleren zal niet leiden tot verandering indien de geïdentificeerde risico's binnen het actieterrein van het IMF blijven. Een grotere onafhankelijkheid van het toezicht van het Fonds is nodig om te verzekeren dat nationale belangen en vetorechten niet zouden verhinderen dat doeltreffende acties zouden genomen worden als reactie op een grondige analyse van globale kwetsbaarheden.

Om de hierboven vermelde tekortkomingen te verhelpen en om een belangrijker rol te spelen in het vrijwaren van de globale financiële stabiliteit, zal het Fonds belangrijke wijzigingen moeten doorvoeren aan zijn organisatie. Die veranderingen zouden het moeten in staat stellen om meer doeltreffend aan te pakken wat tot de kern behoort van zijn bevoegdheden: de beoordeling van de problemen en de uitwerking van de remedies.

## **2 EUROPESE BELEIDSOVERWEGINGEN**

### ***2.1 EUROPA'S FINANCIËLE MARKTEN IN EEN GLOBAAL PERSPECTIEF***

Onze analyse van de globale onevenwichten benadrukte de wisselwerking tussen de globale onevenwichten tussen het aanbod van en de vraag naar activa en de structuur van het financieel systeem. De bovenmatige vraag naar veilige en liquide activa door OME centrale banken trof ook Europa omdat de financiële markten geglobaliseerd zijn en omdat een deel van de toename van de OME reserves in euros werd belegd en aldus bijdroeg tot lagere Europese interestvoeten en een stijging van de liquiditeit.

De literatuur over financiële crises heeft aangetoond dat virtueel alle grote crises worden voorafgegaan door een combinatie van twee fenomenen: een toegenomen hefboomwerking (of kredietexpansie) en een ongewone stijging van de activaprijzen. Die twee alarmsignalen werden inderdaad in Europa waargenomen, maar helaas werden ze grotendeels genegeerd. We bespreken achtereenvolgens de hefboomwerking en de activaprijzenzeepbel.

a) Hefboomwerking: lage graden van risico-afkerigheid zetten financiële instellingen ertoe aan om hun hefboomwerking te verhogen. Dit gebeurde op grote schaal aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. Bovenmatige hefboomratio's zijn een sleutelement in de meeste crises en de huidige crisis vormt daarop geen uitzondering. De crisis heeft Europa zo sterk getroffen omdat de verhoging van de algemene hefboomratio in het algemeen gelijk was aan die in de VSA, hoewel de hefboomwerking zich voordeed in verschillende sectoren in de twee gebieden. Tabel 1 en 2 illustreren die gestileerde feiten.

Tabel 1 wijst erop dat de crisis even erg in Europa als in de VSA zou zijn, wat kan afgeleid worden uit het feit dat de versterking van de algemene (over de ganse economie) hefboomratio ongeveer 100 % van het bbp bedroeg zowel in de eurozone (EZ) als in de VSA (helaas zijn die gegevens niet beschikbaar voor de ganse EU). De variabelen die de

hefboomwerking weergeven in Tabel 1 zijn licht verschillend tussen de EZ (totale passiva) en de VSA (totale schuld), maar de trend die ze weergeven is duidelijk: de hefboomratio lag traditioneel veel hoger in de EZ, en de verhoging tussen 1999 en (eind) 2007 was ook groter (150 % van het bbp) dan in de VSA, waar die "slechts" 80 % van het bbp <sup>1</sup> bedroeg. Een andere gelijkenis tussen de EZ en de VSA, die is weergegeven in Vak b van Tabel 1, is de afwezigheid van een verhoging van de hefboomwerking van de vennootschappen (hefboomratio van de niet-financiële vennootschappen in de EZ nam toe met 20 % van het bbp tegen eind 2007, maar die verhoging was echter omgekeerd op het einde van 2008).

*Tabel 1: Hefboomwerking: Transatlantische gelijkenissen*

	a) Economie in haar geheel		b) Sector niet-financiële vennootschappen	
	Eurozone (passiva/bbp)	VS (schuld/bbp)	Eurozone (passiva/bbp)	VS (Schuld/bbp)
1999	6,7	2,1	1,5	0,5
2007	8,2	2,9	1,7	0,5
2008	7,6	2,9	1,5	0,5
Wijziging 1999-2007	0,9	0,8	0,2	0,0

De verschillen tussen de VSA en de eurozone komen tot uiting in de hefboomwerking van de huishoudingen en de financiële sector, zoals weergegeven in Tabel 2. Zoals men kon verwachten nam de hefboomwerking aanzienlijk toe in de VSA huishoudsector (40 % van het bbp) maar bleef die constant in de eurozone.

Een ander belangrijk en verrassend verschil tussen de EZ en de VSA is de hogere hefboomratio van de financiële sector in de EZ te samen met een belangrijker stijging (120 % van het bbp tegenover 40 % van het bbp in de VSA).

<sup>1</sup> Helaas is het niet mogelijk om juist dezelfde gegevens te vinden om de hefboomwerking te meten voor het EZ en voor de VSA. De VSA cijfers verwijzen naar de schuld van de verschillende sectoren, terwijl de enige EZ cijfers betrekking hebben op algemene verplichtingen. De laatste cijfers liggen natuurlijk hoger dan de eerste, aangezien verplichtingen ook het kapitaal en reserves bevatten. Hoewel de percentages van de twee variabelen niet direct vergelijkbaar zijn, zouden veranderingen in die percentages toch vergelijkbaar moeten zijn over de Atlantische Oceaan.

**Tabel 2: Hefboomwerking: Transatlantische verschillen**

	c) Financiële sector		d) Gezinnen en kleine ondernemingen	
	Eurozone (passiva/bbp) [schuld/bbp]	VS (schuld/bbp)	Eurozone (passiva/bbp)	VS (schuld/bbp)
1999	3,2 [2,3]	0,8	2,0	0,9
2007	4,4 [3,1]	1,2	2,0	1,3
2008	4,2 [3,3]	1,2	1,8	1,2
Wijziging 1999-2007	1,2 [0,8]	0,4	0	0,4

Noot: 'Over de ganse economie' bevat Huishoudingen & kleine ondernemingen, Financiële Venn. en Niet-financiële venn.

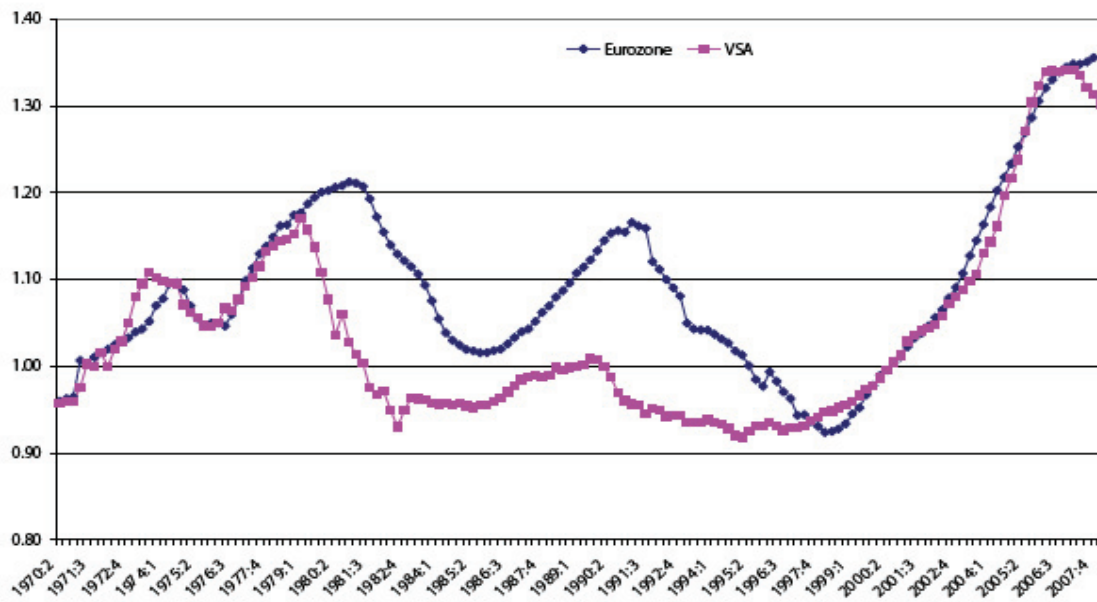
Bron: ECB Statistical data Warehouse, balance sheet & Federal Reserve Z1. March 2009

Voor de financiële sector is het is mogelijk om met de EZ vergelijkbare cijfergegevens op te stellen voor de hefboomwerking in procent van de uitstaande schuld. Dit is weergegeven in de dubbele haakjes in Tabel 2. De toename van de hefboomwerking is op die grondslag in de EZ ietwat kleiner, namelijk 'slechts' 80 % van het bbp, maar blijft veel groter dan in de VSA, zowel in niveau als uitgedrukt als variatie.

Die hoge en toenemende graad van hefboomwerking in het EZ financieel systeem vormt de onderliggende hoofdoorzaak van de wijdverspreide stress in het Europese banksysteem. De crisis mag dan al ontstaan zijn in de VSA, de Europese financiële sector was echter ook kwetsbaar en blootgesteld aan verliezen op VSA (en andere landen) activa.

b) activaprijzenzeepbel: Een andere verklaring van Europa's kwetsbaarheid voor deze crisis is dat Europa te kampen had met een gelijkaardige zeepbel van de reële woningprijzen zoals de VSA. Grafiek 2 hieronder illustreert die vaststelling en maakt daarbij gebruik van de ratio van de huizenprijzen ten opzichte van de huurprijzen die (zoals de prijs/opbrengstenratio voor voorraden) verwacht worden stabiel te zijn over langere periodes. Het is duidelijk dat sinds halverwege de jaren 1990 huizenprijzen gestegen zijn met bijna dezelfde percentages aan beide zijden van de Atlantische Oceaan en dat daarbij ongekende niveaus bereikt werden. Het enige waarneembare verschil tussen de VSA en de eurozone is de grotere afname van de huizenprijzen in de VSA sinds 2006/7.

