

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
innovatie en ondernemerschap*

Masterproef

De echte winnaars van de financiële crisis

Promotor :
Prof. dr. Ghislain HOUBEN

Thijs Mertens

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap*

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
innovatie en ondernemerschap*

Masterproef

De echte winnaars van de financiële crisis

Promotor :
Prof. dr. Ghislain HOUBEN

Thijs Mertens

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen , afstudeerrichting innovatie en ondernemerschap

Woord Vooraf

In dit voorwoord zou ik graag mijn nadrukkelijke dank betuigen aan iedereen die geholpen heeft bij het tot stand komen van deze masterproef. Allereerst gaat mijn dank uit naar mijn promotor, Prof. dr. Ghislain Houben, voor de kostbare informatie, nuttige suggesties en nauwgezette opvolging. Ook dank ik mijn contactpersonen die er mede voor gezorgd hebben dat de dataverzameling en analyse tot een goed einde gebracht konden worden.

Tot slot wil ik alle mensen bedanken die mij gesteund hebben, zowel technisch als moreel. Zij hebben ervoor gezorgd dat mijn onderzoek is geworden tot wat het nu is. Mijn opzet is dat dit werkstuk even enthousiast gelezen zal worden als ik het geschreven heb en dat het bijdraagt tot een breder doel. Onder dit breder doel wordt verstaan het openen van het debat omtrent de financiële crisis om zo verder onderzoek aan te moedigen.

Samenvatting

In deze masterproef wordt het verhaal van de financiële crisis van 2008 gedetailleerd in kaart gebracht met als einddoel het benoemen van de uiteindelijke winnaars van deze recessieperiode.

Afgelopen decennia is de wereld van de ene innovatie in de andere gevallen, met een stijgende welvaart tot gevolg. Eén van de drijvende krachten achter deze explosieve groei van de welvaart is de financiële sector. Het pionierswerk op dit vlak werd geleverd door de Amerikanen. Vanaf 1990 werd de Amerikaanse financiële sector gekenmerkt door **deregulering** met een explosie van complexe afgeleide financiële producten (derivaten) tot gevolg. Deze tendens verspreidde zich met enige vertraging over de rest van de wereld. Een schoolvoorbeeld hiervan is de IJslandse overheid die in 2000 met een grootschalig dereguleringsbeleid startte. In combinatie met een enorme toename van de subprime-kredieten laat het vervolg van het verhaal zich raden: een grootschalige financiële crisis met besmetting van alle economieën ter wereld.

In hoofdstuk één wordt de probleemstelling en het onderzoeksopzet weergegeven. Het praktijkprobleem bestaat erin te zoeken naar de winnaars van deze financiële crisis. Er is jarenlang zeer veel geld omgegaan in deze financiële sector en plots zou alles verdwenen zijn. Maar elke nuchtere mens weet dat in een economisch systeem waar er verliezers zijn, er ook winnaars moeten zijn. Dit brengt ons dan tot de volgende **centrale onderzoeksvraag**: Wat is het economisch profiel van de winnaars van de financiële crisis?

Het onderzoek naar het antwoord op de centrale onderzoeksvraag zal ondersteund worden door drie deelvragen die chronologisch de volgende hoofdstukken van deze masterproef vormen. In hoofdstuk twee wordt er opzoek gegaan naar de **oorsprong van de financiële crisis**, die ontegensprekelijk terug te vinden is in de Amerikaanse financiële sector. Vaktermen zoals *subprime* kredieten, Collateralized Debt Obligation (CDO) en Credit Default Swap (CDS) worden uitgelegd in dit hoofdstuk en hun aandeel in de oorsprong van de financiële crisis wordt nader verklaard.

In hoofdstuk drie worden de **gevolgen van de financiële crisis** benoemd. Door de internationalisering van financiële sector en de economie in het algemeen, zijn de gevolgen nu veel groter dan die van *The great depression* in 1930. In de eerste plaats heeft deze recessie directe gevolgen op het inkomen en de werkzekerheid van de bevolking. In de tweede plaats zijn ook de gevolgen voor de overheden dramatisch: er ontstaat een explosie van de overheidsschuld wereldwijd. Tenslotte daalt het

consumentenvertrouwen tot een zeer laag peil en ontstaat er in het verlengde van de financiële crisis een vertrouwenscrisis. Het herstel van dit vertrouwen in de bankensector is zeer vitaal vooraleer er tot echte hervormingen overgegaan kan worden. Succes zonder vertrouwen is een utopie.

Hoewel de bankensector in het verleden als een oncontroleerbare industrie het verkeerde pad heeft gekozen, wordt er momenteel goed werk geleverd om deze sector te hervormen. Vooral Europa ziet de noodzaak van deze **hervormingen** in en heeft dan ook niet stil gezeten. Er werd een nieuw Europees toezichtkader ontwikkeld en ook de *Financial Stability Board* (FSB) en het Basel Comité hebben initiatieven genomen. In hoofdstuk drie van deze masterproef worden deze hervormingen dan ook in detail behandeld, alsook de hervormingen in de Belgische toezichtarchitectuur.

Door de concretisering van diverse hervormingen zal de **toekomst van de financiële sector** er anders uitzien. De algemene tendens in de bankensector zal er één zijn van "*back to basics*": splitsing van depositobanken en investeringsbanken, splitsing van bank- en verzekeringsactiviteiten, buitenlandse activa afstoten. Banken die terugkeren naar hun basisfuncties zullen minder winst gaan genereren en dus wordt er in de toekomst een zware concurrentiestrijd verwacht in deposito's en kredieten.

In hoofdstuk vier worden de relatieve en absolute winnaars van de financiële crisis van 2008 benoemd. Hierbij wordt de focus gelegd op de bankensector en het ondernemerslandschap. De **relatieve winnaars** worden veelal in de bankensector teruggevonden aangezien alle banken geleden hebben onder de crisis maar sommige banken uiteindelijk toch hun marktpositie hebben kunnen versterken. Wells Fargo, BinckBank, Rabobank en Deutsche Bank worden in dit onderzoek als relatieve winnaars aanschouwd. Ook hoger management in grote bedrijven wordt aanschouwd als relatieve winnaar van de financiële crisis. Hoewel vele managers hun job zijn kwijtgeraakt, hebben ze buitensporige bonussen en ontslagvergoedingen ontvangen. Verder in hoofdstuk vier wordt er een misverstand uit de wereld geholpen: internetbankieren en islamitisch bankieren worden in vele literatuur als winnaars van de financiële crisis beschouwd. Maar grondig onderzoek heeft uitgewezen dat de opkomst van deze twee soorten van bankieren geen rechtstreeks gevolg is de financiële crisis.

De **absolute winnaars** van de financiële crisis moeten gezocht worden onder de beleggers. Hoewel het zeer moeilijk is gebleken om informatie te verkrijgen over bepaalde beleggers, staat het vast dat sommigen *short sellers* de crisis voelde aankomen en tegen de markt hebben ingezet. De beleggers in kwestie zijn uiteraard steenrijk geworden met de instorting van de beurzen. Ook de fondsenindustrie in het algemeen en

de *high yield bond* markt worden tot de absolute winnaars van de financiële crisis gerekend. Verder wordt in hoofdstuk vier de absolute macht van de Amerikaanse investeringsbank Goldman Sachs in vraag gesteld alsook de macht van de ratingbureaus. Als **winnaars in het ondernemerslandschap** worden drie cases in detail uitgewerkt: E.CO2, een startend bedrijf dat andere grote bedrijven helpt besparen, Triodos Bank, een bank die duurzaam beleggen hoog in het vaandel draagt, en de *Mondragón Cooperative Corporation*, een overkoepelend orgaan van coöperaties in het Baskenland dat de crisis goed wist te doorstaan.

In hoofdstuk vijf wordt er een algemene conclusie geformuleerd en wordt er een economisch profiel opgesteld van de winnaars van de financiële crisis. Hiermee wordt de centrale onderzoeksvraag beantwoord.

Dit onderzoek werd uitgewerkt door middel van een grondige **literatuurstudie** van zowel wetenschappelijke als populaire bronnen. Door het koppelen van de recente populaire literatuur aan de wetenschappelijk literatuur, wordt er een antwoord gevonden op de centrale onderzoeksvraag. Aanvullend werd er ook nog gebruik gemaakt van **kwalitatief onderzoek** onder de vorm van gevalsstudies en diepte-interviews met sleutelpersonen.

Inhoudsopgave

Woord Vooraf.....	1
Samenvatting.....	2
Inhoudsopgave	5
Inleiding.....	7
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksopzet	9
1.1 Formulering van het praktijkprobleem	9
1.2 Formulering van de centrale onderzoeksvraag.....	9
1.3 Formulering van de deelvragen.....	10
1.4 Onderzoeksopzet.....	11
1.5 Methodologie	13
1.5.1 Wat is kwalitatief onderzoek?	13
1.5.2 Voordelen en nadelen van kwalitatief onderzoek	14
1.5.3 Gevalstudie.....	15
Hoofdstuk 2: De oorsprong van de financiële crisis.....	17
2.1 Te veel welvaart, te weinig regulering	17
2.2 Amerika als hoofdrolspeler	18
2.3 Collateralized Debt Obligations.....	20
2.4 Subprime-leningen aanleiding voor financiële ‘bubble’	22
2.5 Credit Default Swaps	23
2.6 Waarschuwingen in de wind geslagen	26
2.7 Weinig verandering	27
Hoofdstuk 3: De gevolgen van de financiële crisis.....	29
3.1 Gevolgen voor Amerika en Europa.....	30
3.2 Reactie van het beleid	35
3.2.1 Reactie van het beleid in België	35
3.2.2 Reactie van het beleid in Europa.....	42
3.2.3 Lessen voor het toezichtkader	47
3.3 Toekomst van de financiële sector.....	50
3.4 Vertrouwen speelt een belangrijke rol.....	54
Hoofdstuk 4: De absolute en relatieve winnaars van de financiële crisis.....	59
4.1 De relatieve winnaars.....	60

4.1.1 Winnaars in de bankensector.....	60
4.1.2 Bonussen en ontslagvergoedingen van hoger management.....	63
4.1.3 Internetbankieren	68
4.1.4 Islamitisch bankieren.....	71
4.2 De absolute winnaars	75
4.2.1 Fondsenindustrie.....	75
4.2.2 High yield bond market	78
4.2.2 De absolute macht van Goldman Sachs	81
4.2.3 Ratingbureaus.....	82
4.3 De winnaars uit het ondernemerslandschap	85
4.3.1 E.CO2	85
4.3.2 Triodos Bank.....	86
4.3.3 Mondragón Cooperative Corporation.....	89
Hoofdstuk 5: Conclusies	93
Referentielijst	97
Bijlage 1: Extra figuren	105
Bijlage 2: Lijst van tabellen en figuren.....	110

Inleiding

Na het einde van de tweede wereldoorlog is de wereld aan een recordtempo veranderd. De ene innovatie volgde de andere op en dit kwam de wereldeconomie ten goede. Afgelopen decennia worden gekenmerkt door een ongekennde groei van de welvaart. Tot er in 2008 halt geroepen werd aan deze evolutie. Een financiële crisis zorgt voor een volledige stilstand van de economie. Het centrale zenuwstelsel van onze welvaart wordt volledig lamgelegd. De gelijkenis met een hartstilstand is treffend: het is niet per definitie dodelijk, maar hoe langer de duur hoe fataler de afloop. De financiële crisis van 2008 wordt nu al bestempeld als de grootste crisis in de *Nieuwste Tijd* (meest recente periode in de geschiedenis). Critici zoals Michael J. de la Merced (2009) en Ana Babus et al (2009) schatten de gevolgen van deze crisis zelfs ingrijpender in als die van *The Great Depression* in 1930. Of dit werkelijk zo is, zal nog moeten blijken op lange termijn. Meerdere factoren wijzen erop dat deze crisis een logisch gevolg is van de buitensporige welvaart die de wereld de afgelopen decennia gekend heeft. In deze scriptie zal onderzocht worden of deze gedachtegang klopt. Volgens de media is deze crisis één groot bloedbad, met verliezers in alle regionen van de samenleving. Maar in elk economisch systeem waar er verliezers zijn, zijn er eveneens winnaars. In deze masterproef wordt er dieper ingegaan op deze laatste groep. Hoewel verder in de masterproef zal blijken dat de financiële crisis van 2008 verder uitgedijd is en geëvolueerd is tot een wereldwijde economische crisis, zal in dit onderzoek toch de focus gelegd worden op de **financiële crisis**.

