

# Systemrisico in de financiële sector

“There must be some kind of way out of here,  
said the joker to the thief”

All along the watchtower, Bob Dylan, 1967/Jimi Hendrix 1968

# Overzicht presentatie (1):

## Kader proefschrift ( ‘Governing systemic risk’ )

- **(Noordatlantische) Systemecrisis:**  
De schok van Lehman Brothers, Fortis, ABN Amro (sept.-okt. 2008)
- **Het ‘veld’ :**  
Financiële sector: wat is het, en hoe ver strekt toezicht?  
Toezichthouders: ‘Twin Peaks’ in NL (DNB en AFM), nu ook in VK
- **Het veld onder spanning:**  
Financieringstechnieken (uitholling norm): securitisatie  
Belangenconflicten  
Complexe structuur ondernemingen, markten en producten  
(Supra)nationale regels *versus* internationaal opererende sector

# Overzicht presentatie (2):

## **Focus proefschrift:**

### **Systeemrisico ( ‘the new kid on the block’ ):**

Wat is het, waar schuilt het, en wie gaat erop letten?

### **‘Stelselbreed’ toezicht:**

Wat houdt het in (soorten beleid & regelgeving)?

Hoe werkt het ( ‘the nitty gritty’ ):

1. Welke ruimte voor ‘principegebaseerd toezicht’ (wettelijk genormeerde zelfregulering door instellingen en branches), en waarom?
2. Waar armslag voor toezichthouders (discretionaire bevoegdheden), en waarom?

# Systemecrisis: de schok ...

## Lehman Brothers Holdings Inc.

- Liquiditeitscrisis, geen private sector oplossing (à la LTCM, 1998)
- VS overheid weigert steun (wél in maart 2008 voor Bear Stearns, en op 8 september voor hypotheekgiganten Freddie Mac & Fannie Mae)
- Solvabiliteitscrisis, faillissement **15 september 2008**; meteen massale overheidssteun in VS, o.a. voor verzekeraar AIG, maar ook GM

## Fortis, ABN AMRO

- Nationalisering van de Nederlandse activiteiten van Fortis Bank Nederland, Fortis Verzekeringen, en het Fortis deel van ABN AMRO op **3 oktober 2008**

(de twee andere eigenaren waren Royal Bank of Scotland (RBS), in juni 2011 nog voor 83% VK staatseigendom, en Banco Santander, Spanje, geen overheidssteun)

# ...treft dit keer de Noordatlantische zone

- En niet Latijns Amerika (vroeg jaren 1980), Azië (1997), Rusland (1998), of Argentinië (2001)
- En blijft qua effect niet relatief beperkt, zoals de ‘internet bubble’ van 2001

Overigens spatte met de IT-bel ook Legio-Lease constructies uitelkaar, maar dit leverde op zich nog geen ‘systeemcrisis’ op: het ‘ontdekte’ verborgen risico

# Direct na de schok :

**‘what proved an unsustainable rush of enthusiasm for reform’**

(Philip Rawlings, ‘All Change’ , *Banking & Financial Services Policy Report*, April 2011)

# Het veld (onderzoeksterrein)

Financiële sector én toezicht(houders): wederkerige relatie  
Markt wordt gedefinieerd door sector én overheid, in  
proces van onderlinge beïnvloeding (met al dan niet  
bedoelde effecten)

**Voorbeeld: ‘subprime’ hypotheekmarkt in VS**, resultante van o.a.:

- 1) monetair beleid (lage rente) Federal Reserve;
- 2) sector op zoek naar rendement & *loopholes* in regels;
- 3) stimuleren huizenbezit door wetgever: ‘Government Sponsored Enterprises’ Freddie Mac (1970 privaat, beursgenoteerd), Fannie Mae (1938; privaat & beursgenoteerd sinds 1968), Ginnie Mae (1968 publiek)
- 4) toezichthouder telt AAA ‘tranche’ van ‘gesecuritiseerde’ (cf. *infra*, 20) hypotheeklen met voor de wettelijk vereiste kapitaalbuffer.