**Grafiek 2 Huizenprijzen: Prijs/Huur Ratio**



Bron: OESO en eigen berekeningen. De ratio voor de eurozone wordt gedefinieerd als het gemiddelde van de prijs/huur ratio voor Duitsland, Frankrijk, Spanje, Finland en Nederland, gewogen aan de hand van het bbp.

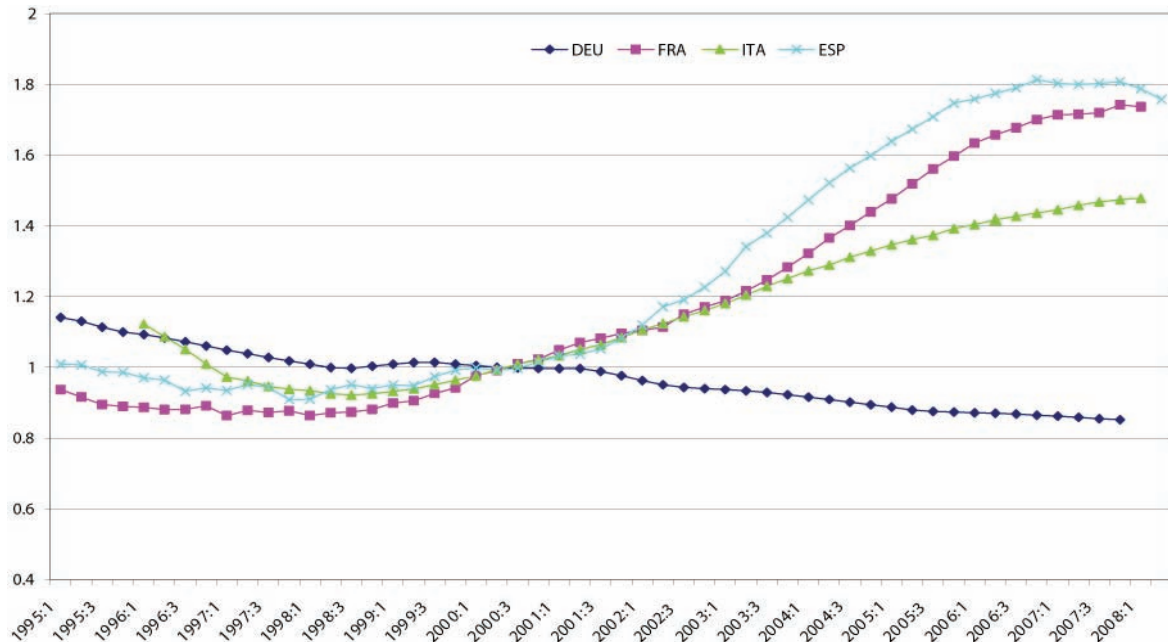
Deze vaststellingen wijzen erop dat op het gebied van hefboomwerking en huizenprijzenzeepbellen de eurozone met dezelfde crisissymptomen had te kampen als de VSA. Hoewel onze vergelijking tussen de VSA en de eurozone werd gemotiveerd door de gelijkaardige omvang van die twee gebieden, stellen we vast dat het VK ook te kampen had met gelijkaardige symptomen: de hefboomwerking en de huizenprijzen stegen in het VK even sterk als in de eurozone.

Tegelijkertijd verbergen de gemiddelden voor de eurozone belangrijke verschillen tussen landen, zowel op het gebied van de hefboomwerking als van de huizenprijzen. Grafiek 3 en 4 geven de relevante landendata. Grafiek 3 toont duidelijke verschillen aan binnen de eurozone bij de evolutie van de huizenprijzen (ten opzichte van de huurprijzen), die stabiel bleven in Duitsland maar meer dan 80 % stegen (en aldus meer dan in de VSA) in Frankrijk en Spanje. Op het eerste gezicht leek het verrassend dat het Duitse banksysteem ook getroffen was omdat het een intermediatiefunctie vervult bij het grote overschot op de lopende rekening van het land. Een deel van het overschot bij de Duitse besparingen was belegd in wat toen de meest beloftevolle instrumenten leken,



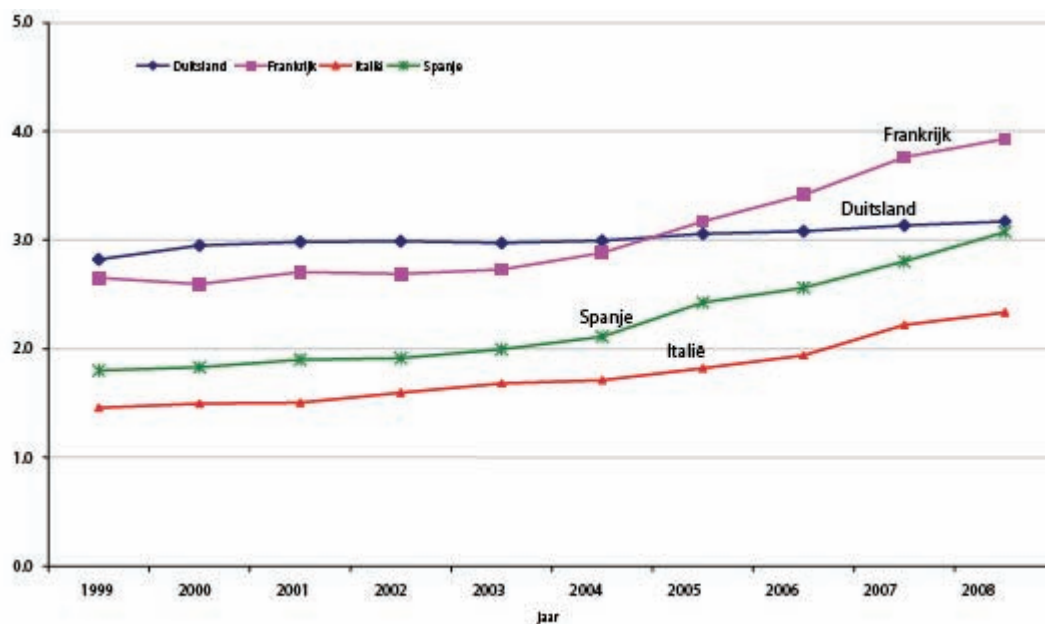
namelijk geëffectiseerde huishoudschulden van de VSA. Duitse banken, en aldus ook onrechtstreeks Duitse spaarders, moesten tenslotte grote verliezen incasseren wanneer de VSA zeepbel barstte (een gelijkaardige effect schijnt voorgekomen te zijn in België).

**Grafiek 3 Huizenprijzen: Prijs/Huur Ratio**



Bron : OESO

**Grafiek 4: Totaal Activa/Passiva van de MFI's in % van het bbp**



Grafiek 4 toont aan dat de verschillen tussen de landen in hefboomwerking gelijkaardig zijn: de hefboomwerking (berekend als activa van de monetaire financiële instellingen in % van het bbp) was aanzienlijk maar stabiel in Duitsland en steeg daarentegen gevoelig in de landen met stijgende huizenprijzen.

## ***2.2 NAAR EEN EUROPEES TOEZICHTSYSTEEM: HET DE LAROSIERE RAPPORT***

Thans worden er vele specifieke initiatieven van het Europees beleid bediscussieerd, die vele doelen hebben: de financiële crisis beheren, een nieuwe gelijkaardige crisis in de toekomst voorkomen en de interne markt voor financiële diensten beschermen en verbeteren. Het Comité koos er desalniettemin voor zich hoofdzakelijk te richten op een overkoepelend onderwerp, dat van ontzagwekkend belang is voor de financiële toekomst van de Europese Unie: namelijk, het opzetten van een nieuwe Europese financiële architectuur zoals geschetst in het zogenaamde de Larosière rapport (DLR), dat eerder dit jaar werd ingediend.

Als antwoord op het DLR vond het Comité het nuttig om zowel algemene als specifieke aanbevelingen te formuleren. Op het vlak van de algemene overwegingen erkent het Comité dat de huidige financiële crisis de nood aan diepgaande hervormingen heeft aangetoond. Het DLR zal daarbij wellicht een van de belangrijkste uitgangspunten zijn voor de discussie in de komende weken en maanden tussen de Europese beleidsmakers.

Het eerste deel van het DLR bevat een reeks punctuele aanbevelingen over onderwerpen die het Comité reeds had behandeld in zijn tussentijds rapport. Aangezien de verschillen tussen de aanbevelingen in de twee rapporten eerder beperkt zijn, hebben we beslist geen commentaar te leveren op dit deel van het DLR.

Het Comité heeft zich in ruime mate toegespitst op het deel van het rapport dat gaat over het toezicht en dat een nieuwe Europese toezichtarchitectuur voorstelt. Die nieuwe architectuur zou steunen op twee institutionele pijlers: de Europese Raad voor systeemrisico's (ERSR) (European Systemic Risk Council (ESRC)) aan de ene kant en het Europees systeem van financieel toezicht (European System of Financial Supervision

(ESFS)) aan de andere kant. De ERSR zou instaan voor het macroprudentieel toezicht terwijl de ESFS, die zou bestaan uit drie toezichthouders (voor de banken, het verzekeringswezen en de effecten), zich hoofdzakelijk zou inlaten met problemen op het vlak van het microprudentieel toezicht en de bescherming van de beleggers. Die overheidsinstanties zouden bindende bevoegdheden hebben met betrekking tot een reeks toezichtsprincipes en - praktijken. Het toezicht op grote grensoverschrijdende groepen zou gecoördineerd worden binnen de toezichtscolleges. Uiteindelijk zou de Europese financiële regulering worden gestroomlijnd, waarbij de meeste soorten van gouden aandelen en nationale uitzonderingen zouden worden afgeschaft.