Dit onderzoek staat in het kader van het behalen van de graad van Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen, optie Innovatie en Ondernemerschap.

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksopzet

1.1 Formulering van het praktijkprobleem

Hoewel de gemiddelde burger nog steeds niet volledig op de hoogte is van het reilen en zeilen van de financiële crisis van 2008, is het voor de meesten onder ons niet moeilijk om aan te duiden wie de grote verliezers zijn. Het zoeken naar de winnaars van de crisis daarentegen is heel wat complexer. Het woord winnaar kan ook als een relatief begrip beschouwd worden: een bepaald bedrijf lijdt minder verliezen onder invloed van de crisis dan zijn voornaamste concurrenten in de markt. Hierdoor kan het bedrijf in kwestie relatief gezien als winnaar beschouwd worden, aangezien het zijn marktpositie versterkt. Het is evident dat een deel van mijn onderzoek zich richt op de beursgenoteerde bedrijven. Hierbij concentreer ik mij vooral op de **bankensector** om te achterhalen welke banken sterker uit de crisis gekomen zijn en waarom. Maar het is ook de bedoeling om verder te kijken dan de beurs alleen. Ongetwijfeld zijn er veel ondernemende karakters ontzield bij de opkomst van de financiële crisis. Toch zijn er hier en daar haarden van verzet onder de vorm van opportunistische **ondernemers** die in volle crisis een bedrijf opstarten. Het doel van deze masterproef is om deze ondernemers te vinden en hen aan de tand te voelen over wat hun drijfveren waren en hoe zij hun idee succesvol hebben kunnen implementeren in tijden van crisis.

1.2 Formulering van de centrale onderzoeksvraag

Het opzet van deze thesis is om na te gaan welke ondernemers en banken de echte winnaars van de recente financiële crisis zijn en welke elementen ertoe hebben geleid dat zij succesvol zijn geworden onder risicovolle omstandigheden. Door het economisch profiel van deze winnaars grondig te bestuderen, kunnen ondernemers zich in de toekomst beter wapenen tegen mogelijke nieuwe financiële crisissen.

De centrale onderzoeksvraag kan dus als volgt geformuleerd worden:

'Wat is het economisch profiel van de winnaars van de financiële crisis?'

1.3 Formulering van de deelvragen

Het onderzoek naar het antwoord op onderstaande deelvragen zal bijdragen tot het bereiken van de uiteindelijke doelstelling, namelijk het antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

- *Hoe is de financiële crisis tot stand gekomen?*
Bij het formuleren van het antwoord op deze deelvraag geef ik een korte chronologie weer van de feiten die geleid hebben tot de financiële crisis begin 2008. Enkele vaktermen zoals subprime kredieten, Collateralized Debt Obligation (CDO) en Credit Default Swap (CDS) worden nader verklaard om hun aandeel in de oorsprong van de financiële crisis duidelijk te maken. Deze deelvraag zal behandeld worden in hoofdstuk twee.

- *Wat zijn tot op heden de gevolgen van de financiële crisis?*
Na het faillissement van Lehman Brothers verspreidde de crisis zich aan een sneltempo over heel de wereld. De gewone burger voelde al snel de directe gevolgen voor het inkomen, de werkzekerheid en de opleiding van de kinderen. De gevolgen zijn ook dramatisch voor de overheden. Er moet bespaard worden op alle vlakken en dit zorgt ervoor dat de burgers gefrustreerd raken en in opstand komen. Reinhart & Rogoff (2009) behandelen een ander en uiterst problematisch gevolg van de financiële crisis, namelijk de explosie van de overheidsschuld. Deze topics zullen besproken worden in hoofdstuk drie.

- *Wie zijn de absolute en wie de relatieve winnaars van de financiële crisis?*
Het woord financiële crisis wordt quasi altijd gekoppeld aan 'verliezen'. Maar waar er verliezers zijn, zijn er eveneens winnaars, zeker in een economisch systeem. Bij het uitwerken van deze deelvraag maken we een onderscheid tussen absolute en relatieve winnaars. Onder de categorie relatieve winnaars behoren diegene die ook verliezen hebben geleden tijdens de crisis, maar minder dan hun voornaamste concurrenten. Onder de categorie absolute winnaars vinden we diegene terug die geen verlies hebben geleden tijdens de financiële crisis en dit zelfs als een opportuniteit zagen om hun winstmarge te kunnen vergroten. Verkennend onderzoek heeft uitgewezen dat er vooral focust moet worden op inventieve ondernemers en (nieuwe) banken. Hierbij wordt ook de opkomst van internetbankieren en islamitisch bankieren onderzocht. Het onderzoek naar deze deelvraag is terug te vinden in hoofdstuk vier en wordt gestaafd met interviews en gevalstudies.

1.4 Onderzoekopzet

In dit onderzoek wordt getracht een zo compleet mogelijk beeld te scheppen over de winnaars van de financiële crisis. Aangezien het niet mogelijk is om rechtstreeks een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag, tracht ik met behulp van ondersteunende deelvragen tot een samenhangend geheel te komen. Het uiteindelijke doel van dit onderzoek is uiteraard om een antwoord te vinden op de kernvraag om zo een **handwijzer** te vormen voor bestaande en toekomstige ondernemers en banken om in tijden van crisis overeind te blijven.

In het verleden zijn reeds vele economen met theorieën naar voren getreden om de oorsprong van een financiële crisis te doorgronden en deze uiteindelijk te voorkomen. Hoe hard onze economen ook hun best doen, een remedie tegen de financiële crisis zal er nooit komen, althans voorlopig niet. Daarom kunnen er maar beter voorbereidingen getroffen worden op de komst van een mogelijke volgende crisis. Het is niet de bedoeling dat er te diep in detail getreden wordt bij de oorsprong van de financiële crisis. Mijn onderzoek richt zich vooral op de **winnaars van de financiële crisis** en hoe deze nu juist verschillen van de verliezers. Uiteraard zal het gehele verhaal van de crisis zo summier mogelijk weergegeven worden, beginnende met de aanloop van de crisis, de crisis zelf en de post-crisis periode. Deze chronologische opbouw kan ook teruggevonden worden in de opeenvolging van mijn deelvragen.

Deze masterproef begint met een inleiding en situering van het onderzoek. Hierin worden de probleemstelling, de deelvragen en de centrale onderzoeksvraag toegelicht. Ook de gebruikte methodologie bij het uitvoeren van dit onderzoek wordt toegelicht. Verder is deze masterproef tot stand gekomen met behulp van twee soorten onderzoek: literatuurstudie en kwalitatief onderzoek. Een grondige **literatuurstudie** heeft als doel het onderzoek theoretisch te onderbouwen door gebruik van wetenschappelijke en niet-wetenschappelijke literatuur. Aangezien het te behandelen onderzoeksgebied nog niet alomtegenwoordig is in de wetenschappelijke literatuur, zal ik een groot deel van mijn bevindingen moeten halen uit niet-wetenschappelijke oftewel populaire literatuur. Door het koppelen van de recente populaire literatuur aan de reeds bestaande wetenschappelijk literatuur, vergaard uit de vorige crisissen, kan er een kernachtige conclusie gevormd worden.

De wetenschappelijke artikelen worden gezocht met behulp van Google Scholar en andere internetzoekmachines die vrij beschikbaar zijn. Ook de elektronische databanken die ter beschikking worden gesteld door de bibliotheek van de Universiteit Hasselt worden in dit onderzoek aangewend. De volgende tabel (Tabel 1) geeft een overzicht van alle gebruikte databanken in het kader van mijn onderzoek.

Google Scholar	Web of Knowledge
Antilope	Elsevier
ScienceDirect	EBSCOhost
IMF - Data & Statistics	ISDA - Derivatives database
The World Bank - Data & Research	UPC BVK - Statistieken
Social Science Research Network	

Tabel 1: Overzicht gebruikte databanken literatuurstudie (Bron: Eigen onderzoek).

Vervolgens worden de theoretische bevindingen van de literatuurstudie getoetst aan de praktijk aan de hand van **kwalitatief onderzoek**. Gevalstudies en interviews met sleutelpersonen zullen een beter beeld geven over hoe ondernemers en financiële instellingen zijn omgegaan met de financiële crisis en hoe zij hier profijt uit hebben kunnen halen. Er wordt tenslotte gezocht naar de winnaars van de financiële crisis. De reden waarom er in deze masterproef voor kwalitatief onderzoek geopteerd werd, zal verder in dit hoofdstuk uitgebreid uitgelegd worden. De literatuurstudie en het kwalitatief onderzoek (gevalstudies, interviews) worden niet opgesplitst in aparte onderdelen. De verschillende types van onderzoek zullen vrij door mekaar gebruikt worden bij het beantwoorden van de deelvragen en de centrale onderzoeksvraag. De reden hiervoor is de aanvullende werking: vragen die onbeantwoord blijven in de literatuurstudie kunnen aangevuld worden met kwalitatief onderzoek en omgekeerd. De masterproef eindigt met een algemene conclusie van het onderzoek en dus ook een formulering van het antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

1.5 Methodologie

Zoals reeds in het onderzoeksopzet vermeld staat, is er geopteerd voor een kwalitatief onderzoek als aanvulling op de literatuurstudie. In dit onderdeel zal besproken worden wat kwalitatief onderzoek inhoudt en welke voor- en nadelen er aan verbonden zijn. Op deze manier wordt duidelijk waarom er voor dit type van onderzoek gekozen werd.