# Het veld(I): financiële sector

## Opsomming in Wet op het financieel toezicht (Wft):

- **Geen compleet beeld: alleen *gereguleerde* sector, incl. uitzonderingen (witte vlekken)**

### *‘Schaduw bankieren’ (donkere vlekken):*

- *Hedge funds: zelfstandig, of onderdeel van zakenbanken (Bear Stearns)*
- *Private equity: ‘opkoopfondsen’*
- *Buitenbeurs: bilaterale derivatenmarkt (‘over the counter’, OTC)*

### *Binnenkort: ‘Government Sponsored Enterprises’??*

- *publiek/private, rendementgestuurde fondsen = ‘durfkapitaal’ ter vervanging van subsidies, en ter aanvulling van bancaire kredieten, aan MKB en onderwijs.*

*(<http://lysiassgroup.com/files/download/136/Lysias%20Trendrapport%20Economie%20%20Innovatie%20januari%202011.pdf>)*



# Het veld (I): gereguleerde sector

## Financiële instellingen

- Betaaldienstverleners (rekening courant, automatisch incasso, betaalkaarten)
- Kredietinstellingen (banken)
- Clearinginstellingen (schakel in afwikkeling transacties financiële instrumenten)
- Verzekeraars
- Beleggingsinstellingen

## Financiële diensten

- Financiële diensten met betrekking tot krediet en verzekeringen
- Verlenen van beleggingsdiensten
- Verrichten van beleggingsactiviteiten

## Financiële producten

- Deposito's (spaargelden)
- Krediet
- Verzekeringen
- Financiële instrumenten (effecten, derivatencontracten: voor zover als...)

# Het veld (I): witte vlek

## IceSave kent iedereen nu

- Bijkantoor moest **spaargeld ophalen** voor moeder Landsbanki (vanaf mei 2008 in Nederland, in het VK vanaf oktober 2006).
- 13 oktober 2008: vergunning Landsbanki ingetrokken; noodregeling voor IceSave in NL (art. 3:202 Wft; Rb A' dam, JOR 2008/343).

## ....maar Lehman Treasury Co. BV?

- Lehman Brothers (klein)dochter, om belastingtechnische redenen in 1995 gevestigd in Nederland. Groepsfinancieringsmaatschappij, met als taak **geld op te halen** voor (groot)moeder via de uitgifte van 'structured notes'.
- Uitgezonderd van prudentieel toezicht door DNB (art. 3:2 jo 2:11, lid 3, Wft).
- Failliet met ingang van 8 oktober 2008.

Meer info: <http://www.houthoff.com/index.php?id=235&t=1&l=1>

# Het veld (II): toezichthouders

**Een permanente bouwput, vooral**  
in de laatste 15 jaar: pogingen consolidatie  
en complexer structuren in financiële  
sector te ‘matchen’ met (ver)nieuw(d)e  
toezichtgebouwen

Masciandaro, Quintyn, ‘Regulating the Regulators’, CEPR, 2009  
<http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1724/papers/masciandarofinal.pdf>

# Het veld (II): toezichthouders (2)

## Typen toezichtstructuur:

- **Verticaal**, of sectoraal ( ‘zuilen’ ): banken, effecten, verzekeringen, pensioenen
- **Horizontaal**, (bv. Twin Peaks; Taylor, 1995) onderscheid naar **doel regulering**: gedrag, solvabiliteit
- **Geïntegreerd** (+ Centrale bank monetair beleid)
- **Functioneel**: gericht op functies binnen bank- en effectenwezen (bv. hypotheekmarkt)

# Het veld (II): toezichthouders (3)

## Nederland (sinds 2004): 'Twin Peaks' + mededinging

DNB :

- zorg voor financiële stabiliteit (art. 3, tweede lid, Bankwet) en
- microprudentieel toezicht (liquiditeit, solvabiliteit) als zbo (art. 1:124 Wft);
- monetair beleid als onderdeel van Europees stelsel van centrale banken (ESCB)

AFM :

gedragstoezicht (art. 1:125 Wft): transparantie financiële markten, zorgvuldige behandeling cliënt

NMa:

mededinging (bv. prijsafspraken hypotheek)

# Het veld (II): toezichthouders (4)

## Geïntegreerde toezichthouder *buiten* centrale bank:

Verenigd Koninkrijk (1997-2012): Financial Services Authority (FSA), samenvoeging van negen toezichthouders, waaronder SROs (*self regulatory organisations*), voor het bank-, het effecten- en het verzekeringswezen. **In ontbinding** ten bate van Bank of England.

- Duitsland (2002): de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), aangevochten (CDU/CSU), maar niet onmiddellijk **op de helling** tot nu toe (juni 2011).
- België (2004-2011): Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA). Per 1 april 2011 **omgezet** in 'Twin Peaks'.