De financiële crisis heeft in een globaal perspectief twee fundamentele aspecten van het Belgisch financieel systeem aangetoond. Ten eerste, op het vlak van het toezicht is België geleidelijk geëvolueerd van vooral een “thuisland” naar overwegend een “gastland”. Ten tweede schijnt het dat de grote lidstaten van de Europese Unie beter in staat zijn om grote financiële conglomeraten te ondersteunen dan kleinere lidstaten. Dit zou de bereidheid van de grotere lidstaten verlagen om te streven naar een pan-Europese bankregulerende instelling, ondermeer voor de grote grensoverschrijdende groepen. Tegelijkertijd zou die ontwikkeling het belang van de kleinere lidstaten om te streven naar zo een centraal regulerend orgaan verhogen.

In dit verband dient vermeld dat het DLR niet een dergelijk pan-Europees regulerend orgaan voorstelt voor grote grensoverschrijdende groepen of systemische banken. Nochtans was het voorstel van het DLR op het vlak van het toezicht het enig beschikbare bij gebrek aan een pan-Europese structuur voor budgettaire ondersteuning voor onsolvabele banken. In de plaats van gericht te zijn op een onbereikbare Europese doelstelling, stelt het DLR een realistisch plan voor gericht op een aanzienlijke verbetering van de Europese financiële architectuur.

Het rapport is gebaseerd op een evenwicht tussen centrale regelgeving en lokaal toezicht waarbij nationale wettelijke systemen worden in staat gesteld om zich aan te passen aan het Europees systeem zonder een dikwijls moeilijk institutioneel evenwicht te verstoren. Een passende en doeltreffende integratie van beslissingen op die twee niveau' s moet evenwel verzekerd zijn.

Met die overwegingen in het achterhoofd is het Comité van oordeel dat het DLR een goed uitgangspunt vormt voor een ernstige vooruitgang naar een nieuwe Europese financiële architectuur. De voorstellen zouden inderdaad innoverend zijn door een element van macroprudentieel toezicht in te voeren, dat tot nu toe ontbrak en waarvan het gebrek een van de belangrijkste verklaringen biedt van het falen van de preventie van de financiële crisis. De nieuwe Europese architectuur zou ook de integratie inhouden van de microprudentiële regulering, terwijl het microprudentieel toezicht het voorrecht zou blijven van de lidstaten. Uiteindelijk lijkt in de huidige context alleen de tenuitvoerbrengring van het DLR een realistisch vooruitzicht te bieden op het behoud van de primordiale doelstelling van de voltooiing van een interne Europese financiële markt, die thans het risico loopt te zwichten voor de tendensen tot nationale fragmentatie.

Hoewel de oprichting van de ERSR met zijn bijdrage tot het macroprudentieel toezicht dient verwelkomd te worden, zit de duivel in de details. Een doeltreffend macroprudentieel beleid zal immers vereisen dat grote hoeveelheden confidentiële gegevens worden overgemaakt aan en verwerkt door het secretariaat van de ESRC. Vroegere ervaring wijst erop dat men de tegenzin van de data-aanbieders om alle vereiste gegevens snel over te maken, niet moet onderschatten. Bovendien zouden de door de ESRC geformuleerde aanbevelingen aan de lidstaten eerder moeten opgesteld zijn in zeer concrete en praktische termen dan in algemene termen en met een bijzondere aandacht voor de tenuitvoerbrengring en de daadwerkelijke uitvoering ervan.

Inzake het microprudentieel toezicht mag men de potentiële coördinatieproblemen tussen de nieuwe toezichthouders niet onderschatten, in het bijzonder in het licht van de verschillen in culturele achtergrond van elke toezichthouder. Bovendien bestaat er een aanzienlijk verschil in toezichtbevoegdheden tussen de overheidsinstanties van de lidstaten. Dit zou een hinderpaal kunnen vormen voor de behoorlijke functionering van de microprudentiële pijler van de Europese financiële architectuur.

Op het vlak van de regulering kan, zoals reeds was benadrukt in ons tussentijds rapport, financiële stabiliteit niet bereikt worden zonder op een gepaste wijze de ongereguleerde nieuwe categorieën van entiteiten en financiële instrumenten (met een systemisch belang) aan te pakken die voor het ganse systeem belangrijk zijn. Als regel geldt dat

geen enkele financiële bedrijvigheid buiten de actieradius van de toezichthouder zou mogen staan.

Tenslotte stelt het DLR, en dit nog altijd bij wijze van algemene vaststelling, geen reële doorbraak voor op het vlak van de crisisbeheersing, maar maakt het eerder een opsomming van een aantal op te lossen hinderpalen en problemen. Gegeven het belang van dit probleem en de band ervan met het toezicht lijkt het noodzakelijk om voort te werken aan het boeken van verdere vooruitgang op dit vlak.

Op basis van die algemene bemerkingen vindt ons Comité het opportuun de volgende aanbevelingen te formuleren:

### ***2.2.1 Algemene boodschap***

Gelet op de belangrijke stappen voorwaarts in het DLR en die nu verder werden ontwikkeld in het voorstel van de Commissie, zou men het opzetten van een nieuwe Europese financiële architectuur verwelkomen.

Gelet op de vereiste tijd om alle details uit te werken en om de weerslag op het vertrouwen in financiële markten te verbeteren, zouden de aanbevelingen in het DLR en de toekomstige voorstellen van de Commissie vlug moeten worden behandeld om een consensus te verkrijgen en om zo spoedig mogelijk de tenuitvoerbrenging ervan mogelijk te maken. Dit is van bijzonder belang voor de ERSR, die spoedig zou worden opgericht om bij te dragen tot het vinden van een uitweg uit de huidige crisis.

### ***2.2.2 Macrofinancieel toezicht***

De oprichting van de Europese Raad voor systeemrisico's zou krachtig moeten worden gesteund als een essentiële bijdrage tot crisisvermijding en als een innoverend en onmisbaar middel om financiële stabiliteit te bevorderen in de eurozone en, ruimer nog, in de EU.

**Om de doeltreffende werking ervan te verzekeren:**

- zou de ERSR moeten beschikken over een groot aantal hoog gekwalificeerde en goed betaalde stafleden met een onafhankelijke status en die onder duidelijke voorwaarden inzake confidentialiteit zouden werken;
- de ERSR moet beschikken over volledige, tijdige en geactualiseerde informatie verschaft door de toezichthouders; die laatste zouden de inputs moeten leveren aan een centrale gegevensbank overeenkomstig duidelijke en formele procedures die gespecificeerd zijn in de regelgeving.
- ERSR stafleden zouden moeten deelnemen aan de vergaderingen van de toezichthouders van systeemrelevante financiële instellingen.
- de aanbevelingen van de ERSR zouden moeten opgesteld zijn in concrete en praktische termen. Met het oog op de vrijwaring van de stabiliteit van het financieel systeem, zouden die aanbevelingen een breed gamma van beleidsgebieden moeten bestrijken en mogelijk een stel beleidsopties kunnen formuleren aan de lidstaten.
- duidelijke procedures zijn vereist om een passende opvolging van de risicowaarschuwingen en doeltreffende herstelmaatregelen te verzekeren. Indien noodzakelijk zouden die elementen kunnen ondersteund worden door een afdoend wettelijk en regelgevend kader.

Met het oog op de doeltreffendheid vereist het macrofinancieel toezicht een duidelijke opdracht en een volledige informatietoegang, alsook gepaste instrumenten en de bevoegdheid om ze te gebruiken. Het DLR is expliciet over de opdracht maar zou moeten worden versterkt wat het informatieluik betreft, zoals hierboven erop gewezen. Een verdere versterking van de instrumenten is ook nodig, met inbegrip van de mogelijke toekenning aan de ECB van de bevoegdheid om bijkomende instrumenten te

kunnen inzetten om een bovenmatige kredietexpansie of zeepbellen van de activaprijzen te voorkomen.

### **2.2.3 Microfinancieel toezicht en regulering**

Opdat de nieuwe structuur van het microprudentieel toezicht doeltreffend zou werken:

- zou een passend wettelijk systeem moeten opgezet worden om te verzekeren dat de door de nieuwe overheidsinstanties goedgekeurde regels wettelijk bindend zouden zijn.
- zouden de aan de toezichthouders toegekende bevoegdheden in de verschillende lidstaten moeten geharmoniseerd worden. Bovendien zullen de centrale bankiers en toezichthouders in een aantal lidstaten veel nauwer moeten samenwerken dan thans.
- zouden de nieuwe overheidsinstanties deskundigheid en menselijk potentieel moeten aanbieden aan de nationale regulerende instanties, om de convergentie van de praktijken te bevorderen en om een onbehoorlijke verdubbeling van de kosten te vermijden.
- zou men moeten steunen op “machtigingswetten” om tijdig de perimeter van het toezicht te kunnen verbreden naar instellingen en instrumenten die relevant geacht worden voor de financiële stabiliteit.

#### **2.2.4 Crisisoplossing**

Er zouden meer inspanningen moeten geleverd worden om een crisisoplossing te vergemakkelijken:

- de EU zou meer gedetailleerde procedures moeten vastleggen die zouden moeten gevolgd worden om de formulering van regelingen voor een aanvaardbare verdeling van de lasten te vergemakkelijken eens een crisis is uitgebroken.
- interventiebevoegdheden van gastlanden zouden moeten gehandhaafd worden in de EU wetgeving en, indien noodzakelijk, versterkt.

Naast de aanbevelingen hierboven is het Comité van mening dat drie kwesties die niet rechtstreeks werden behandeld in het DLR bijzonder relevant zijn en verdere aandacht verdienen:

- beleggerinformatie en -bescherming;
- specialisatie van financiële instellingen
- beleidsinstrumenten van de ECB.

Het Comité hoopt, in het licht van de expliciete vraag van de Belgische regering in de vroege lente om een advies betreffende het DLR, dat die overwegingen en aanbevelingen, die door alle leden van het Comité gedeeld worden, de Belgische regering en zijn vertegenwoordigers in de verschillende EU fora zullen helpen om op een geïnformeerde en constructieve wijze hun positie te formuleren gedurende de komende debatten over het DLR en over de daarmee verband houdende voorstellen van de Commissie.