1.5.1 Wat is kwalitatief onderzoek?

Kwalitatief onderzoek behelst het inzichtelijk maken en verkennen van een bepaald thema. Volgens Niek Reulink & Leonie Lindeman (2005) hebben kwalitatieve gegevens betrekking op de aard, de waarde en de eigenschappen van het onderzochte verschijnsel en niet op de kwantiteiten zoals hoeveelheid, omvang en frequentie. Het gaat dus duidelijk niet over het in kaart brengen van cijfers. De meest voorkomende manieren van dataverzameling bij kwalitatief onderzoek zijn documentanalyse, interviews, groepsdiscussies en brainstormsessies. In mijn onderzoek richt ik mij vooral op het interpreteren en benoemen van gedragingen, uitspraken en tekstdelen uit verzamelde documenten en interviews.

Hans Philipsen & Myrra Vernooij-Dassen (2004) duiden erop dat kwalitatief onderzoek niet moet worden gezien als een soort alternatief onderzoek dat niets van 'objectieve' metingen zou willen weten. Elk wetenschappelijk onderzoek berust op een methodologie: een algemeen aanvaarde weg om tot kennis te komen. Daarbij wordt er gebruik gemaakt van metingen: scores die een onderzoeker volgens vaste procedures aan een aspect van een verschijnsel toekent. In kwalitatief onderzoek is de aandacht voor de kwaliteit van waarnemingen en constatering even sterk ontwikkeld als in kwantitatief onderzoek.

In mijn onderzoek naar de winnaars van de financiële crisis is het logisch dat er gebruik gemaakt wordt van kwalitatief onderzoek. In de eerste plaats is er nog **te weinig kennis beschikbaar** omtrent mijn onderwerp (Baarda, De Goede, & Teunissen, 1996). Hierdoor is het moeilijk om tot de juiste bevindingen te komen met behulp van allerhande kwantitatieve onderzoeksmethoden zoals bijvoorbeeld enquêtes. Een tweede reden voor het gebruik van kwalitatief onderzoek is het feit dat er niet gefocust wordt op de hoeveelheid van de onderzoekseenheden maar eerder op de **kwaliteit**. Het is dus uiterst belangrijk dat de documentanalyses van hoge kwaliteit zijn en dat er voor de diepte-interviews contactpersonen geselecteerd worden die kwalitatieve en betrouwbare informatie kunnen afleveren.

1.5.2 Voordelen en nadelen van kwalitatief onderzoek

Bij het onderscheiden van kwalitatief en kwantitatief onderzoek worden meestal twee factoren in overweging genomen: het aantal onderzoekseenheden (weinig versus veel) en de aard van de gegevens ('zachte beschrijving' versus 'harde meting') (Baarda, De Goede, & Teunissen, 1996). Los van de twee bovenvernoemde elementen is er bij de keuze van het soort van onderzoek een afweging nodig van de voordelen en nadelen. In onderstaande tabel (Tabel 2) vindt u de voordelen en nadelen van kwalitatief onderzoek terug.

Voordelen	Nadelen
<p>Betekeningen kunnen achterhalen die betrokkenen zelf aan hun situatie geven, m.a.w. praktijktheorieën die betrokkenen zelf hebben ontwikkeld.</p> <p>(Baarda, De Goede, & Teunissen, 1996)</p>	<p>Denkbeelden, motieven en handelingen van betrokkenen kunnen te vaak niet worden verklaard door wetenschappelijke theorie.</p> <p>(Baarda, De Goede, & Teunissen, 1996)</p>
<p>Onderzoeksthema's waarbij niet alleen veranderingen bestudeerd worden, maar waarbij het onderzoek ook bijdraagt aan verbetering van de situatie.</p> <p>(Reulink & Lindeman, 2005)</p>	<p>Door de open methodologie bestaat de kans op verwaarlozing van de regels van methoden en technieken.</p> <p>(Philipsen & Vernooij-Dassen, 2004)</p>
<p>Er kan veel informatie bekomen worden van individuele respondenten. Dit kan nieuwe inzichten opleveren die als basis kunnen dienen voor later kwantitatief onderzoek.</p> <p>(Philipsen & Vernooij-Dassen, 2004)</p>	<p>Kwalitatief onderzoek is erg tijd- en arbeidsintensief.</p> <p>(Reulink & Lindeman, 2005)</p>
<p>Onderzochten krijgen veel ruimte en vertrouwen om hun opvattingen te verwoorden. Dit is vaak nuttig wanneer men terughoudend is met het geven van informatie.</p> <p>(Reulink & Lindeman, 2005)</p>	<p>De open methodologie houdt in dat men niet op voorhand kan zeggen welke technieken men gaat gebruiken en hoeveel mensen men gaat interviewen.</p> <p>(Philipsen & Vernooij-Dassen, 2004)</p>

Tabel 2: Voordelen en nadelen van kwalitatief onderzoek (Bron: Eigen onderzoek).

1.5.3 Gevalstudie

In de wetenschappelijke disciplines bestuurskunde en bedrijfskunde is de gevalstudie of *casestudy* één van de meest gebruikte manieren om aan onderzoek te doen. Braster (2000) omschrijft in haar boek een *casestudy* als een onderzoekstrategie waarvan het voornaamste kenmerk is, dat er sprake is van een intensieve bestudering van een sociaal verschijnsel bij één of enkele onderzoekseenheden. De voordelen en nadelen van *casestudy* onderzoek zijn een verlengde van kwalitatief onderzoek, dat reeds eerder in dit hoofdstuk werd vermeld. De **grootste misstap** bij kwalitatief onderzoek, en meer bepaald bij *casestudy* onderzoek, is '*confounding*'. Wanneer er gebruik wordt gemaakt van slechts één *casestudy* treden er '*confounding factors*' oftewel versturende factoren op. Het is dus uiterst belangrijk om meerdere cases te verwerken in dit onderzoek om zo de validiteit van de onderzoekresultaten te verhogen (Hutjes, J.M. & Van Buuren, J.A., 1992).

Een bepaald onderdeel van de gevalstudies zijn interviews. Bij het selecteren en uitvoeren van de interviews wordt rekening gehouden met het **triangulatieprincipe**: het onderzoeksgebied vanuit verschillende invalshoeken benaderen om zo de objectiviteit van de informatie te verhogen (Jick, 1979).

Wat betreft de winnaars van de crisis in de financiële sector werden er **vier interviews** afgenomen. Om het triangulatieprincipe te respecteren werd er rekening gehouden met de functie van de geïnterviewde en het type van organisatie om op deze manier de problematiek vanuit verschillende invalshoeken te benaderen. Allereerst werd er een interview afgenomen van Rudi Bonte, Bijzonder mandataris voor het banktoezicht bij de Nationale Bank van België (NBB). Rudi Bonte is Licentiaat Economische Wetenschappen en heeft een enorme kennis van zaken wat betreft de financiële sector in België, Europa en zelfs ver daarbuiten. In het verleden was hij zowel kaderlid als lid van het directiecomité van het CBFA en in 1999 bekleedde hij zelfs de functie van directeur van het CBFA. Ook zetelde hij in verschillende vooraanstaande comités zoals het Basel comité, het CEBS (Committee of European Banking Supervisors), het CFS (Comité voor Financiële Stabiliteit) en het CSRSFI (Comité voor Systeemrisico's en Systeemrelevante Financiële Instellingen). Buiten zijn huidige functie als toezichthouder bij de NBB maakt Rudi Bonte ook nog deel uit van de Board of Supervisors van de EBA (European Banking Authority), het Advisory Technical Committee van de ESRB (European Systemic Risk Board) en de Academic Advisory Board van het Brussels Finance Institute. Genoeg redenen dus om aan te nemen dat hij een expert ter zake is. Het interview met Rudi Bonte geeft ons de invalshoek van de toezichthouder op de financiële crisis. Langs de andere kant is er de invalshoek van de banken zelf. Om dit nader te onderzoeken werden

er interviews afgenomen van Febelfin medewerkers Raf Rollier, Pierre Wouters en Dominique Coulon. Febelfin is de Belgische federatie van de financiële sector. Ze vertegenwoordigt 238 financiële instellingen en verzoent hun belangen met die van beleidsmakers, toezichthouders, beroepsfederaties en belangenverenigingen op nationaal en Europees niveau. In deze interviews wordt dus de invalshoek van de banken zelf behandeld en de onderlinge verhouding met de andere belanghebbenden.

Wat betreft de winnaars van de financiële crisis in het ondernemerslandschap worden er **drie gevalstudies** uitgewerkt. Het eerste bedrijf dat behandeld wordt is E.CO2. Joachim Hanne en zijn broer Peter startten in oktober 2008, onder de naam Green-Solutions bvba, het nieuwe concept E.CO2 op. Het bedrijf voorziet auto's van grote wagenparken (bedrijfswagens) van voldoende bandenspanning om zo brandstof te besparen en CO2-uitstoot te verminderen. Grote bedrijven blijken enorm geïnteresseerd te zijn in hun diensten en dus draait E.CO2 al sinds de opstart op volle toeren. Met de financiële crisis in het achterhoofd was het businessidee om andere bedrijven te helpen besparen natuurlijk een schot in de roos. Onverhoopt, maar daarom niet ongewild, wordt E.CO2 momenteel zelfs beschouwd als één van de winnaars van de financiële crisis.

Het tweede bedrijf dat behandeld wordt is Triodos Bank. Deze Nederlandse bank werd reeds in 1980 opgericht en is actief in België sinds 1993. Triodos Bank ontwikkelde het unieke concept om te beleggen in duurzaamheid. De bank zal enkel beleggen in initiatieven die actief bijdragen tot de samenleving, zoals duurzame energie, *fair trade* organisaties en andere sociale projecten. Grootbanken hebben het voorbeeld van Triodos Bank gevolgd en bieden nu ook duurzame beleggingsfondsen aan. Maar bij grootbanken moet er specifiek gekozen worden voor zulke beleggingsfondsen terwijl Triodos Bank de garantie biedt dat al het geld duurzaam geïnvesteerd wordt, ongeacht het fonds waarvoor de klant kiest. In 2009 is Triodos door de Financial Times de meest duurzame bank ter wereld bevonden.

Het derde en laatste bedrijf dat behandeld wordt is de Mondragón Cooperative Corporation, een overkoepelend orgaan van coöperaties in het Baskenland. Deze corporatie bestaat uit inwoners van Mondragón en omstreken en is volledig zelfvoorzienend. Dit maakt dat ze minder afhankelijk is van andere bedrijven en landen en dus de financiële crisis van 2008 beter doorstaan heeft. Het is een komen en gaan van regerings- en bedrijfsleiders in de Mondragón vallei, allen hopen op het "geheim" van deze corporatie te doorgronden.

Hoofdstuk 2: De oorsprong van de financiële crisis

2.1 Te veel welvaart, te weinig regulering

Zowel de populaire als wetenschappelijke literatuur geven elk verschillende oorzaken aan die aan de oorsprong liggen van de financiële crisis. Hieruit kan afgeleid worden dat een samenloop van omstandigheden geleid heeft tot het ontstaan van de crisis in 2008. Toch wordt één mechanisme steeds naar voor geschoven als dé schuldige van de kredietcrisis, namelijk de **subprime-kredieten**. Deze onzekere kredieten, waar vooral Amerika onzorgvuldig en onveilig is mee omgesprongen, vormen één onderdeel van de crisis, maar ze zijn heus niet de enige boosdoener. Hoewel de documentaire *Inside Job* (2010) tot de populaire literatuur behoort en niet volledig objectief is, heb ik er toch veel informatie uit kunnen abstraheren en linken aan wetenschappelijke literatuur.