# Het veld (II): toezichthouders (5)

EU: **sectoraal toezicht**, ESA' s (European Supervisory Authorities, per 1-1-2011):

- **EBA** (European Banking Authority)
- **ESMA** (European Securities and Markets Authority)
- **EIOPA** (European Insurance and Occupational Pensions Authority)

# Het veld (II): toezichthouders (6)

EU (vervolg):

de drie **ESA**'s vormen samen met het **ESRB** (European Systemic Risk Board), belast met 'macroprudentieel' toezicht, het **ESFS** (European System of Financial Supervision), een **netwerk** van nationale en Europese toezichthouders.

Zie: Adrienne de Moor-van Vugt en Annetje Ottow in SEW, nrs. 1 en 3, 2011



# Het veld (II): toezichthouders (7)

**Verenigde Staten:** sectoraal & functioneel, en ‘dual banking system’ (federale & deelstaat toezichthouders)

## **Bankwezen:**

Board of Governors of the Federal Reserve System (Fed, 1913)

Office of the Comptroller of the Currency (OCC, 1863)

Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC, 1933))

National Credit Union Administration (NCUA, 1970; coöperaties, non-profit)

## **Effecten:**

Securities and Exchange Commission (SEC, 1934; ‘disclosure’, vgl. AFM)

## **Derivaten:**

Commodity Futures Trading Commission (CFTC, 1974)

## **Hypotheekmarkt:**

Federal Housing Finance Agency (FHFA, 30 juli 2008, sinds 8 september bewindvoerder Fannie Mae en Freddie Mac)

# Het veld (II): toezichthouders (8)

## VS: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010

- Consolidatie **consumententoezicht**: Bureau of Consumer Financial Protection (banken met spaartegoeden > \$10 miljard in activa)
- Monitor **stysteemrisico**: Financial Stability Oversight Council (FSOC, 'interagency' ; voorzitter: Secretary of the Treasury)
- **Fed** toezichthouder SIFI's, holding companies (savings & loan, securities) + rol in toezicht op systeemrisico
- **SEC**: kapitaaleisen handelaren in effectengebaseerde swaps
- **CFTC**: *idem*, voor andersoortige swaps. En: registratie vereist voor swap dealers (uitzonderingen derivaten uit 2000 deels geschrapt!)
- *Geschrapt: Office of Thrift Supervision (OTS, 1989), 'watchbunny' van AIG, WaMu, etc.*

# Het veld onder spanning:

1. Financieringstechnieken (uitholling wettelijke normen): securitisatie
2. Belangenconflicten
3. Complexe structuur ondernemingen, markten en producten
4. (Supra)nationale regels *versus* internationaal opererende sector

# Ad 1: Securitatie: ‘originate & distribute’

- Financieringstechniek waarbij ‘soortgelijke illiquide activa (bv. **vorderingen uit hypotheekrechten**) worden omgevormd tot verhandelbare effecten’ .
- De bank/verzekeraar (**originator**) verkoopt de **rechten op kasstromen** aan een voor dit doel opgerichte juridische entiteit: “special purpose vehicle” (SPV).
- Deze entiteit financiert de aankoop van de activa middels uitgifte van openbaar verhandelbare effecten: ‘asset backed securities’, ABS (**distribute**), verdeeld in ‘tranches’ met verschillende beoordeling (AAA-bbb).

Bron: <http://www.europesefiscalestudies.nl/downloads/vanderMeij.doc> Januari 2004

# Ad 1: Securitatie (vervolg)

Kort door de bocht:

- Omdat de inkomsten uit de hypotheek verkocht zijn ('stille cessie', art. 3:94 BW, 2004) en de hypotheek zelf (boekhoudkundig) geen waarde meer hebben, kan de bank/verzekeraar ze **van de balans** halen,
- en vervolgens doorgaan met het verstrekken van nieuwe leningen (= nemen van **meer risico**), zonder last te krijgen van de toezichthouder i.v.m. kapitaaleisen.

Voorbeeld: aandelenleaseconstructies, geen **winst-** maar **risico**overdriedubbelaars

# Ad 1: Voorbeeld: Legio-Lease

- Effectenbank **Labouchère** (Aegon dochter) zag door het succes van Legio-Lease **tussen 1997 en 2000** de **leningenportefeuille** aan Legio-klienten vertienvoudigen **van 450 miljoen tot 4,3 miljard euro**. Deze explosieve kredietstijging zette teveel risico op de balans.
- Om ‘ruimte te creëren om verder te groeien’ – en te ontsnappen aan de greep van DNB – ‘verpakte’ Labouchère een deel van de uitstaande kredieten als obligaties (= **securitiseren**) en verkocht die door aan institutionele beleggers (pensioenfondsen o.a.).
- Zo bracht Labouchère voor **miljarden buiten de balans**. Eind 2000 was 2,4 miljard euro aan Legio-kredieten, ofwel 56 procent van het totaal, via ‘special purpose vehicles’ doorgeschoven naar derden.