### **2.2.5 Een Europees depositoverzekeringssysteem**

In het besef dat het DLR vaag blijft over een Europees kader voor regelingen inzake lastendeling tussen lidstaten bij de crisisbeheersing (het DLR beveelt enkel aan dat er nog werk moet geleverd worden over die kwesties) en dat een doorbraak op dat vlak waarschijnlijk een werk van lange adem is, meent het Comité dat de oprichting van een Europees depositoverzekeringssysteem een eerste stap zou kunnen zijn. De financiële crisis heeft de kwetsbaarheid van kleine landen aangetoond. De confrontatie met belangrijke bankproblemen heeft de nationale regeringen noodzakelijkerwijs doen steunen op hun eigen instrumenten om de problemen op te lossen die uitstrekten tot buiten hun landsgrenzen.

Zoals enkele andere Europese lidstaten (e.g. het VK, Ierland en Duitsland) werd België hard getroffen door de crisis. De moeilijkheden traden in België op om tenminste drie redenen:

- In België zijn een belangrijk aantal internationale financiële instellingen gevestigd wegens hun hoofdzetelfunctie.
- De hoge Belgische spaarquote heeft natuurlijk beleggingen in buitenlandse, waaronder VSA, activa doen toenemen, waarvan vele hun waarde verloren hebben.
- Belgische banken richtten zich buiten de landsgrenzen voor hun groei. Bijgevolg groeiden de Belgische banken zeer sterk ten opzichte van het nationale bbp, wat een risico inhoudt in geval van moeilijkheden.

Bovendien heeft de hoge spaarquote van de Belgische huishoudens een toenemend aantal buitenlandse banken aangetrokken, dikwijls via filialen. De problemen met Kaupthing schijnen thans beheersbaar te zijn, maar het is mogelijk dat dit niet voor altijd het geval blijft.

De veiligheid verzekeren van bankdeposito's is vitaal voor het behoud van het vertrouwen in het banksysteem. Zonder een Europees depositoverzekeringssysteem is dit echter zeer moeilijk om te bereiken voor kleine en middelgrote staten zoals België, tenzij de financiële sector zich meer op het binnenland richt en zijn omvang verlaagt.

**België heeft veel te winnen door een Europese regeling, of toch tenminste een regeling geldend in de eurozone, te verdedigen.**

**De voordelen van een Europees depositoverzekeringssysteem voor een klein en open land met veel spaargeld zijn duidelijk. Het zou aanzienlijke risicodiversificatievoordelen verschaffen en het zou een belangrijke stap kunnen zetten naar verdere samenwerking in het toezicht op en de controle van de Europese banksector. Dus beveelt het Comité de Belgische regering aan dit op initiatief op EU niveau te steunen.**

**Een gevolg van de financiële crisis was de uitbreiding van de nationale depositoverzekeringssystemen in Europa, die convergeren naar een niveau van 100.000 €. Een echt Europees systeem zou kunnen voortbouwen op die convergentie, in combinatie met de bestaande voorgefinancierde systemen in sommige lidstaten.**

**Het Comité stelt de volgende hoofdprincipes voor een Europees depositoverzekeringssysteem voor:**

- **Het systeem zou moeten voorgefinancierd worden om een snelle beschikbaarheid te verzekeren van fondsen en aldus van uitbetalingen.**
- **Slechts van instellingen met een betekenisvolle grensoverschrijdende depositobasis zou de deelname vereist worden (en slechts die instellingen zouden dan natuurlijk overeenkomstige steun ontvangen van hun nationale systemen).**
- **Het systeem zou beheerd worden door een nieuw agentschap, de Europese Depositoverzekeringsvennootschap, die ook de fondsen zou beheren.**
- **Bijdragen tot het systeem zouden gedeeltelijk op het risico gebaseerd zijn.**

**Het Comité is van oordeel dat een periode van vijf tot tien jaar voldoende zou zijn om een Europees Fonds op te zetten dat in staat zou zijn om alle instellingen te dekken met uitzondering van de allergrootste.**

### 3 BELEIDSIMPLICATIES VAN DE FINANCIËLE CRISIS VOOR DE STRUCTUUR EN HET FUNCTIONEREN VAN HET BELGISCH TOEZICHTSYSTEEM: NAAR EEN DUIDELIJK VERSTERKT COÖPERATIEF MODEL

#### 3.1 HET BELGISCH FINANCIËEL LANDSCHAP IS VERANDERD

Het Belgisch banksysteem is sterk geconcentreerd. De vier grootste bankgroepen hebben bij benadering 80 % van alle deposito's, activa en leningen in België. De concentratiegraad is de laatste tien jaar licht gestegen zoals kan gezien worden in Tabel 3:

*Tabel 3: concentratie van de Belgische banksector*

		Grote banken	Andere lokale banken	Buitenlandse filialen	Totaal
		%	%	%	in mld. Euro's
<b>Balans</b>	1999	77,1	15,6	7,3	767
	2007	82,7	10,9	6,4	1 400
<b>Deposito's</b>	1999	74,4	21,6	4,0	390
	2007	77,4	16,6	6,0	660
<b>Leningen</b>	1999	77,3	19,4	3,3	490
	2007	82,1	14,1	3,8	763

Bron: Febelfin

Zoals de tabel aangeeft, hebben de "kleine" lokale banken voortdurend marktaandeel verloren — ongeveer 5 procentpunten of, in relatieve termen, een derde van hun marktaandeel van 1999. Thans bezitten die "lokale niet-systeemrelevante banken" ongeveer 17 % van de deposito's en 14 % van de leningen. Het blijft te zien of de huidige crisis die dalende trend zal omkeren. Lokale banken hebben een lening /deposito ratio gelijk aan één, terwijl de grote banken aanzienlijk meer leningen hebben

uitstaan (630 miljard euro in 2007) dan ze deposito's hebben ontvangen (510 miljard euro in 2007).

Het marktaandeel van de filialen van buitenlandse banken is ook toegenomen maar blijft marginaal rond 6 % van de deposito's en licht onder de 4 % van de leningen. Filialen van buitenlandse banken gebruikten aldus België als basis voor fondsenverwerving, maar het algemeen nettobedrag was gering (om en bij 11 miljard euro op basis van een depositobasis van rond 39 miljard euro en lokale leningen ten belope van slechts 28 miljard euro). Opnieuw blijft nog te zien of de huidige crisis die trend zal omkeren.

België lijkt geen uitschieter te zijn op het vlak van de concentratieratio, maar is de enige lidstaat waar alle systeemrelevante banken staatshulp moesten ontvangen gedurende de crisis.

Twee van de vier lokale reuzen, inclusief de grootste, zijn bezig een echte dochteronderneming te worden van buitenlandse bankengroepen. De situatie van de vierde is nog in evolutie. Dit betekent dat voor slechts één grote, internationaal actieve bank het redelijk zeker is dat de hoofdkwartieren van de bank in België zullen blijven.

Het is aldus duidelijk dat voor twee derde van het banksysteem — maar met de grote uitzondering van welbekende internationale instellingen die actief zijn in betalings- en verrekeningsnetwerken met het hoofdkwartier in België — de Belgische toezichthouders nu "gasten" zijn. Dit aandeel zal waarschijnlijk ook in de toekomst stijgen. Bijgevolg is de situatie in België beginnen te gelijken op die van de meeste nieuwe EU lidstaten, waarvan de banksystemen ook gedomineerd worden door buitenlandse banken.

## ***3.2 NAAR EEN DUIDELIJK VERSTERKT COÖPERATIEF MODEL***

### ***3.2.1 Voorafgaande overwegingen***

De voorafgaande analyse van de recente ontwikkelingen in de Belgische financiële sector wijzen op twee belangrijke gevolgen.

Ten eerste, zoals hogerop in dit rapport is uiteengezet, is de opzetting van een Europees toezichtstelsysteem volgens de krijtlijnen van het DLR cruciaal en de uitvoering van de informatierechten binnen dit systeem en de regelingen voor noodacties voor gastlandoverheden zijn meer dan ooit belangrijk.

Ten tweede, het Belgisch toezichtstelsysteem zal moeten aangepast worden om een behoorlijk macroprudentieel toezicht in te voeren, een element dat opvallend ontbreekt in het huidige systeem. Bovendien zal de werking van de Belgische microprudentiële toezichthouder, de CBFA, aanzienlijk moeten hervormd worden. Op het vlak van de macro-stabiliteit is de hoofddoelstelling een systeem op te zetten dat:

- de wettelijke bevoegdheid heeft om alle relevante informatie te bekomen die het nodig acht;
- de expertise heeft om een onafhankelijke analyse van de informatie te maken;
- duidelijke beslissingen kan nemen, de bevoegdheid heeft om ze ten uitvoer te brengen en ze kan opvolgen;
- zijn eigen werking kan aanpassen als antwoord op de externe opvolging van zijn prestaties.

De opdracht van het HLC bestaat erin voorstellen te doen aan de Belgische regering van hervormingen die de kans verkleinen dat België zal getroffen worden door een toekomstige financiële crisis die even ernstig zou zijn als die welke we nu meemaken. De kern van de vereiste hervormingsvoorstellen betreft de structuur en de werking van het Belgisch toezichtstelsysteem.