De financiële crisis is ontstaan door toedoen van verschillende welvarende landen die jarenlang boven hun stand hebben geleefd. Te weinig oog voor het nut van regulering en te veel oog voor het maximaliseren van de welvaart. Dit leidt tot een steeds wederkerend syndroom in diverse landen: **deregulering** van de financiële sector. Het Europees land bij uitstek, waar de crisis genadeloos heeft toegeslagen, is IJsland. Uit cijfers van het Internationaal Monetair Fonds [IMF] (2011) blijkt dat IJsland voor het jaar 2000 een bruto binnenlands product van ongeveer negen miljard dollar had. Het land stond bekend als een stabiele democratie met een hoge levensstandaard en tot voor kort, extreem lage werkloosheid en overheidsschulden. In 2000 begon de IJslandse overheid met een dereguleringsbeleid dat rampzalige gevolgen had op lange termijn voor zowel milieu als economie. De overheid gaf toestemming voor de bouw van grote aluminium-smelterijen door multinationals (bv. Alcoa). De bedrijven gebruikten hiervoor de natuurlijke geothermische (aardwarmte) en hydro-elektrische (stuwdam of natuurlijke waterval) bronnen. Op hetzelfde moment privatiseerde de IJslandse overheid de drie grootste banken: Islandsbanki, Kaupping en Glitnir. In een periode van ongeveer vijf jaar tijd, leenden deze drie banken, die nooit buiten IJsland hadden geopereerd, ongeveer 120 miljard dollar. Dit was meer dan tien keer groter dan de IJslandse economie op dat moment. Succesvolle zakenmannen in IJsland konden hierdoor enorme leningen verkrijgen om steeds meer nieuwe bedrijven op te starten in binnen- en buitenland. Zowel Amerikaanse boekhoudkundige bedrijven zoals KPMG als Amerikaanse kredietverzekeraars controleerden deze IJslandse banken en vonden dat alles normaal verliep. In februari 2007 kregen de IJslandse banken zelfs een opwaardering naar de hoogst mogelijke beoordeling, AAA. Eind 2008 stortten de IJslandse banken plots in en verdrievoudigde de werkloosheid in geen tijd (Ferguson, 2010).

Volgende cijfers van de European Banking Federation (Tabel 3) tonen de opleving van de IJslandse financiële sector vanaf de deregulering in 2000 en de ondergang in 2008 (in miljard €).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Number of banks	4	4	49	47	31	30	28	25	5	!!	4	4
Number of branch offices	130	122	201	198	183	158	171	164	94	!!	129	129
Staff	2.224	2.709	3.194	3.733	3.480	4.493	4.001	7.292	4.114	!!	3.610	3.610
Total assets (€)	6,62	7,91	16,07	15,65	18,77	31,20	77,72	96,82	126,64	!!	0,02	0
Deposits (€)	3,9	2,4	4,3	3,9	5,3	7,1	42,1	22,1	42,3	!!	9,23	9
- Corporate										!!	1,90	2
- Private individuals										!!	4,18	4
Loans (€)	4,2	5,4	10,1	8,9	10,5	18,2	51,7	73,4	79,41	!!	10,53	11
- Corporate loans									56,89	!!	6,06	6
- Loans for housing purposes									13,54	!!	1,38	1
- Consumer credit									8,98	!!	1,27	1

Tabel 3: Crisis in IJslandse financiële sector (Bron: EBF).

Dit lot was nog vele andere landen beschoren. Het loopt helemaal mis in de financiële sector, en dit door eigen wanbeleid. Een ongereguleerde economie waarin banken en investeerders, omwille van winstmaximalisatie, autonoom hun gang mogen gaan, is uiteindelijk een gevaar voor iedereen. Een citaat van Lee Hsien Loong, eerste minister van Singapore, geeft duidelijk weer wat er misloopt in de financiële sector: *"Als je denkt dat je iets kan maken uit niets, dan is dat erg moeilijk om te weerstaan"* (Ferguson, 2010).

2.2 Amerika als hoofdrolspeler

De hoofdrol in het verhaal van de financiële crisis is weggelegd voor Amerika. In september 2008 was de grote financiële crisis een feit door het faillissement van de grootste investeringsbank Lehman Brothers en de instorting van 's werelds grootste verzekeringsmaatschappij AIG. Deze crisis was echter geen ongeluk. Ze werd veroorzaakt door een **oncontroleerbare industrie**, die jaren geleden het verkeerde pad koos, onder goedkeurend oog van de Amerikaanse regeringsleiders. Sinds 1980 heeft de groei van de Amerikaanse financiële sector geleid tot een opeenvolging van steeds erger wordende crisissen. Elke crisis veroorzaakte meer en meer schade, terwijl de industrie meer en meer winst maakte.

In 1998 fuseerden Citicorp en Travelers om Citigroup op te richten, het grootste financiële dienstenbedrijf ter wereld. De fusie overtrad echter de *Glass-Steagal act*, een wet gemaakt na de *Grote Depressie* om te voorkomen dat banken met het spaargeld van klanten riskante investeringen gingen doen. Maar er werd niet opgetreden door de centrale bank van Amerika, de *Federal Reserve*. In 1999 werd zelfs de *Gramm-Leach-Bliley Act* ingevoerd, ook wel bekend als de **Citigroup Relieve Act**. Deze wet maakte de *Glass-Steagal act* ongedaan en legde de weg open voor toekomstige fusies. In de documentaire *Inside Job* omschrijft George Soros, voorzitter van Soros Fund Management, het probleem van de Amerikaanse financiële sector als volgt:

“Markten zijn potentieel instabiel en een bijpassende metafoor is die van de olietankers. Olietankers zijn erg groot en daarom worden ze verdeeld in compartimenten om het klotsen van de olie te voorkomen en er zo voor te zorgen dat de boot niet kapseist. Na de Grote Depressie introduceerde de regelgeving deze waterdichte compartimenten. Deregulatie echter heeft geleid tot het einde van compartimentisering, waardoor de boot sneller kapseist.”

Eliot Spitzer, een Amerikaanse advocaat en voormalig politicus van de Democratic Party, voerde een onderzoek waaruit bleek dat grote Amerikaanse banken sinds het begin van de deregulatie schuldig waren aan het witwassen van geld en bedriegen van hun klanten (Spitzer, 2008). JP Morgan kocht overheidsfunctionarissen om, Riggs Bank waste geld wit voor de Chileense dictator Pinochet, Credit Suisse hielp met het overdragen van geld voor Iran's nucleaire programma, Citibank hielp met het doorsluizen van drugsgeld afkomstig uit Mexico en JP Morgan, Citibank en Merrill Lynch hielpen Enron bij het verbergen van fraude. De financiële industrie leek hoe langer hoe meer **een stand van criminaliteit** te hebben die kenmerkend was (Ferguson, 2010).

Beginnend in 1990 hebben deregulering en vorderingen in de technologie geleid tot een explosie van complexe afgeleide financiële producten genaamd derivaten. Door het gebruik van deze **derivaten** werd het bankiers mogelijk gemaakt om risico's door te verkopen, samen te voegen, te splitsen, te vergroten, te verkleinen, uit te stellen of juist naar voren te halen. Zo vormden deze derivaten aan het eind van 1990 voor een ongereguleerde markt van gigantische omvang. In 1998 probeerde Brooksley Born als lid van de *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) de derivaten te reguleren door een wetsverandering te bewerkstelligen. Dit verzoek tot wetsverandering werd echter geweigerd door de regering Clinton aangezien banken erg afhankelijk waren van winst op dit soort activiteiten. In december 2000 keurde het congres zelfs *the commodity futures Modernization Act* goed. Deze wet werd geschreven met de hulp van lobbyisten van de financiële industrie en verbande de regulatie van derivaten. Tegen de tijd dat George W.

Bush president werd van Amerika (2001) was de **Amerikaanse financiële sector machtiger en geconcentreerder** dan ooit tevoren. De financiële industrie werd gedomineerd door vijf investeringsbanken (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch en Bear Stearns), twee financiële conglomeraties (Citigroup en JP Morgan), drie verzekeringsbedrijven (AIG, MBIA en AMBAC) en drie ratingbureaus (Moody's, Standard&Poor's en Fitch).

2.3 Collateralized Debt Obligations

Het systeem van lenen en ontlenen is doorheen de jaren drastisch veranderd. Het is steeds uitgebreid waardoor de kans op falen ook steeds groter wordt. Om het systeem te begrijpen moet de **Securitization Food Chain** oftewel securitisatie-voedselketen begrepen worden. Securitatie is elk proces dat een financiële relatie omzet in een transactie en wordt ook wel effectisering genoemd (Fabozzi & Kothari, 2008; Demyanyk & Van Hemert, 2008; Purnanandam, 2008). Het doel van effectisering is activa uit de balans lichten om ze liquide te maken via een speciaal daartoe opgerichte entiteit, namelijk de *special purpose vehicles* [SPV] (Aucremanne, Broeckx & Vergote, 2007; Blackburn, 2008).

In het geval van de kredietcrisis waren de activa in kwestie in de meeste gevallen subprime leningen. De bank verkoopt de activa aan de SPV dewelke deze omvormt tot *asset-backed securities* [ABS]. ABS zijn obligaties die worden gedekt door financiële activa anders dan hypotheke. Deze activa worden samengevoegd om anders kleine investeringen rendabel te maken, terwijl op deze manier ook het risico wordt vermindert door de onderliggende activa te diversifiëren. In ruil voor de verkoop van activa ontvangt de bank liquide middelen ter waarde van de leningen. Vervolgens verkoopt de SPV de *asset-backed securities* [ABS] aan investeerders en ontvangt hiervoor in ruil geld. Elk van deze ABS worden ook nog eens afzonderlijk beoordeeld door ratingbureaus en krijgen dus een rating mee. Aan de hand van Figuur 1 wordt het verschil tussen het huidige en het oude systeem wat eenvoudiger uitgelegd door middel van een grafische *Securitization Food Chain*.

Oude systeem



Een huiseigenaar betaalt elke maand zijn hypotheek en het geld gaat naar de lokale geldschieter. Het duurt decennia om hypotheek terug te betalen en dus zijn geldschieters voorzichtig.

Nieuwe systeem



Een huiseigenaar betaalt elke maand zijn hypotheek en het geld gaat naar de lokale geldschieter. Deze geldschieter verkoopt de hypotheek aan investeringsbanken. De investeringsbanken combineren duizenden hypotheek en andere leningen (auto leningen, studenten leningen, creditcard schulden,...) om complexe derivaten te maken genaamd *Collateralized Debt Obligations* (CDO). Vervolgens verkopen de Investeringsbanken die CDO's weer aan investeerders. Als huiseigenaren nu hun hypotheek betalen, gaat hun geld naar investeerders over de hele wereld. Investeringsbanken op hun beurt betalen beoordelingsbureaus om de CDO's te evalueren waardoor velen een AAA beoordeling krijgen, wat de hoogst mogelijke investeringsbeoordeling is. Dit systeem maakte CDO's dan ook nog eens populair bij pensioenfondsen, die alleen hoog beoordeelde obligaties kunnen kopen.