Bron: <http://archieff.fembusiness.nl/2002/12/21/nummer-51-52/Actueel-Dexia-moet-Legio-kredieten-terugnemen.htm>

# Ad 2: belangenconflicten

- Spanning tussen **publiek** belang (financiële stabiliteit) en het belang van **individuele** ondernemingen & andere 'stakeholders' (kwartaalwinst, aandeelhouderswaarde, bonussen, marktmacht)

(borgen van individuele belangen accumuleert niet automatisch in bescherming van het publieke belang; vrij naar Emile Durkheim, 'sociaal feit')

- Twee voorbeelden volgen: Floris Deckers, Moody's

## Ad 2: Belangenconflicten (2)

‘Ik zie:

een **spanningsveld** ontstaan dat banken parten kan gaan spelen. En dat heeft alles te maken met het terugbetalen van de leningen aan de staat.

Dat zijn heel grote bedragen die banken alleen kunnen terugbetalen wanneer ze forse winsten maken. En juist die **winsten staan onder druk als banken op een nettere en bescheidener manier met hun klanten moeten en willen omgaan...**’

Floris Deckers, Van Lanschot, interview 21 maart 2011, *Management Scope*  
<http://managementscope.nl/manager/floris-deckers/van-lanschot-bankier-bankencrisis>



## Ad 2: Belangenconflicten (3)

Kredietbeoordelaar Moody' s denkt aan **afwaardering** van de Nederlandse grote banken **als de Interventiewet**, bedoeld om financiële stabiliteit te verankeren maar met groter risico voor obligatiehouders (in plaats van belastingbetalers), **wordt aangenomen.**

'Afwaardering banken dreigt', *Het Financieele Dagblad*, 22 maart 2011, p. 15.

Vgl. voor het VK: <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-24/moody-s-might-cut-ratings-on-14-u-k-banks-including-lloyds-rbs-barclays.html>

# Ad 2: Belangenconflicten (4)

## **Conflicterend overheidsbeleid:**

Conflict tussen ***twee of meer publieke belangen***, vaak niet op tijd onderkend, bv. stimuleren van huizenbezit en financiële stabiliteit

In VS werkte verhoging in 1994 van de drempel waarboven een professionele taxatie moest worden verricht voor het verkrijgen van een hypotheek schadelijke praktijken in de hand

Bron: <http://www.qfinance.com/blogs/anthony-harrington/2010/10/28/subprime-debacle-the-truth-emerges-part-2-subprime-mortgage-crisis>

# Ad 3: Complexiteit financiële instellingen

De 16 grootste financiële instellingen in 2007 opereerden **gemiddeld** in 44 landen, en telden 1005 eenheden, waaronder  
47 banken,  
20 verzekeringsdochteren,  
227 'special purpose vehicles' en mutual funds,  
270 financiële dochters en  
440 niet-financiële dochters (bv. energie).

Christine Cumming, Robert A. Eisenbeis (2010), Richard Herring, Jacopo Carmassi (2010): 'only majority owned subsidiaries and affiliates'.

# Ad 3: Complexiteit producten

- Collateralised Debt Obligation (CDO): bundel leningen in speciale juridische eenheid (SPV), gefinancierd door uitgifte van nieuw schuldpapier, in ‘tranches’ (cf. supra 20, securitisatie): ‘cash flow’, of ‘synthetic’.
- En: CDO<sup>2</sup> !! Dwz. CDO’s gebaseerd op CDO’s...  
Frank Partnoy, David A. Skeel Jr. (2006), *The Promise and Perils of Credit Derivatives*.
- Onderliggende schuld: bedrijfs- en consumentleningen, bv. hypotheek  
Per 1 januari 2013 geldt in NL provisieverbod voor complexe financiële consumentenproducten.  
Hoe complex is een hypotheek (product & markt)?

# Ad 3: Complexiteit producten (2)

Kenneth E. Scott, John B. Taylor, **‘Why Toxic Assets Are So Hard To Clean Up’**, Opinion, *Wall Street Journal*, 20 juli 2009:

Een CDO<sup>2</sup> van \$1 miljard, gecreëerd door een grote bank in 2005, bevatte 173 investeringen in ‘tranches’, uitgegeven door 130 CDOs en 43 CLOs (Collateralised Loan Obligations) die elk weer bestonden uit honderden leningen aan – hoofdzakelijk - bedrijven.