Men zou natuurlijk goed moeten beseffen dat geen enkele hervorming doorgevoerd in België de financiële sector volledig zou kunnen beschermen tegen een crisis die haar oorsprong vindt buiten de grenzen. Nochtans zou een ernstige inspanning dienen geleverd te worden om een situatie te vermijden waarin Belgische financiële instellingen erg kwetsbaar zouden zijn voor een schok vanuit het buitenland, of waarin Belgische

**financiële instellingen eigenlijk zouden bijdragen tot het verergeren van een globale crisis.**

**Zoals we hebben uiteengezet in ons tussentijds rapport, heeft de huidige crisis veelvuldige onderling verweven oorzaken en delen alle belangrijke actoren in de verantwoordelijkheid ervoor. Afgezien van de hierboven vermelde bovenmatige globale liquiditeit, was de meest duidelijke directe oorzaak van de crisis de geleidelijke vervaging, gevolgd door een virtueel verdwijnen van het risicobewustzijn van de marktdeelnemers, die tot uiting kwam in een naar nul naderende risicopremie. Dat leidde tot de veralgemeende verkeerde prijszetting van reële en financiële activa en evenzo tot een wijdverspreide bovenmatige hefboomwerking. Daarbij kwam nog een ruimschoots gedeeld geloof door de marktdeelnemers dat wanneer de toezichthouders bar weinig zouden proberen te doen ter voorkoming van de vorming van zeepbellen, zij de marktdeelnemers, rechtstreeks of onrechtstreeks zouden bijspringen, eens de zeepbellen zouden barsten.**

**In verband met de rol van de toezichthouders in de huidige financiële crisis is het fair te zeggen dat twee feiten duidelijk in het oog vallen, zowel in België als in de meeste andere ontwikkelde landen. Ten eerste, hoewel er waarschuwingen waren van de BIB en de ECB betreffende mogelijke gevaren, voorzagen geen toezichthouders (en, toegegeven, erg weinig individuele deskundigen) de gewelddadige kracht van de crisis, de astronomische cijfers ervan, of de snelheid van de besmetting, zowel geografisch als over de sectoren heen van de financiële sector. Ten tweede – en misschien belangrijker – terwijl een aantal discussies plaats had op Europees niveau over mogelijke beleidsreacties op een uitbrekende crisis, werden geen betekenisvolle beleidsmaatregelen genomen om het weerstandsvermogen tegen een crisis van onze financiële systemen te vergroten.**

**De in dit rapport geformuleerde voorstellen beogen daarom institutionele veranderingen die het vermogen van de toezichthouders verhogen om tekenen van opkomende gevaren van een systemische aard of dimensie te ontdekken, alsook hun vermogen om preventieve beleidsmaatregelen te treffen.**

In dit opzicht is de behoorlijke functionering van de “traditionele” microprudentiële regulering en toezicht cruciaal voor de vergroting van het weerstandsvermogen tegen de crisis van individuele financiële instellingen. Dit is echter niet voldoende: microprudentieel toezicht zou moeten aangevuld worden door een goed georganiseerd, vooruitziend macroprudentieel toezicht. Dit vraagt om een nauwe samenwerking tussen de instellingen die instaan voor de twee soorten toezicht. Aan de ene kant zouden de macroprudentiële toezichthouders alle relevante informatie tot hun beschikking moeten hebben die microprudentiële toezichthouders bezitten. Omgekeerd zouden macroprudentiële toezichthouders hun microprudentiële collega’s goed moeten informeren over hun eigen bevindingen.

De voorgestelde hervormingen zijn bedoeld om volledig compatibel te zijn met de door het DLR voorgestelde hervormingen van het toezicht op Europees niveau en tegelijkertijd zouden ze de Belgische overheden moeten in staat stellen de Europese Raad voor Systemrisico’s alle relevante informatie te verschaffen over de systeemrelevante belangrijke Belgische instellingen.

Hopen en verwachten we dat de voorstellen van het DLR (ten minste de meest essentiële elementen) daadwerkelijk zullen worden ten uitvoer gebracht, onze eigen voorstellen zouden de stabiliteit van het Belgisch financieel systeem verhogen zelfs wanneer de hervormingen op Europees niveau uitgesteld of verworpen zouden worden.

De invoering van een volledig uitgewerkt macroprudentieel toezicht in het Belgisch financieel toezichtstelsel stelt niet alleen het probleem van een heroriëntering van het Belgisch financieel toezicht maar ook het probleem van de ideale institutionele structuur van het toezichtstelsel. Om het institutioneel aspect juist te kunnen beoordelen is het nodig rekening te houden met vier onderling verweven betrokken functies: monetair beleid, microprudentieel beleid, macroprudentieel beleid en marktintegriteit en consumentenbescherming.

Onlangs werd de vraag gesteld bij verschillende gelegenheden, onder andere in het federale parlement, of het toezichtstelsel niet zou moeten worden georganiseerd op basis van het zogenaamde “geïntegreerd model” (dikwijls het “twin peaks” model genoemd) of op basis van een zogenaamd “coöperatief model”. In het geïntegreerd model zou de centrale bank bevoegd zijn voor het monetair beleid, het microprudentieel

toezicht en het macroprudentieel toezicht (het microprudentieel en het macroprudentieel toezicht zouden gevestigd zijn binnen dezelfde instelling, vandaar de naam van het model), terwijl een onafhankelijke instelling buiten de centrale bank zou instaan voor het toezicht op de marktintegriteit en de beleggersbescherming.

In het coöperatief model zou de centrale bank verantwoordelijk zijn voor het monetair beleid, terwijl het microprudentieel toezicht, de marktintegriteit en de beleggersbescherming de bevoegdheden zouden zijn van een instelling buiten de centrale bank; het macroprudentieel toezicht zou toevertrouwd worden aan de centrale bank of aan een onafhankelijke instelling die nauw aanleunt bij de centrale bank. In België is het toezichtstelsel duidelijk gebaseerd op een coöperatief model.

Het moet echter erkend worden dat het geïntegreerd model theoretisch aantrekkelijk is. Indien men zou kunnen starten van het begin af, zou als uitgangspunt waarschijnlijk volgende vragen gesteld worden: hoe een mandaat structureren en toewijzen voor het vrijwaren van de financiële stabiliteit als aanvulling op het mandaat inzake de monetaire stabiliteit? Welke specifieke bevoegdheden zouden aan de regulerende instelling voor de financiële stabiliteit moeten worden toegekend? En welke instelling zou het financieel regulerende orgaan moeten zijn?

Studies van het IMF wijzen erop dat een uitbreiding van de rol op het vlak van de financiële regulering de doeltreffendheid van centrale banken kan verhogen om verschillende redenen: omwille van hun uitgebreide rol zouden ze bijkomende stimulansen hebben om systeemrisico's te milderen; hun deskundigheid op het vlak van macrofinanciële analyse zou een aanzienlijke toegevoegde waarde bevatten voor de vormgeving en het gebruik van macroprudentiële instrumenten; ze zouden specifieke stimulansen hebben om informatie te verzamelen die nodig is voor de uitwerking van een beleid gericht op de vermindering van het systeemrisico.

Wanneer aan de centrale bank de expliciete bevoegdheid zou worden toegekend om het systeemrisico te milderen, zou het geïntegreerd model doeltreffender kunnen zijn dan één enkel geïntegreerd regulerend orgaan buiten de centrale bank. In het geïntegreerd model wordt de centrale bank, als het regulerend orgaan voor het systeemrisico, het prudentieel regulerend orgaan voor alle systeemrelevante financiële instellingen. Om het



aantal prudentiële regulerende organen te beperken en om coördinatieproblemen te vermijden, in het bijzonder in kleinere rechtsgebieden, schijnt de toezichtbevoegdheid van de toezichthouder op het systeemrisico te moeten worden uitgebreid naar alle depositoverwervende instellingen, verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen. Een aparte toezichthouder zou dan hoofdzakelijk functioneren als een regulerend orgaan voor de “gedragsregels ” voor de consumenten- en beleggersbescherming en als de overheidinstantie die instaat voor de behoorlijke werking van de markten voor effecten en afgeleide producten.

Het is daarom aantoonbaar dat indien het Belgisch financieel toezichtstelsel zou worden opgezet van het begin af, het microprudentieel toezicht waarschijnlijk niet zou worden toevertrouwd aan een onafhankelijke instelling buiten de centrale bank. In de context waarin de laatst vermelde situatie reeds bestaat, zou de omschakeling op het geïntegreerd model verschillende belangrijke nadelen bieden. Ten eerste, recente ervaring met de financiële crisis bevestigt niet de hypothese dat landen met een geïntegreerd model meer succesvol waren in het voorkomen van de crisis en de beheersing ervan dan landen die dat model niet toepasten. Een van de hoofdverklaringen voor de gelijkheid van de resultaten schijnt te zijn dat het probleem van compartimentering van de stromen en van de analyses van de informatie beide modellen beïnvloedt: het probleem is eenvoudigweg verschoven van één instelling naar een andere wanneer wordt overgeschakeld van het ene op het andere model. Met andere woorden, zelfs indien de centrale bank ook verantwoordelijk zou zijn voor het microprudentieel toezicht, zou het nog niet gewaarborgd zijn dat er geen “Chinese muren” zouden bestaan binnen de centrale bank zoals helaas de ervaring in bepaalde lidstaten onlangs heeft aangetoond.

Een tweede probleem bij de omschakeling op een geïntegreerd model is dat met een toenemende bedrijvigheid van banken in de effectenhandel, een deel van hun activiteiten (hoofdzakelijk kredietverlening) zou gecontroleerd worden door de centrale bank terwijl een ander deel (effectenhandel) zou gecontroleerd worden door de CBFA. Dit zou het microprudentieel toezicht eerder bemoeilijken.

Een ander probleem is dat in een geïntegreerd model de centrale bank meer dan waarschijnlijk zou geconfronteerd worden met belangenconflicten tussen zijn

bevoegdheid inzake het monetair beleid en die inzake financiële stabiliteit, al is het maar omdat het onvermijdelijk een rol zou vervullen bij het vrijwaren van de competitiviteit van de nationale banken ten opzichte van buitenlandse concurrenten.

Tenslotte, en meest belangrijk, in de Belgische politieke en sociale context zou een omschakeling op een geïntegreerd model ongetwijfeld lange en lastige debatten vereisen, met slechts een onzeker resultaat. Bovendien zou de omschakeling enorme organisatorische en operationele middelen vereisen en het zou de beslissingnemers afleiden van hun vereiste aandacht voor het oplossen van de huidige financiële crisis.