Figuur 1: Securitization Food Chain (Bron: Inside Job, Ferguson).

Dit nieuwe systeem is een **tikkende tijdbom**. Het maakt geldschieters niet meer uit of leners kunnen terugbetalen en dus gaan ze nog riskantere leningen aan. Ook de investeringsbanken kan het niets schelen. Hoe meer CDO's zij verkopen, hoe hoger hun winst is. De beoordelingsbureaus, die worden betaald door de investeringsbanken, hebben uiteindelijk geen aansprakelijkheid als de beoordelingen fout blijken te zijn (Duffie & Gârleanu, 2001). Dit systeem had als gevolg dat de hoeveelheid hypotheekleningen tussen 2000 en 2003 bijna verviervoudigde. Niemand in bovenstaande *Securitization Food Chain* was bekommerd om de kwaliteit van de hypotheek. Er werd enkel gedacht aan het maximaliseren van het aantal leningen en de winst.

2.4 Subprime-leningen aanleiding voor financiële 'bubble'

Een klassiek krediet van eerste keuze, ook wel een *prime*-krediet genoemd, moet voldoen aan verschillende voorwaarden. Deze voorwaarden zijn in Amerika veeleer dezelfde als bij de Europese banken teruggevonden worden. Amerikaanse banken gingen niet enkel leningen toekennen aan kredietwaardige personen (*prime*), maar ook aan minder bedeelde en zelfs werklozen (*subprime*). Dit was mogelijk omwille van de historisch lage rentevoeten en de beperkte inflatie als gevolg van de mondialisering. In combinatie met een opwaartse trend in de vastgoedmarkt zagen makelaars en banken nieuwe opportuniteiten. Het gevolg was dat er begin 2000 een enorme toename was in deze riskante **subprime-leningen**. Er werden bovendien idiote boekhoudmethoden gebruikt, waarmee kon worden verdoezeld dat er geen echte inkomsten waren, maar enkel denkbeeldige, door boekhoudkunstjes gecreëerde inkomsten (Ferguson, 2010).

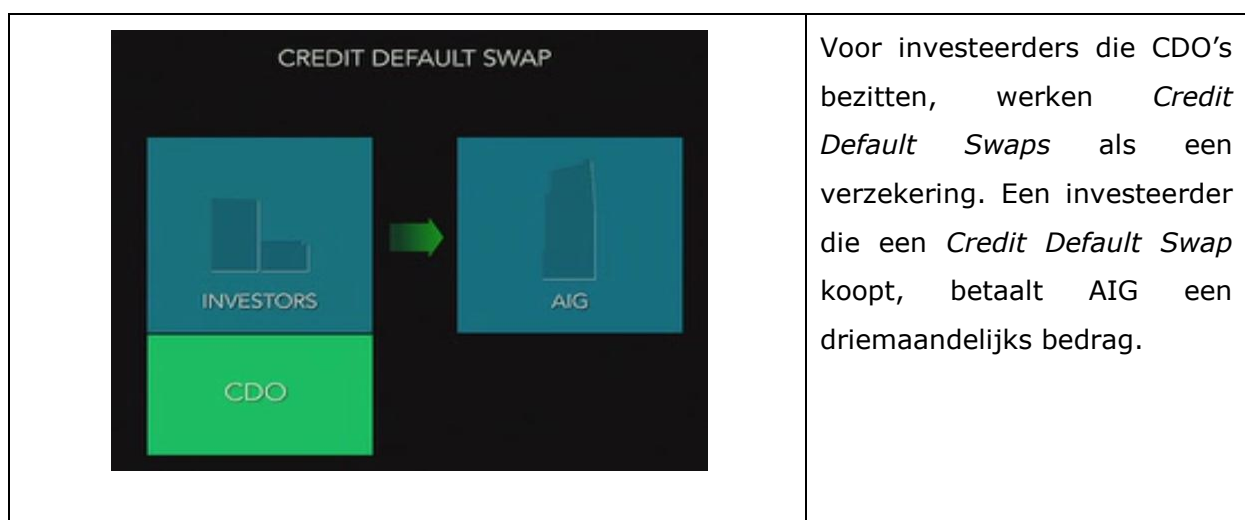
De verstrekking van deze *subprime*-leningen vertoonde in wezen allemaal het karakter van een **ponzifraude**. Ponzifraude is een methode om mensen op te lichten door bijvoorbeeld een belegging aan te bieden met een zeer hoog rendement, waarbij de uitbetaalde gelden deels worden gefinancierd uit inleg van nieuwe klanten. Zo wordt de schijn gewekt van een zeer succesvolle belegging, waardoor steeds meer belangstellenden worden aangetrokken. Maar in werkelijkheid wordt het geld dat ingelegd werd door de klanten helemaal niet gebruikt om in productieve activiteiten te investeren (Henriques, 2011). Investeringsbanken gaven de voorkeur aan deze roofzuchtige *subprime*-leningen omdat ze hogere rente opleverden. Toen duizenden *Subprime*-leningen gecombineerd werden om CDO's te maken, kregen velen nog steeds AAA beoordelingen. *Subprime*-leningen werden overigens verkocht met het volgende idee: aangezien de prijzen van vastgoed blijven stijgen, kan iemand die problemen heeft om zijn lening af te betalen, altijd zijn huis verkopen. In geval van wanbetaling konden de banken een vastgoed in handen krijgen dat meestal meer waard was dan de hypotheek. Jammer genoeg keerde de vastgoedmarkt zich. Gezinnen die hun lening niet meer

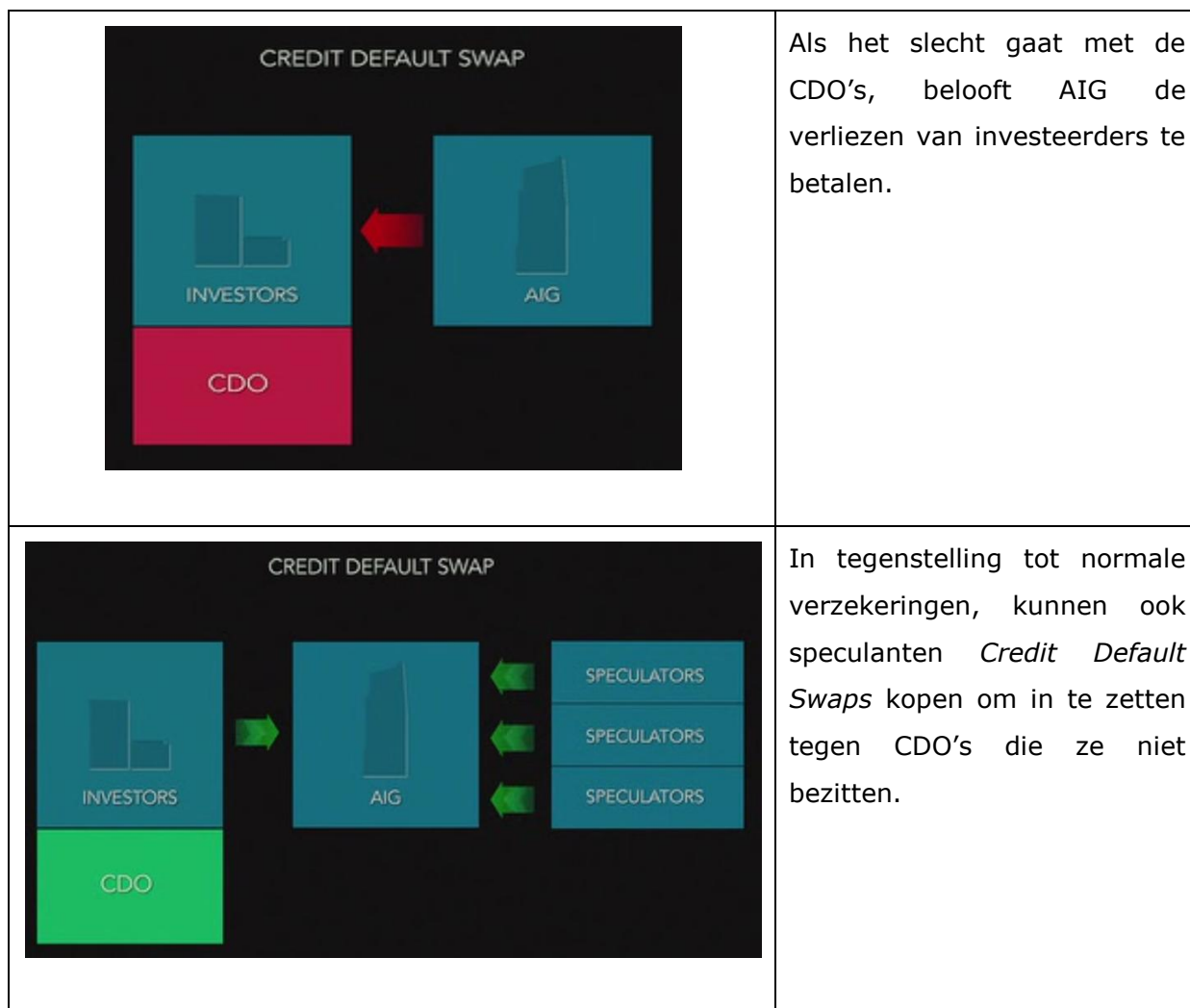
konden aflossen, wilden hun huis verkopen maar dit lukte niet aangezien de markt reeds verzadigd was. Ook werden deze *subprime*-gezinnen frontaal getroffen door een felle stijging van de rentevoeten, een actie van de Amerikaanse centrale bank (FED) om de inflatie tegen te gaan. Begin 2008 barstte de crisis los in Amerika en **mensen verloren massaal hun huizen**. Deze huizen kwamen in de handen van de banken maar dit was een dubbelverlies want ze daalden enkel in waarde (Faljaoui, 2008; Taylor, 2008; Huisman et al, 2009). Het resultaat was de grootste financiële 'bubble' in de geschiedenis. In deze periode stegen de jaarlijkse bonussen op Wall Street enorm. Wall Street-Handelaars en CEO's werden enorm rijk tijdens de 'bubble' (Ferguson, 2010).

Tijdens de 'bubble' (2001-2007) leenden investeringsbanken om meer leningen te kopen en meer CDO's te maken. Hoe meer geld de banken leenden, hoe hoger hun *leverage ratio*. De **leverage ratio** is de verhouding tussen geleend geld en eigen geld. Volgens Daniel Alpert, *managing director* van Westwood Capital, steeg op een bepaald moment de *leverage ratio* van sommige investeringsbanken zelfs boven de 33. In 2004 hielp Henry Paulson, toenmalige CEO van Goldman Sachs, lobbyen voor de *Securities and Exchange Commission* (SEC) om de limieten van de *leverage ratio* te versoepelen. Hierdoor konden de banken nog meer geld gaan lenen (Ferguson, 2010).