Twee van deze 173 investeringen waren in tranches van een CDO, uitgegeven door een andere grote bank, die bestond uit 155 MBS (Mortgage Backed Securities) tranches en 40 CDOs.

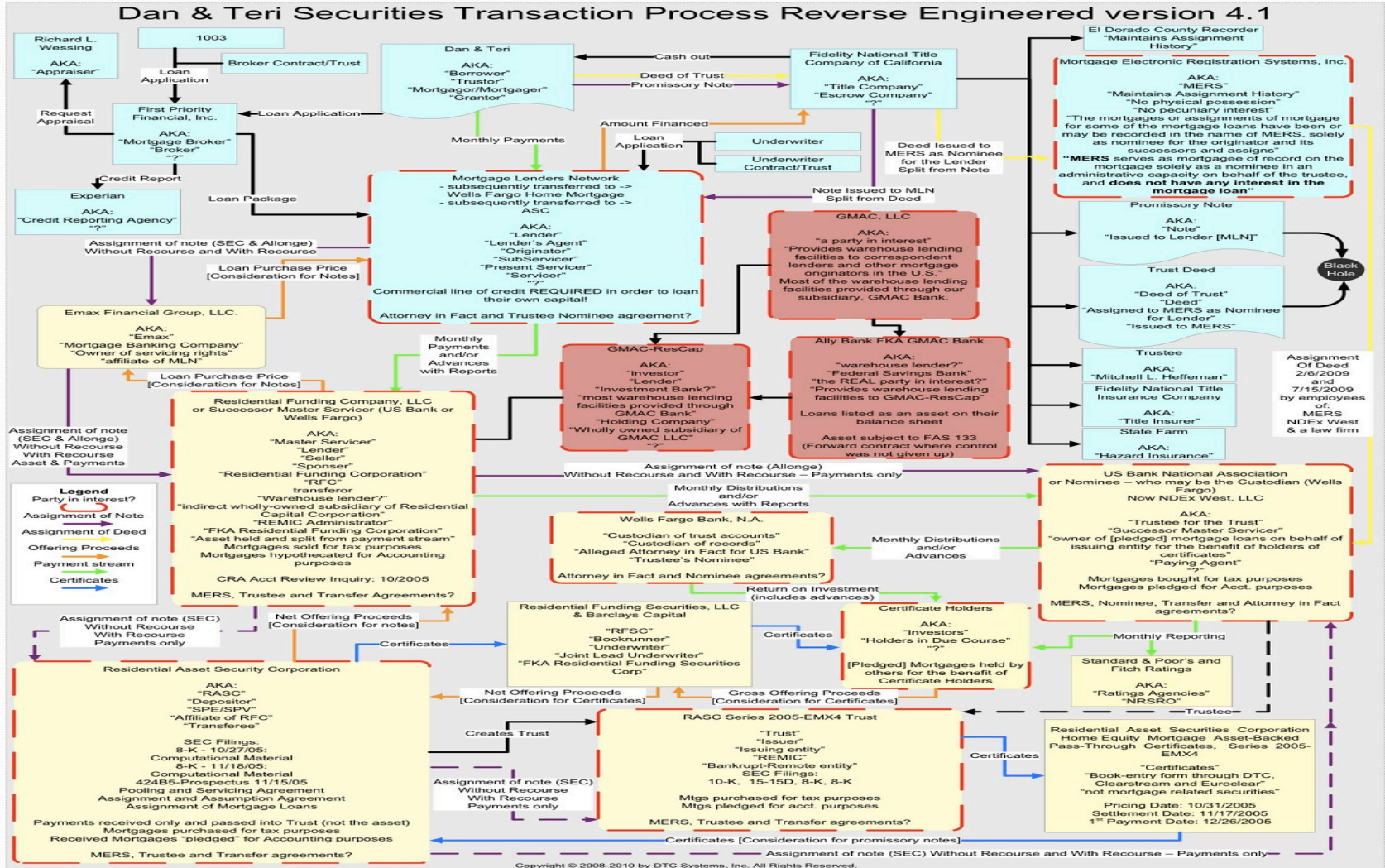
Twee van voornoemde 155 MBS tranches waren op hun beurt afkomstig uit een ‘pool’ van 7000 hypotheekleningen, voor 90% subprime, gecreëerd door een grote zakenbank in 2004.