Bijgevolg kwam het Comité tot het besluit dat de eerste vereiste van elk model zou zijn dat aan macroprudentiële kwesties duidelijk voorrang wordt gegeven boven microprudentiële kwesties. A priori zouden beide toezichtsmodellen dit resultaat kunnen bieden. Aangezien het coöperatief model reeds bestaat in België en rekening gehouden met de hierboven geschetste argumenten, meent het Comité dat het in deze fase aan te raden is niet over te schakelen op een geïntegreerd model, op voorwaarde dat het macroprudentieel toezicht, dat duidelijk prioritair is ten opzichte van het microprudentieel toezicht, kan ingebouwd worden in het huidige systeem en dat de bevoegdheid inzake beleggersbescherming van de CBFA wordt aangepakt en versterkt en duidelijker doelgericht wordt. Dit betekent dat het huidige systeem duidelijk moet versterkt worden en dat de wettelijke en institutionele omkadering moet herzien worden.

Hoewel het Comité vindt dat een doeltreffend macroprudentieel toezicht kan ingebouwd worden in het huidige model, zal het succes van dat toezicht afhangen van de wijze van tenuitvoerbrenging. Men kan niet voor onmogelijk verklaren dat, als een gevolg van implementatieproblemen, het nieuwe systeem niet behoorlijk zou functioneren en dat, indien andere gepaste correctiemaatregelen niet zouden gevonden worden, een omschakeling op een geïntegreerd model de moeite waard zou worden. Om die reden stelt het Comité voor dat een groep van onafhankelijke experts (GOE) zou opgericht worden om op regelmatige tijdstippen de praktische werking van het toezichtstelsel te beoordelen. Deze groep zou een omschakeling op een geïntegreerd model op tafel kunnen leggen indien die zou oordelen dat het door het Comité voorgestelde systeem

niet naar behoren werkt en dat een omschakeling op een geïntegreerd model wenselijk is.

Deze onafhankelijke deskundigen zouden een diepgaande kennis van de financiële markten moeten bezitten en erg ervaren moeten zijn in kwesties in verband met regelgeving; zij zouden typisch academici moeten zijn met een sterke feeling voor praktische kwesties, of personen met hooggeplaatste posities die kort tevoren hun beroepsloopbaan hebben beëindigd in de private financiële sector, financiële toezichthouders of internationale financiële instellingen. Niet alle experten zouden Belgische staatsburgers moeten zijn. De GOE zou periodiek rapporteren en hun rapport zou openbaar gemaakt worden.

Uitgaande van de allereerste institutionele voorwaarde van de prioriteit van het macroprudentieel toezicht, vond het Comité dat de strategische aanpassingen aan het toezichtstelsel op drie dimensies zouden moeten aangebracht worden: het macroprudentieel toezicht, het microprudentieel toezicht alsmede de marktintegriteit en de consumentenbescherming. Aangezien het Comité van in het begin ervan overtuigd was dat een doeltreffend macroprudentieel systeem cruciaal zou zijn in het voorkomen van een crisis, bestudeerde het Comité ook de aanvullende kwestie van hoe het macroprudentieel toezicht zou kunnen werken in de praktijk.

### **3.2.2 Strategische aanpassingen aan het Belgisch toezichtstelsel**

#### ***3.2.2.1 Macroprudentieel systeem***

Aangezien één van de belangrijkste vernieuwingen van het de Larosière rapport bestaat uit de oprichting van een afzonderlijk macroprudentieel toezichtstelsel, is een groot deel van de aandacht van het Comité uitgegaan naar de mogelijkheid van het opzetten van een gelijkaardige structuur op het Belgische niveau. De wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten voorzorg onder andere in de oprichting van een Comité voor Financiële Stabiliteit (CFS), waarvan een van de voornaamste doelstellingen de analyse en de beoordeling van de stabiliteit van het Belgische financiële systeem was. Het CFS bestaat uit de gezamenlijke

**directiecomités van de Nationale Bank van België en van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen met een waarnemer als vertegenwoordiger van de Federale Overheidsdienst Financiën. Alhoewel het CFS een adviserende rol heeft, was de verwachting dat het resultaat van zijn beraadslagingen zou leiden tot praktische door de beide instellingen te nemen beslissingen.**

**Het moet toegegeven worden dat het CFS deze verwachting niet heeft kunnen waarmaken. Ten eerste was het, deels door de wettelijke begrenzing van zijn opdracht, niet voldoende gefocust op systeemrisico's en had het de neiging om financiële stabiliteit in nogal algemene termen te evalueren zonder het gedrag en de risico's van de afzonderlijke financiële instellingen in ogenschouw te nemen. Evenmin was er een alomvattende benadering van de risicoanalyse inzake het financiële systeem. Bovendien was de nogal ruime samenstelling van het comité niet bevorderlijk voor een diepgaande behandeling van onderwerpen met betrekking tot de financiële stabiliteit en dit terwijl de onduidelijkheid omtrent de wettelijke voorschriften inzake de vertrouwelijkheidsproblematiek bijdroeg tot een terughoudendheid om vertrouwelijke informatie over individuele (en in het bijzonder van beursgenoteerde) ondernemingen mee te delen. Het is daarom niet verwonderlijk dat het CFS er niet in slaagde om de nakende crisis te onderkennen en evenmin om de crisisbeheersing efficiënt te coördineren, toen de crisis eenmaal was uitgebroken.**

**Tijdens de crisis van september 2008 werd die laatste rol spoedig overgenomen door de zogenaamde “stuurgroep” die de federale regering had opgezet. Deze groep zou evenwel een beperkte opdracht in de tijd hebben, al was het maar omwille van het feit dat leden van deze groep in toenemende mate problemen ondervinden aangaande de verenigbaarheid met de rol en opdracht die ze uitoefenen in andere instellingen.**

**Het Comité is er van overtuigd dat het CFS grondig geheroriënteerd zal moeten worden. Om tot snellere beslissingen te komen zou meer bepaald efficiënter overleg nodig zijn, alsook minder terughoudendheid om vertrouwelijke informatie te delen en een samenstelling van het CFS die sterker gericht is op systeemrisico's en die dan ook nog sterk ingeperkt zou moeten worden, namelijk tot zes leden. Het nieuwe CFS, dat zou kunnen omgedoopt worden tot Comité voor Systeemrisico's of CSR, zou in dit scenario voorgezeten worden door de gouverneur van de Nationale Bank, die de doorslaggevende**

stem zou hebben. Van de vijf andere leden, die allen nauw betrokken zouden moeten zijn bij systeemproblemen, zouden er twee behoren tot het directiecomité van de Nationale Bank. Twee andere leden zouden de voorzitter van het directiecomité van de CBFA en een ander lid van het directiecomité van de CBFA kunnen zijn. Een vijfde lid zou dan een “buitenstaander” zijn die noch tot de CBFA noch tot de Nationale Bank behoort, die over een erkende ervaring en prestige beschikt en die ook niet gehinderd wordt door belangenconflicten; deze persoon zou niet noodzakelijk de Belgische nationaliteit hebben. Dit vijfde lid zou voor de “frisse blik” in het comité moeten zorgen en tegelijkertijd de “gesel” ervan moeten zijn door ervoor te zorgen dat de leden die uit de CBFA en de Nationale Bank komen niet in een toestand van een knusse verstandhouding afglijden en door het Comité voor te houden dat het zijn eigen beslissingen moet opvolgen. Aangezien bij systeemproblemen de overheidsmiddelen in het gedrang komen, zou het raadzaam zijn dat een vertegenwoordiger van de Federale Overheidsdienst Financiën de zittingen van het CSR als waarnemer bijwoont.

De taakomschrijving van het CSR zou moeten gericht zijn op voorkomen van crises. Om deze opdracht toe te passen, zou de activiteit van het CSR uitsluitend moeten bestaan uit het macroprudentieel toezicht op het financieel systeem, wat dus van de weeromstuit inhoudt dat het geen rol te vervullen heeft in microprudentiel beleid of praktijk.

Het CSR zou operationeel onafhankelijk zijn, maar door de aard van zijn mandaat zou het intense banden met de Nationale Bank moeten hebben. Dit kan verantwoord worden door het feit dat de NBB altijd de eerste verdedigingslinie zal zijn op het moment dat er tekenen van systeemrisico's opduiken. Daarom is de mogelijkheid niet uit te sluiten dat het CSR een onderdeel van de NBB zou kunnen zijn, zolang het CSR maar operationeel onafhankelijk blijft. Het is essentieel dat de informatie die door het secretariaat van het CSR wordt verzameld, vlot doorstroomt via de Nationale Bank, dat er dan gepast gebruik kan van maken in zijn communicatie met de Europese Raad voor Systeemrisico's of – als er een dringende nood is aan onmiddellijke liquiditeitsondersteuning voor een van de grote Belgische instellingen – met de ECB. Terzelfder tijd zou het CSR-secretariaat in verbinding moeten staan met het ERSR-secretariaat.