2.5 Credit Default Swaps

Niet alleen de *Collateralized Debt Obligations* (CDO) vormden een probleem. Er was nog een andere tikkende tijdbom in de financiële sector. AIG, 's werelds grootste verzekeringsmaatschappij, verkocht grote hoeveelheden derivaten genaamd *Credit Default Swaps* (CDS). In onderstaande figuur (Figuur 2) staat schematisch uitgelegd wat deze CDS's zijn en hoe ze werken (Longstaff, Mithal & Neis, 2002).





Figuur 2: Werking Credit Default Swaps (Bron: Inside Job, Longstaff et al).

Deze laatste stap in Figuur 2 had verregaande gevolgen. Wat volgt is een hypothetisch voorbeeld om dit uit te leggen:

Bij normale verzekeringen kon je alleen iets verzekeren dat je bezat. Stel dat ik een huis zou bezitten en ik zou dit huis willen verzekeren. Ik kan dat huis slechts één keer verzekeren. Bij derivaten krijgt iedereen de mogelijkheid om werkelijk dat huis te verzekeren. Dus ik kan iets verzekeren wat ook door 50 anderen verzekerd werd. Indien mijn huis dan zou afbranden, zou het aantal verliezen in het systeem enorm groot worden.

Aangezien *Credit Default Swaps* ongereguleerd waren, hoefde AIG geen geld opzij te zetten om potentiële verliezen te compenseren. In plaats daarvan betaalde AIG enorme bonussen aan hun werknemers zodra een contract ondertekend was. Maar als later zou blijken dat de CDO's het slecht doen, dan zal AIG hangen. Mensen werden dus **beloond om enorme risico's te nemen** in goede tijden. Ze zorgden voor inkomsten en winst op korte termijn en ontvingen daarvoor bonussen. Het probleem was dat vele CDO's

ondersteund werden door *subprime*-hypotheeklen die waardeloos waren. Dit heeft uiteindelijk geleid tot het faillissement van 's werelds grootste verzekeringsmaatschappij AIG. Tegen het einde van 2006 ging Goldman Sachs nog een stap verder. Allan Sloan (2007) publiceerde een artikel waarin duidelijk werd dat Goldman Sachs niet alleen vergiftigde CDO's verkocht, maar er ook actief tegenop begon te bieden. Door CDS's van AIG te kopen, kon Goldman Sachs inzetten op CDO's die het niet bezat (zoals in Figuur 2 uitgelegd werd) en betaald worden door AIG indien de CDO's faalden. Goldman Sachs kocht voor minstens 22 miljard dollar aan *Credit Default Swaps* van AIG. Deze hoeveelheid was zo groot dat Goldman Sachs realiseerde dat AIG failliet kon gaan en dus verzekerden ze zichzelf tegen AIG's potentieel faillissement.

Ook de **ratingbureaus** gaan niet vrijuit. Zij kregen miljoenen dollars om hoge beoordelingen te geven aan riskante leningen. De ratingbureaus worden betaald op basis van de hoeveelheid beoordelingen die ze doen. Hoe meer AAA-beoordelingen ze geven, hoe meer ze verdienen in een kwartaal. Dit had als gevolg dat het aantal AAA-leningen boemde. Ratingbureaus legitimeerden deze **overschatte beoordelingen** met het argument dat deze slechts hun mening waren en dat niemand verplicht werd om ze te vertrouwen (Ferguson, 2010).

In een reportage van het nieuws- en duidingsprogramma Terzake (2012) op de Vlaamse openbare omroep (VRT), wordt de werking van ratingbureaus uit de doeken gedaan. Twee ex-medewerkers van Moody's verklaren waarom ratingbureaus zoveel geld verdienen aan de *boom* van de financiële sector en welke praktijken zij erop nahielden. Jerome Fons, ex-manager van Moody's, zegt dat beoordelingen van individuele bedrijven in de meeste gevallen vrij betrouwbaar zijn (met enkele uitzonderingen zoals bijvoorbeeld Enron en WorldCom buiten beschouwing gelaten). Dit komt doordat ratingbureaus specialistisch tewerk gaan en een grote vergelijkingsbasis hebben door hun jarenlange ervaring. Bij beoordelingen van individuele bedrijven kan er ver terug gegaan worden in de geschiedenis van het bedrijf en zijn er veel gegevens bekend, ook van de sector in zijn geheel. Hierdoor zijn de statistische resultaten steviger. Volgens Jerome Fons behoren vooral de methodes en criteria om soevereine staten (Frankrijk, USA,...) te beoordelen tot de zwakke kant van kredietbeoordelaars. Er zijn te veel parameters, te veel variabelen die het resultaat kunnen beïnvloeden. Ratingbureaus leggen hierdoor (onterecht) te sterk de **nadruk op politiek**, in plaats van op economische factoren. Economische factoren zijn nu eenmaal de basisfactoren voor kredietbeoordeling: Hoe groot is de schuld? Is er economische groei? Hoeveel rente betalen ze? Kunnen ze die rente aan? Maar jammer genoeg wordt er teveel gekeken naar de politieke systemen en partijen en de onderlinge verhoudingen. Ratingbureaus gaan

zelfs zo ver dat niet de vraag wordt gesteld of het land kan betalen, maar eerder of het land wil betalen. Dit is een grote fout. Er is nu eenmaal geen goed model om de politiek van een land te beoordelen. Kan er een ommekeer teweeg gebracht worden? Kunnen **ratingbureaus een halt toegeroepen** worden? Volgens Jerome Fons zal er verandering komen als één of meer rechtszaken tegen de ratingbureaus succes hebben. Eerst en vooral zal hun reputatie een enorme knauw krijgen. Vervolgens zal het hen geld kosten dat ze waarschijnlijk niet hebben. Bijvoorbeeld Moody's heeft een negatief nettoactief in de boeken. Ze hebben praktisch geen eigen vermogen. Ze geven al hun winsten uit aan dividenden of het terugkopen van aandelen. Kredietbeoordelaars hebben dus geen groot reservefonds om een grote schok op te vangen, mocht de rechter ze veroordelen, althans Moody's niet.

David Levey, tot 2004 directeur van de Europese landenbeoordelingen van Moody's, durft hier minder uitgesproken zijn mening over te geven. Hij legt wel duidelijk uit **waarom ratingbureaus zo populair** zijn en nog steeds blijven: Heel wat beleggingsfondsen hebben uiteenlopende beleggingen in hun portefeuille. In de meeste gevallen hebben deze beleggingsfondsen beperkte middelen en slechts enkele analisten. Ze hebben geen tijd en geld om elke kapitaalzoeker in detail te volgen. Dergelijke fondsen vinden ratings door ratingbureaus zeer nuttig. Ratingbureaus zijn tenslotte specialisten. Het is deze groep beleggers die ratingbureaus zo winstgevend maakt. Extreem grote marktspelers zoals Goldman Sachs daarentegen vertrouwen minder op de ratings, omdat zij nu eenmaal genoeg bronnen en mensen hebben om dat werk zelf te doen.

2.6 Waarschuwingen in de wind geslagen

Amerika werd vanuit verschillende hoeken gewaarschuwd voor de nakende crisis. In 2005 waarschuwde de hoofdeconoom van het IMF (*International Monetary Fund*) Raghuram Rajan dat gevaarlijke stimuleringsmaatregelen tot een crisis konden leiden. Ook Nouriel Roubini, een hoogleraar economie aan de universiteit van New York, en Dominique Strauss-Kahn, *Managing Director* van het IMF, waarschuwden voor een aanstormende crisis indien er niet ingegrepen werd. Deze waarschuwingen werden jammer genoeg niet au sérieux genomen en Amerika liet betijen (Ferguson, 2010).

In maart 2008 kwam Bear Stearns, één van de grootste investeringsbanken, zonder geld te zitten en werd ze ondersteund door een grote kapitaalinjectie van JP Morgan en de Amerikaanse centrale bank Federal Reserve. Enkele dagen later werd de bank volledig overgenomen door JP Morgan. Amper één maand voor het faillissement van Bear Stearns werd het door Moody's nog als AA beoordeeld. Op 7 september 2008 werd de federale overname van Fannie Mae en Freddie Mac aangekondigd, twee grote

hypotheekverstrekkers op het randje van de afgrond. Ook deze instellingen werden als AAA beoordeeld vlak voor hun overname. Twee dagen later kondigde Lehman Brothers recordverliezen aan waardoor de aandelen instortten. Henry Paulson, toenmalig Amerikaans minister van financiën en Timothy Geithner, toenmalige directeur van de Federale Reserve, kwamen op 14 september in een spoedzitting samen met alle CEO's van vooraanstaande Amerikaanse banken om het nakend **faillissement van Lehman Brothers** te bespreken. Er werd beslist om Lehman Brothers failliet te laten gaan om de markten te kalmeren. Henry Paulson had deze beslissing echter niet overlegd met buitenlandse overheden en begreep de gevolgen van buitenlandse faillissementswetten niet. Bijvoorbeeld onder de Britse wet moest Lehman's kantoor in London onmiddellijk gesloten worden waardoor alle transacties stil kwamen te staan. Het onaangekondigde faillissement van Lehman Brothers lag dus aan de basis van de **verspreiding van de financiële crisis** over geheel de wereld. Enkele dagen later bleek ook dat AIG niet overeind kon blijven omdat het zoveel miljarden dollar verschuldigd was aan CDS-houders en ze dit geld niet hadden. Op 17 september werd ook deze instelling gered door een kapitaalinjectie (lening) door de Amerikaanse centrale bank. Deze opeenvolging van feiten zorgde voor een soort van hartstilstand van het wereldwijde financiële systeem. Niemand kon nog lenen. De globalisering van de wereld en verbondenheid van onze economieën hebben deze wereldwijde crisis nog eens versneld (Ferguson, 2010).

2.7 Weinig verandering

Sinds de regering Obama zijn er nog maar **weinig sterke hervormingen** doorgevoerd, ondanks de belofte bij Obama's verkiezing. De Obama administratie weerstond de druk tot regulatie van de beloningen van bankiers, zelfs toen buitenlandse leiders erop aandrongen. In september 2009 vroeg Christine Lagarde, in samenspraak met de Ministers van Financiën van Zweden, Nederland, Luxemburg, Italië, Spanje en Duitsland, de G20 (inclusief Amerika) om strikte regels op te stellen voor bankiersremuneratie. In juli 2010 heeft het Europese Parlement deze regelingen vastgesteld. Maar Amerika heeft nog steeds geen concrete stappen ondernomen. Waar knelt het schoentje? Het merendeel van de huidige economische adviseurs van Obama zaten enkele jaren geleden, toen de slechte structuur gebouwd werd, ook al op dezelfde stoel. Verandering van beleid zonder **verandering van beleidsmakers** lijkt zo goed als onmogelijk in Amerika. Tegen enorme kosten hebben we een totale ramp, zoals *the great depression* in 1930, voorlopig kunnen vermijden en is de economie aan de beterhand. Maar de leiders en instituten die de crisis in Amerika veroorzaakten, hebben nog steeds de macht in handen (Ferguson, 2010).

Andrew Sheng, hoofdadviser van de *China Banking Regulatory Commission*, uitte in de documentaire *Inside Job* eenduidig zijn mening over de bankensector:

“Waarom zou een financieel ingenieur vier tot honderd keer meer betaald moeten worden dan een echte ingenieur? Een echte ingenieur bouwt bruggen, een financieel ingenieur bouwt dromen. Wanneer deze dromen nachtmerries blijken te zijn, betalen andere mensen ervoor.”