Die ‘pool’ gaf voor \$865 miljoen aan AAA ‘notes’ uit die voor de helft werden gekocht door Freddie Mac en Fannie Mae, en de rest door banken, pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen, etc.

<http://online.wsj.com/article/SB124804469056163533.html>

# Ad 2: Complexiteit markten: hypotheeken

<http://www.zerohedge.com/article/just-when-you-thought-you-knew-something-about-mortgage-securitizations>



# Ad 4: Grenzen aan toezicht

Financiële stabiliteit is doel van wetgeving **binnen de betreffende jurisdictie** (VS, EU, NL, etc.).

Problemen met o.a.:

Internationale coördinatie (door **concurrentie** financiële centra):

- Arbitrage, ‘weglekken’ : ‘rustig aan met je regels, of onze klanten (lees: wij) gaan naar Singapore!!’

(vrij naar Jamie Dimon, CEO JP Morgan Chase & Co, april 2011)

- Cross-border resolution (Lehman: 75 procedures in 16 jurisdicties)

Zie : [http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/Practice\\_Guide\\_english.pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/Practice_Guide_english.pdf), p. 30

# Focus proefschrift

( ‘Governing systemic risk’ ):

## **Systemrisico ( ‘the new kid on the block’ ):**

Wat is het, waar schuilt het, en wie gaat erop letten? En hoe gebeurt dat?

## **‘Stelselbreed’ toezicht:**

Wat houdt dat in?



# Governing systemic risk

## Centrale onderzoeksvragen (algemeen):

- Welke inrichting van het ‘veld’ (sector én toezicht), en welke toezichtstrategieën, worden geschikt geacht voor de identificatie en beheersing van systeemrisico’s?
- Op welke punten zouden inrichting en strategieën moeten of kunnen worden aangepast, volgens wie, en waarom?

# Governing systemic risk (2)

## Onderzoeksvragen (meer specifiek):

Welke ruimte wordt ingebouwd in de nieuwe regelingen voor ‘**principegebaseerd toezicht**’ (wettelijk genormeerde zelfregulering door instellingen en branches), en waarom?

Waar blijft armslag nodig voor toezichthouders (‘**discretionaire bevoegdheden**’), hoeveel, en waarom?

# Systemrisico

in de financiële sector

## Wat is het?

Risico dat een bepaalde gebeurtenis in de economische of financiële sfeer een domino-effect teweegbrengt dat het hele financiële systeem dreigt plat te leggen

Risico dat **niet** geadresseerd kan worden door uitsluitend toezien op individuele bedrijven ('monocultuur' = systeemrisico)

# Systememrisico (2)

## **Wat is het? (vervolg)**

Resultante van ‘tragedy of the commons’ :  
Marktdeelnemers hebben zonder regulering  
niet voldoende prikkels om, ter reductie  
van systememrisico, minder risico te nemen

Steven L. Schwarcz, ‘Systemic Risk’. Duke Law School Legal Studies  
Research Paper Series, nr. 163, maart 2008.

# Systemrisico (3)

## Waar schuilt het?

In beginsel overal, en meestal gevolg van samenloop van diverse soorten beleid, (al dan niet legaal) marktgedrag & gebrekkige *governance* binnen toezichthouder en financiële instellingen/intermediairs

# Systemrisico (4)

## Wie gaat erop letten?

Netwerken van regionale en federale overheidsinstanties onder vleugel centrale bank: European Systemic Risk Board (ECB), en FSOC (Fed) in VS, in samenwerking met G20, IMF, Financial Stability Board (FSB) en Comité voor Banktoezicht (BCBS)

EU Lidstaten, bv. Nederland:

divisie Financiële Stabiliteit (FS) **binnen DNB** (2004), met daarbinnen afdeling Macroprudentiële Analyse (AMA, 2010), in nauw contact met AFM & MinFin en het oog gericht op de relevante internationale fora

FS en AMA functioneren als ‘spinnen in het web’: **coördinatie expertise**; geen eigen experts

En hoe gaat dat in z' n werk?

# Stelselbreed toezicht in de praktijk

- Macroprudentieel toezicht, leunend op microprudentieel toezicht én elementen van gedragstoezicht, beide uitgevoerd (in NL door DNB en AFM) door middel van:
- Risicogebaseerd toezicht op instellingen

Voor de vorming van macroprudentieel beleid, zie o.a.: FSB, IMF en BIS, Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 14 februari 2011

Wordt vervolgd  
(november-december?)

Dank voor jullie belangstelling  
en fijne zomermaanden !