**Zoals verondersteld werd in de vorige paragraaf, zal het CSR over een secretariaat moeten beschikken met hoogopgeleid personeel dat als voornaamste eigenschap een grondig inzicht in de werking van financiële markten en instellingen heeft. In dit verband is het ten stelligste aan te raden om personen aan te trekken die over een ruime ervaring in de private financiële sector beschikken. Deze mensen zouden bovenal de markt goed moeten aanvoelen en over een uitstekend vermogen moeten beschikken om de weerslag van veranderingen in de financiële markt op individuele financiële instellingen en op de financiële stabiliteit in zijn geheel te kunnen analyseren en beoordelen.**

**Het is de mening van het Comité dat het CSR zou moeten beschikken over zijn eigen afzonderlijk secretariaat en informatiestromen, omdat dit in de gegeven omstandigheden de sterkste waarborg vormt opdat de macroprudentiële toezichtopdracht op een onafhankelijke en autonome leest zou geschoeid zijn, terwijl het na verloop van tijd de noodzakelijke uitstraling zou verwerven om te verzekeren dat zijn stem gehoord zou worden binnen en buiten de centrale bank.**

**Aangezien de activiteit van het CSR-secretariaat moet gericht zijn op het systeemrisico, moet het van bij de aanvang duidelijk zijn dat het CSR zijn middelen niet mag verspillen door de meer dan tweehonderd financiële instellingen die in België actief zijn te willen controleren. Het CSR zou zich integendeel moeten concentreren op de instellingen die door hun omvang of door hun activiteit kunnen beschouwd worden als systeemrelevant. Een belangrijke bijkomende reden om zich te concentreren op systeemrelevante instellingen is dat deze instellingen door hun brede waaier van activiteiten een kostbare bron van informatie zijn voor wat er gaande is op de markt in haar geheel. Op dit ogenblik zou dit neerkomen op vijf banken (met inbegrip van Euroclear Bank), één verzekeringsmaatschappij en één financiële dienstverlener. Systeemrelevantie is echter niet noodzakelijk een vastliggend begrip, het zou dus best kunnen dat het secretariaat door zijn aanvoelen van de markt zal onderkennen dat nieuwe systeemrelevante ondernemingen of activiteiten opduiken.**

**Het CSR-secretariaat zou het recht hebben om van de individuele financiële instellingen zonder omwegen, maar onder de voorwaarde van strikte vertrouwelijkheid, al de gedetailleerde informatie te verkrijgen die het beschouwt als systeemrelevant. Deze**

informatie zou dan samen met een begeleidende analyse door het secretariaat overgemaakt worden aan het CSR. In deze context zou de ontwikkeling van een schaal voor systeemrisico's overwogen moeten worden. Het secretariaat zou bevoegd zijn om financiële instellingen rechtstreeks te contacteren om de informatie die het nodig acht op te vragen. Het is essentieel dat het verzamelen van informatie door het secretariaat zich niet beperkt tot het verwerken van gegevensstromen, maar dat de leden ervan ook regelmatig bezoeken afleggen bij en diepgaande gesprekken hebben met de bevoegde vertegenwoordigers van al de banken en financiële instellingen die geacht worden systeemrelevant te zijn op Belgisch en/of Europees niveau. Het zou eveneens van wezensbelang zijn voor de leden van het secretariaat om als waarnemers aanwezig te zijn bij ontmoetingen tussen de microprudentiële toezichthouders en de directie van de gecontroleerde instellingen telkens als zij dit nodig achten.

Het doel van deze nieuwe werkmethodes zou er in feite in bestaan om een uitstekende, haast ononderbroken vinger aan de pols te hebben bij de activiteiten en de ontwikkelingen op de financiële markten en bij de voornaamste financiële instellingen. Met dit in het achterhoofd zouden deze mensen bijvoorbeeld een paar jaar geleden kunnen onderkend hebben dat de afkalving van de bruto-intermediatiemarge van de banken op hun traditionele leningactiviteiten een sterke drijfveer werd om hen in de richting te duwen van de gestructureerde producten met een hoger rendement die het middelpunt van huidige crisis werden. Deze ontwikkeling was volledig logisch vanuit een microprudentieel standpunt en zou, zoals ook gebeurde, door de toezichthouders niet al te zeer met gefronste wenkbrauwen onthaald zijn. Enkel een alomvattende aanpak op macroprudentieel niveau kon opgemerkt hebben dat een aantal sterke, onverkwikkelijke krachten aan het werk waren.

Het CSR zou gemachtigd zijn om aanbevelingen te doen om macroprudentiële risico's te vermijden, te beperken of te verhelpen. Deze aanbevelingen zouden overgemaakt worden aan de NBB, de CBFA en de federale regering. Ze zouden de vorm kunnen aannemen van algemene microprudentiële richtlijnen, zoals de invoering van kapitaalbuffers of voorzieningenvereisten. In feite zal het CSR met betrekking tot die macroprudentiële aanbevelingen weldra geconfronteerd worden met twee dringende problemen. het eerste probleem is het formuleren van een maximale hefboomratio voor financiële instellingen, een materie die omwille van de onderlinge concurrentiepositie op

EU-niveau zal moeten gebracht worden. Het tweede probleem is de vraag of het al dan niet passend is om grenzen aan de omvang van financiële instellingen of tenminste aan een aantal van hun activiteiten op te leggen in afwachting van een Europese regeling voor een lastenverdeling bij redden van banken. Deze grenzen zouden bepaald worden door de mogelijkheden van de nationale overheid om tot een redding over te gaan indien er opnieuw een crisis zou uitbreken. De indruk die in feite al enige tijd sinds het begin van de crisis is ontstaan, is dat het spreekwoordelijke “te groot om failliet te gaan” dreigt om te slaan in “te groot om te redden”.

De aanbevelingen van het CSR zouden ook slaan op het gedrag van individuele instellingen, markten of instrumenten die geacht worden onaanvaardbare risico's voor de financiële stabiliteit voort te brengen. Meer in het algemeen zouden alle factoren die rechtstreeks betrekking hebben op banken en financiële instellingen én die gevolgen hebben voor het systeem tot de bevoegdheid van het CSR moeten behoren, zoals bepaalde aspecten van het belastingsysteem of van de wetgeving inzake consumentenbescherming als specifieke bepalingen – of het gebrek daaraan – aanzienlijke systeemrisico's met zich mee zouden brengen.

### *3.2.2.2 Microprudentieel beleidskader*

Aangezien de CBFA op de één of andere manier op meer dan 200 financiële instellingen moet toezicht zien te houden, is de werkdruk zo zwaar dat het gevaar bestaat dat de controle en verificaties beperkt zouden worden tot het invullen van een aankruislijst. Bij gevolg moet het toezicht meer toegespitst worden op de basistaken en op risico's van bijzonder belang. Meer in het bijzonder gelooft het Comité dat de dagelijkse werking van de CBFA zou kunnen verbeterd worden op de volgende vlakken<sup>2</sup>:

- er zou een beter, d.i. een doorzichtiger en meer competitief, systeem van benoemingen in het directiecomité moeten komen, zodat de vereiste technische deskundigheid gewaarborgd wordt; het is aan te raden om de leden van het directiecomité voor één, niet-hernieuwbare termijn van acht jaar te benoemen;

---

<sup>2</sup> Behalve deze algemene opmerking wordt onder de volgende hoofding een specifiek onderwerp – consumentenbescherming – bestudeerd.



- de bevoegdheden van de raad van toezicht zouden versterkt moeten worden en de samenstelling ervan zou de nood aan technische deskundigheid bij de financiële toezichthouders beter in de verf moeten zetten;
- het statuut van het CBFA-personeel zou moeten aangepast worden om, zo wettelijk mogelijk, een grotere mobiliteit van het personeel te bevorderen binnen de organisatie, tussen NBB en CBFA én tussen deze instellingen en de private sector;
- het huidige kader neemt, gelet op zijn opleiding, overwegend een juridische houding aan, wat er soms toe leidt dat het niet voldoende vertrouwd is met nieuwe producten en risico's; er zou voldoende personeel moeten tewerkgesteld worden dat de vinger aan de pols heeft bij de financiële markten; in tegenstelling tot vandaag zou het personeel niet meer voor een levenslange tewerkstelling worden aangetrokken en het zou zich moeten kunnen bijscholen in de financiële sector; ze zouden een meer internationaal profiel moeten hebben en bij voorkeur tevoren tewerkgesteld zijn geweest bij een van de grotere internationale instellingen, internationale auditfirma's of ratingbureaus.

Men zou zich ook kunnen afvragen of de raad van toezicht niet kan verlost worden van de vele dossiers die eigenlijk routinewerk bevatten of van geringer belang zijn en die door een overdracht van bevoegdheden zouden kunnen toevertrouwd worden aan zogenaamde kamers binnen de CBFA. Dit zou het management toelaten om zich meer te richten op dossiers die van groter belang zijn voor het financiële systeem.

### *3.2.2.3 Het kader voor marktintegriteit en consumentenbescherming*

Naast het microprudentieel toezicht heeft de CBFA ook nog een belangrijke rol te spelen op het gebied van marktintegriteit en consumentenbescherming. Op dit vlak is het Comité de mening toegedaan dat er nog veel ruimte is voor de CBFA om haar rol op het vlak van consumentenbescherming te versterken. De huidige tekortkomingen op dit vlak zijn het gevolg van twee factoren.

Ten eerste is er geen wettelijke onderbouw voor de rol van de CBFA inzake consumentenbescherming, wat eigenaardig te noemen is. De financiële crisis heeft aangetoond dat de juridische dimensie van consumentenbescherming uitzonderlijk belangrijk is. Het Comité spoort de regering dan ook aan om een stevig onderbouwde wettelijke basis te voorzien voor de rol van de CBFA inzake consumentenbescherming.

Een tweede verklaring voor het tekortschieten op het vlak van consumentenbescherming ligt in de dubbele rol van de CBFA (d.i. microprudentieel toezicht enerzijds en marktintegriteit en consumentenbescherming anderzijds) die aanleiding kan geven tot belangenconflicten binnen de organisatie zelf. Een typisch voorbeeld zou erin kunnen bestaan dat verontrustend nieuws over een bank van direct belang is voor de consumentenbescherming en voor de marktintegriteit, maar dat het openbaar maken van dergelijke informatie (of actie op basis van die informatie) de bank nog meer zou kunnen verzwakken.

De huidige structuur van de CBFA maakt het niet mogelijk om deze belangenconflicten in kaart te brengen of om de pertinente problemen aan het topmanagement door te geven. Het Comité is van mening dat wanneer er een botsing van belangen in het spel is tussen microprudentieel toezicht enerzijds en consumentenbescherming anderzijds, de organisatievorm van de CBFA er aanleiding toe geeft om de eindbeslissing te doen afbuigen ten gunste van het eerste. Bijgevolg meent het Comité dat de CBFA in die zin zou moeten hervormd worden dat er een echt evenwichtige behandeling (level playing field) ontstaat tussen de bekommernissen inzake microprudentieel toezicht en consumentenbescherming. Dit zou moeten leiden tot een betere omschrijving van belangenconflicten en tot een duidelijker kennisgeving van mogelijke problemen naar het management toe zodat die de noodzakelijke afweging kan maken.