Hoofdstuk 3: De gevolgen van de financiële crisis

De aanstormende crisis was reeds lang voelbaar in Amerika. Maar vlak na het faillissement van Lehman Brothers verspreidde de crisis zich aan een sneltempo over heel de wereld. Hoewel de Federal Reserve bij de huidige bankencrisis beter heeft opgetreden dan bij de *The great depression* in 1930, zijn de gevolgen van de huidige bankencrisis toch groter. Dit is vooral te wijten aan de **internationalisering van de bankensector en de economie**. Ten tijde van *The great depression* had ieder land zijn eigen nationale regulering, zonder enige internationale samenwerking. Terwijl *banking panics* zich in die tijd enkel regionaal situeerden, besmette de huidige bankencrisis, die duidelijk zijn oorsprong kende in Amerika, banken over de hele wereld aangezien het bankensysteem nu veel sterker geglobaliseerd is (J. Verdée, 2009).

Volgens Manuel Castells, een vooraanstaand socioloog uit Los Angeles, is het tijdperk van makkelijke leningen, leven op de pof en genieten van het moment, het pluk-de-dagtijdperk, helemaal voorbij. In de beginfase begreep de gewone man in de straat niet goed wat deze crisis inhield. Ondertussen beseft iedereen wat dit inhoudt want het heeft directe gevolgen voor hun inkomen, voor hun baan, de opleiding van hun kinderen,... De gevolgen zijn ook dramatisch voor de overheden. Er ontstaat een **explosie van de overheidsschuld** wereldwijd (Reinhart & Rogoff, 2009). Er moet dus drastisch bespaard worden op alle vlakken en dit zorgt ervoor dat de burgers gefrustreerd raken en in opstand komen. Iedereen kan zich de beelden van Griekenland en Spanje wel voor de ogen halen, massale straatprotesten tot zelfs rellen.

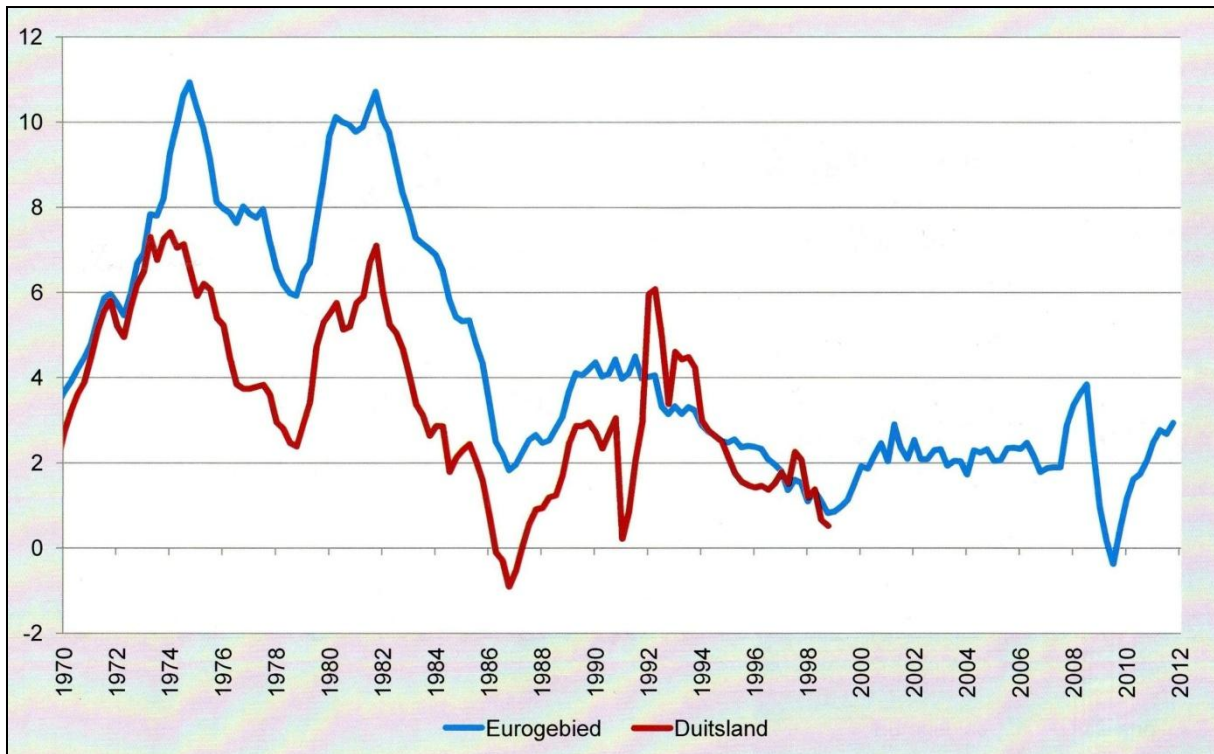
Dit is ook het moment waarop verscheidene wetenschappers de nood voelen om hun krachten te bundelen en tot oplossingen te komen. Een documentaire van VPRO (2011) over de metamorfose van de crisis geeft ons een blik op het *Aftermath Network*, een geheime internationale denktank. Het doel van deze denktank, die bestaat uit vele vooraanstaande sociologische en economische experts, is nadenken over de sociale en culturele kanten van de crisis en zo proberen een inzicht te krijgen in de langetermijnevolgen. Volgens de leden van het netwerk bevinden we ons niet in een na-crisistijdperk. De financiële crisis van 2008 was slechts het begin. Het evolueerde van een industriële crisis naar een werkgelegenheids crisis naar een begrotingscrisis en uiteindelijk bevinden we ons te midden van een grootschalige Europese crisis. Regulering en besparing zijn twee factoren die een uitweg kunnen bieden voor de recessie die we momenteel doormaken. Maar er is **geen uitweg mogelijk zonder vertrouwen** en dat is nu net waar het schoentje knelt. Het vertrouwen in de banken en de financiële sector

moet hersteld worden vooraleer er tot echte hervormingen overgegaan kan worden. Succes zonder vertrouwen bestaat niet.

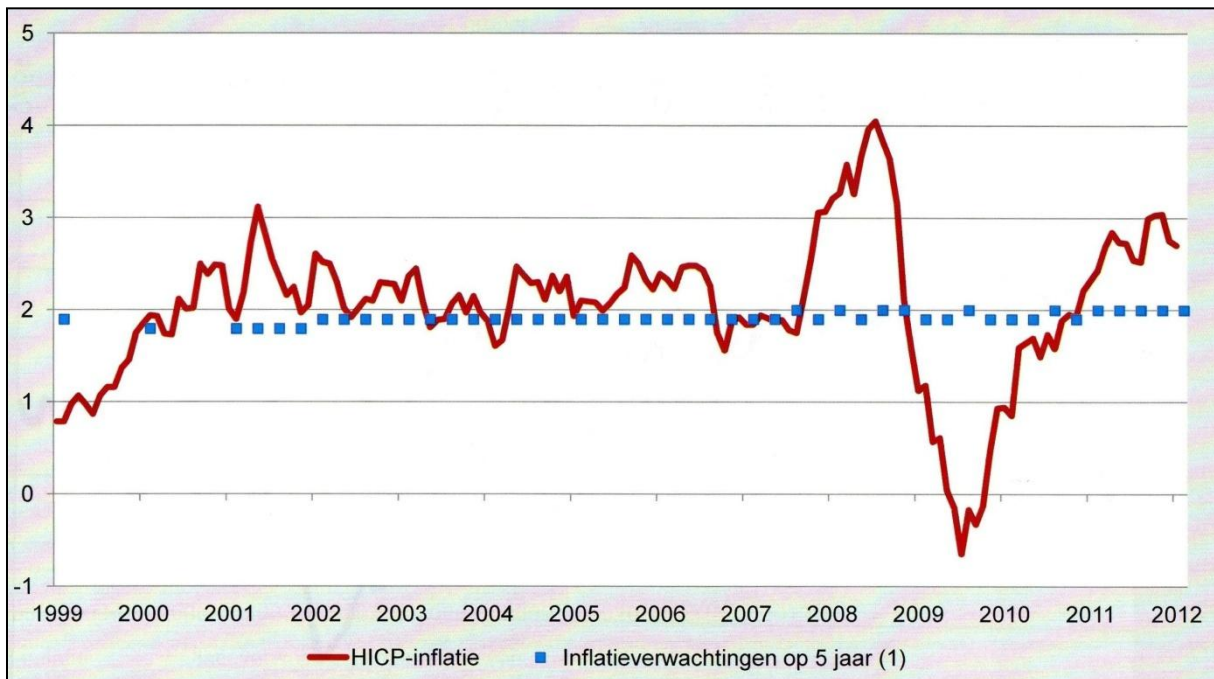
3.1 Gevolgen voor Amerika en Europa

Uiteraard werd de Amerikaanse overheid enorm getroffen door de financiële crisis van 2008. Tot op heden heeft de **Amerikaanse overheid** de grootste schuldenberg. Volgens Reinhart & Rogoff (2009) waren er drie drastische gevolgen. Ten eerste waren de instortingen van activamarkten enorm groot en langdurig. Ten tweede had de financiële crisis als gevolg dat er grote dalingen van de productie en de werkgelegenheid ontstonden. Ten derde explodeerde de reële waarde van de overheidsschuld.

Bovenvernoemde gevolgen zijn ook terug te vinden in **Europa**. Nochtans leek het Europese verhaal **zeer succesvol** te worden. 1 januari 2002 werd de euro als wettig betaalmiddel ingevoerd en dit bracht heel wat voordelen met zich mee: minder transactiekosten, minder wisselkoersonzekerheid, meer prijstransparantie en meer intra-Europese handel (Smets, 2012). De euro zou een stabiele munt worden met een autonome Europese Centrale Bank met als prioritaire doelstelling prijsstabiliteit. De bedoeling was om de inflatie onder, maar dicht bij 2% te houden op middellange termijn, zoals Figuur 3 en 4 aantonen. Al snel werd duidelijk dat de nieuwe munteenheid het zeer goed deed. Figuur 5 van de bilaterale wisselkoers van de euro ten opzichte van de VS-dollar toont dit aan.



Figuur 3: Inflatie (veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, kwartaalgegevens) (Bron: EC, Thomson Reuters Datastream).