### **3.2.3 Het Comité voor Systemrisico's: werkingsmodaliteiten**

Het zou volstrekt duidelijk moeten zijn dat het CSR, in tegenstelling tot het huidige CFS, geen papieren tijger zou mogen zijn, maar een tijger die kan bijten. Zoals hiervoor beschreven, zal het CSR werkelijk beschikken over:

- de bevoegdheid om vertrouwelijke informatie te verzamelen
- de bevoegdheid om beslissingen te nemen
- de bevoegdheid om de twee andere pijlers van het toezichtstelsel, namelijk de NBB en de CBFA, tot actie aan te zetten

De volgende alinea's gaan uitvoeriger in op deze bevoegdheden. Eens het beginsel van het Comité voor Systeemrisico's aanvaard was, heeft het Comité bestudeerd hoe het CSR in de praktijk zou moeten of zou kunnen werken. Alhoewel het Comité natuurlijk vermeed om zich te wagen aan al de praktische details van de dagelijkse werking van het CSR, is het er zich terdege van bewust dat de operationele details in hoge mate zullen bepalen of het CSR al dan niet succesvol is.

### *3.2.3.1 Wettelijke bevoegdheden van het CSR*

#### *❖ Opdracht*

Zoals hierboven al werd beargumenteerd, wordt de taakomschrijving van het CSR samengevat in één woord: crisispreventie. Bijgevolg zou zijn wettelijke opdracht die taakomschrijving moeten weerspiegelen. De missie zal moeten vertaald worden in een wettelijke lijst met opdrachten die het CSR moet uitvoeren. Ook al beseft het Comité dat het zijn opdracht zou te buiten gaan door een gedetailleerde lijst vast te leggen, toch is duidelijk dat de lijst zou moeten voortvloeien uit de grondbeginselen van het CSR zoals die hierboven geschetst zijn. Met andere woorden: de wettelijke opdracht zou moeten gebaseerd zijn op drie fundamentele bevoegdheden:

- de bevoegdheid om (vaak vertrouwelijke) informatie te verzamelen, te verwerken en te analyseren. Dit zou hier bijvoorbeeld kunnen inhouden:
- beoordeling van het incasservermogen van de financiële ondernemingen waarvan de financiële moeilijkheden aanleiding kunnen geven tot ontsporingen in het Belgische of Europese financiële systeem of de economie in het algemeen;

- onderzoeken en analyseren van ontwikkelingen, binnen of buiten België, die een belangrijke weerslag op de financiële stabiliteit in België en Europa kunnen hebben;
- ontleding van voorstellen van regelgeving die vermoedelijk een weerslag hebben op de financiële stabiliteit of die mogelijk van invloed zijn op het systeemrisico;
- bezorgen van informatie aan, ontleding en opvolging van aanbevelingen van de Europese Raad voor Systeemrisico's;
- coördinatie inzake voorbereiding en beheersing van een crisis;
- de bevoegdheid om op basis van deze analyses beslissingen te nemen met betrekking tot de nodige beleidsmaatregelen
- de bevoegdheid om op basis van beslissingen de twee andere pijlers van het toezichtstelsel, namelijk de NBB en de CBFA, op te dragen om tot actie over te gaan en om in andere gevallen tot het ondernemen van actie te adviseren

Het dient ook opgemerkt te worden dat, aangezien het CSR gemachtigd is om systeemrisico's te voorkomen en te beheersen, het CSR zelf de uiteindelijke rechter is om te beoordelen wat verstaan wordt onder "systeemrisico".

#### *❖ Rechtspositie*

Zoals eerder is opgemerkt, zou het CSR operationeel onafhankelijk moeten zijn, maar toch nauwe banden met de Nationale Bank moeten hebben. De overweging van de bevoegdheden van het CSR (zie hieronder) doet de vraag rijzen of het al dan niet rechtspersoonlijkheid zou moeten hebben. Een antwoord op deze vraag vereist nog verder onderzoek.

### *❖ Besluitvormingsproces*

Voor wat betreft het besluitvormingsproces zou het CSR geen instantie mogen zijn waar beslissingen bij consensus moeten genomen worden. Dat zou immers een te groot risico inhouden dat beslissingen gebaseerd zouden zijn op het kleinste gemene veelvoud van de standpunten die ingenomen worden binnen het Comité of dat één lid de rest van het Comité “gijzelt”. Vandaar dat een stemming zou moeten nagestreefd worden met een doorslaggevende stem voor de voorzitter.

### *❖ Besluiten*

Eerder werd in dit rapport verklaard dat het CSR zou optreden via “aanbevelingen” waarbij het juridisch statuut van dit begrip met opzet vaag werd gelaten en bijgevolg enigszins misleidend was. Het is dan ook gepast dat er een meer nauwkeurige omschrijving van het juridisch statuut van de beslissingen van het CSR wordt gegeven.

Opdat het CSR doelgericht zou kunnen werken, moeten het met zijn overwegingen echt kunnen “bijten” en moeten zijn acties tegelijkertijd pragmatisch en flexibel zijn. Deze overwegingen zouden moeten tot uiting komen in de juridische weerslag van beslissingen van het CSR. In dit opzicht zal het wenselijk en in feite onvermijdelijk zijn dat een zekere “schaal” inzake juridisch statuut van beslissingen wordt voorzien. De vorm van deze schaal zal tegelijkertijd afhangen van het soort resultaat dat het CSR wil bereiken en van het soort economische actoren waarop de beslissingen betrekking hebben.

In een aantal gevallen zullen de beslissingen van het CSR de vorm van aanbevelingen in de enge zin van het woord moeten aannemen, wat inhoudt dat ze niet-bindend zijn. Dit zal onvermijdelijk het geval zijn als aanbevelingen gericht zijn aan overheden waarover het CSR geen zeggingskracht heeft, zoals de Belgisch federale regering, de regionale regeringen, de Europese Commissie en de ERSR. In dit geval zal het CSR voor zijn aanbevelingen enkel zijn toevlucht kunnen nemen tot morele

**overredingskracht; niettemin kan men verwachten dat de betrokken overheden zich verplicht zullen zien om de aanbevelingen ernstig te nemen.**

**Als het entiteiten die binnen het actieterrein van het CSR vallen (d.i. de NBB, de CBFA en de instellingen die onder hun toezicht staan) aanspreekt, kan het CSR aanbevelingen in enge zin uitvaardigen in gevallen dat het aanvoelt dat het acties moet uitlokken zonder hardhandig te willen zijn. In dit geval zouden de aanbevelingen moeten verstrekt worden op basis van het “pas toe of leg uit”-principe.**

**In andere gevallen zal het CSR evenwel beslissingen van dwingende aard moeten nemen. Men zou deze beslissingen “richtlijnen” kunnen noemen, aangezien ze niet door het CSR worden opgelegd aan financiële instellingen. Deze richtlijnen zouden eerder gericht zijn aan de CBFA en/of de NBB. Ze zouden wettelijk bindend zijn voor beide instellingen, maar ze zouden door deze instellingen opgelegd worden door gebruik te maken van de waaier van wettelijke bevoegdheden die ze te hunner beschikking hebben. Afhankelijk van het feit of ze bedoeld zijn voor een groep instellingen of voor welbepaalde individuele instellingen zou het CSR algemene of bijzondere richtlijnen uitvaardigen.**

**In het geval dat de uitvoerende instelling niet tot actie overgaat, zou het CSR bevoegd moeten zijn om een regeling met directe rechtskracht op te leggen.**

**Het toekennen van de hierboven beschreven wettelijke bevoegdheden aan het CSR maakt een reeks van wijzigingen aan bestaande wetgeving noodzakelijk. In het bijzonder zou een nieuwe omschrijving van de rol en positie van het bestaande CFS noodzakelijk zijn, evenals het invoegen in de bankwet en in de organieke wet op de NBB van bepalingen die maatregelen toelaten ten opzichte van “systemische ondernemingen”.**

### ❖ *Procedure voor opvolging van de werkzaamheden*

Ten slotte zou er een goed uitgewerkte procedure voor de opvolging van de activiteiten moeten zijn. Dit zou kunnen gestimuleerd worden door de vereiste dat het CSR een kwartaalverslag voorlegt aan de minister van Financiën en dat de voorzitter van het CSR een jaarverslag voorstelt aan de ministerraad. In dit opzicht zou de aanwezigheid van een extern lid van het CSR met een bijzondere taakomschrijving nuttig kunnen zijn.

#### *3.2.3.2 Werkafspraken tussen CSR, CBFA en NBB*

Aangezien het secretariaat van het CSR onafhankelijk zou optreden, maar onder de auspiciën van de NBB zou werken, zou het wenselijk zijn dat er een protocol tussen deze twee entiteiten wordt vastgelegd voor wat betreft hun respectieve verantwoordelijkheden, bevoegdheden, externe vertegenwoordiging, personeel en logistiek. Er zou ook een protocol tussen het secretariaat en het CBFA kunnen ondertekend worden om onder andere dubbele rapportering door de gecontroleerde banken en financiële instellingen te vermijden.

Het dient benadrukt te worden dat, alhoewel de oprichting van het CSR-secretariaat zal aanleiding geven tot meerdere aanwervingen “van buitenaf”, de meerderheid van het personeel van het secretariaat zal moeten geleverd worden door een overheveling van personeel dat momenteel nog werkt bij de NBB en de CBFA. In dit opzicht zal het cruciaal zijn dat de verschillen inzake personeelsstatuut bij deze twee instellingen geen hinderpaal vormen om de “knapste koppen” aan te trekken.

-----





**Bijlage 1: Tussentijds Rapport**





**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, ontbinden 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 her op 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.*

---

1 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 falings 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 markspelers (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 luchtballen 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 luchtballen 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>

**Wettelijk depot D/2009/1418/23**