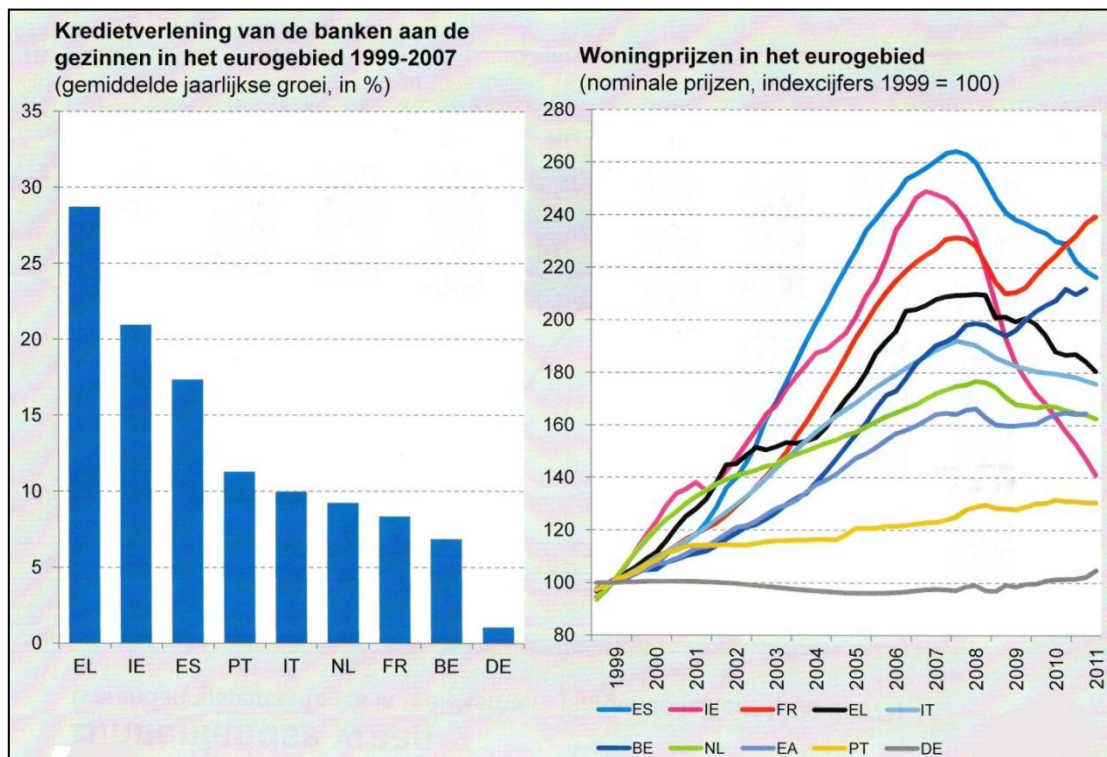


Figuur 4: Inflatie en inflatieverwachting Eurogebied (veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar) (Bron: EC, ECB, Thomson Reuters Datastream).

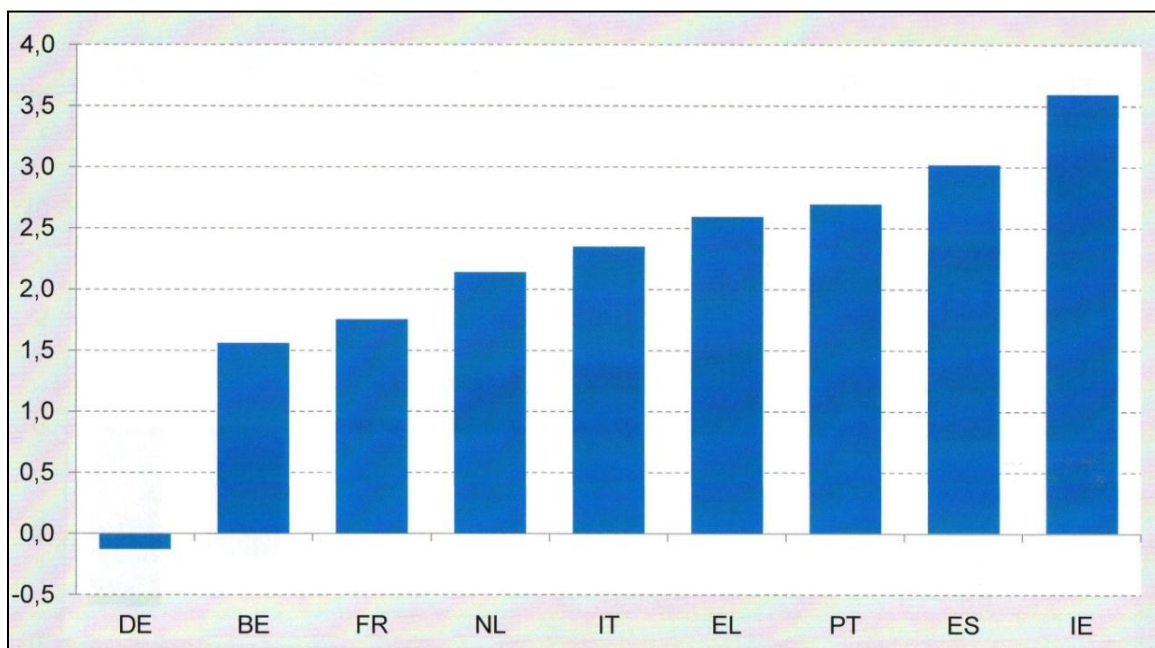


Figuur 5: Bilaterale wisselkoers van euro t.o.v. VS-dollar (Bron: Thomson Reuters Datastream).

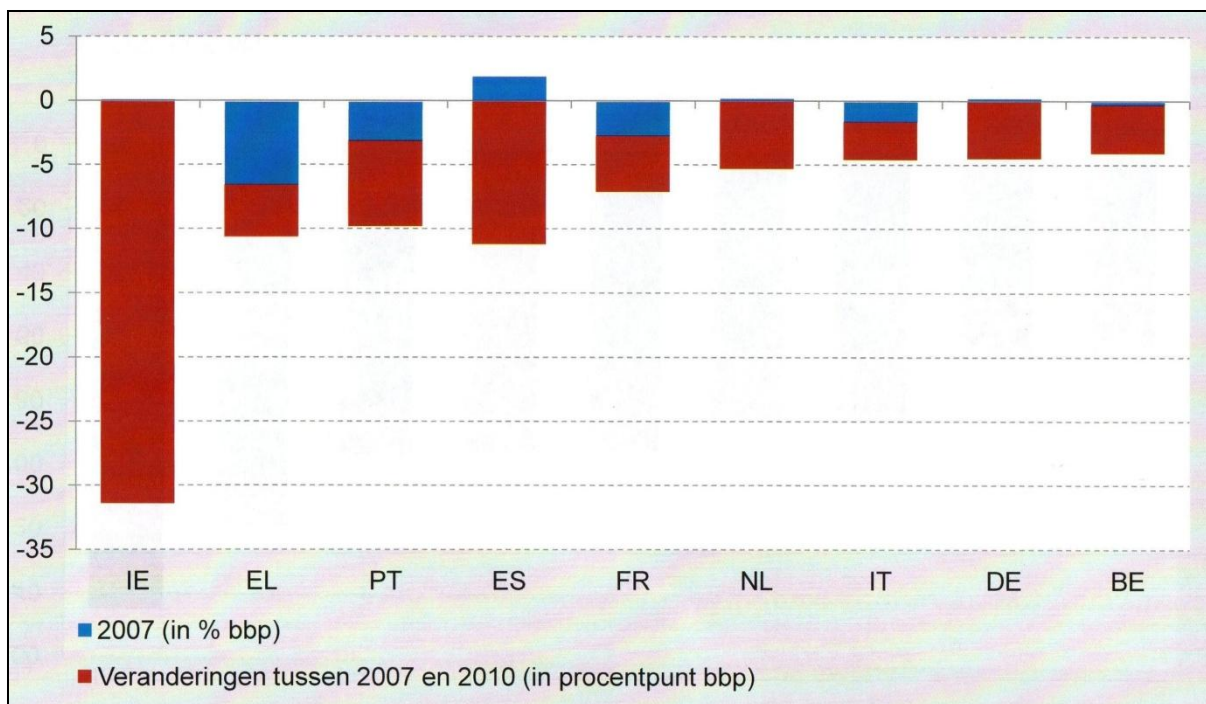
Door de sterke stijging van kredietverlening (Figuur 6), woningprijzen (Figuur 6) en loonkosten per eenheid product (Figuur 7) kwam men ook in **Europa in de problemen**, met enorme overheidstekorten tot gevolg (Figuur 8 en 9).



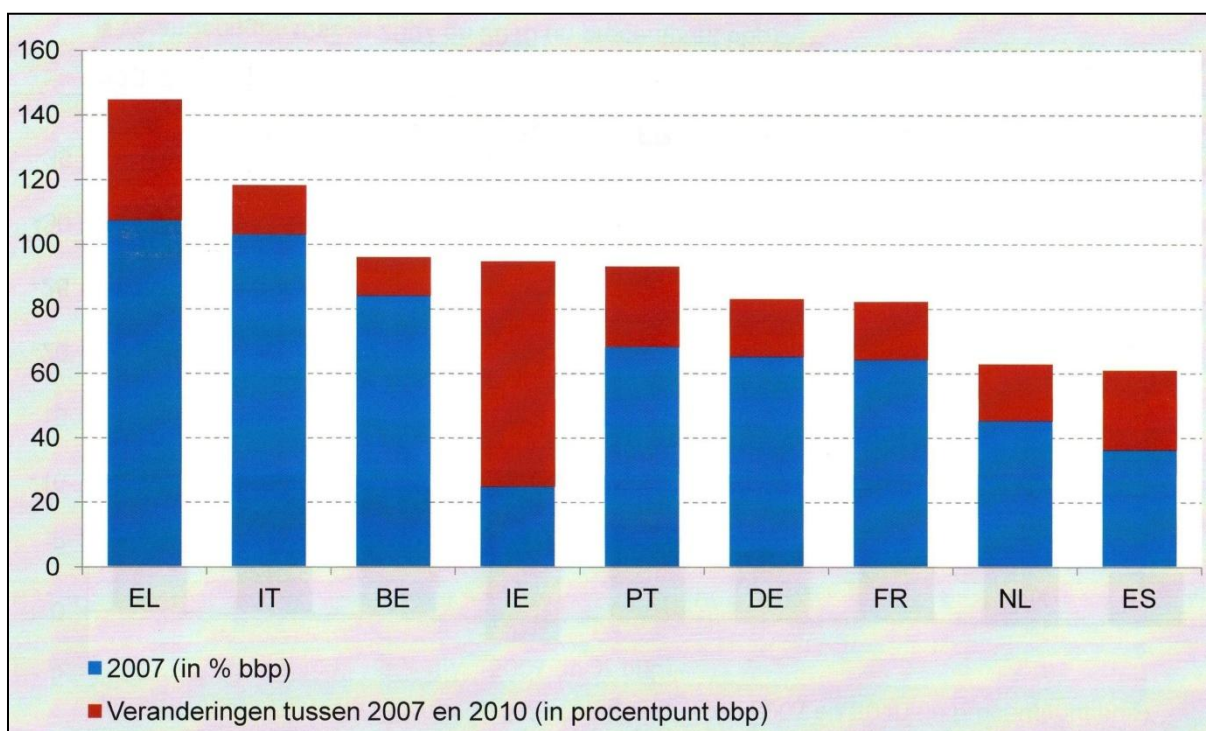
Figuur 6: Kredietverlening en woningprijzen eurogebied (Bron: ECB).



Figuur 7: Loonkosten per eenheid product (veranderingspercentages, jaargemiddelde, 1999-2007) (Bron: EC).



Figuur 8: Overheidstekort in % BBP, in 2010 (Bron: EC).



Figuur 9: Overheidsschuld in % BBP, in 2010 (Bron: EC).

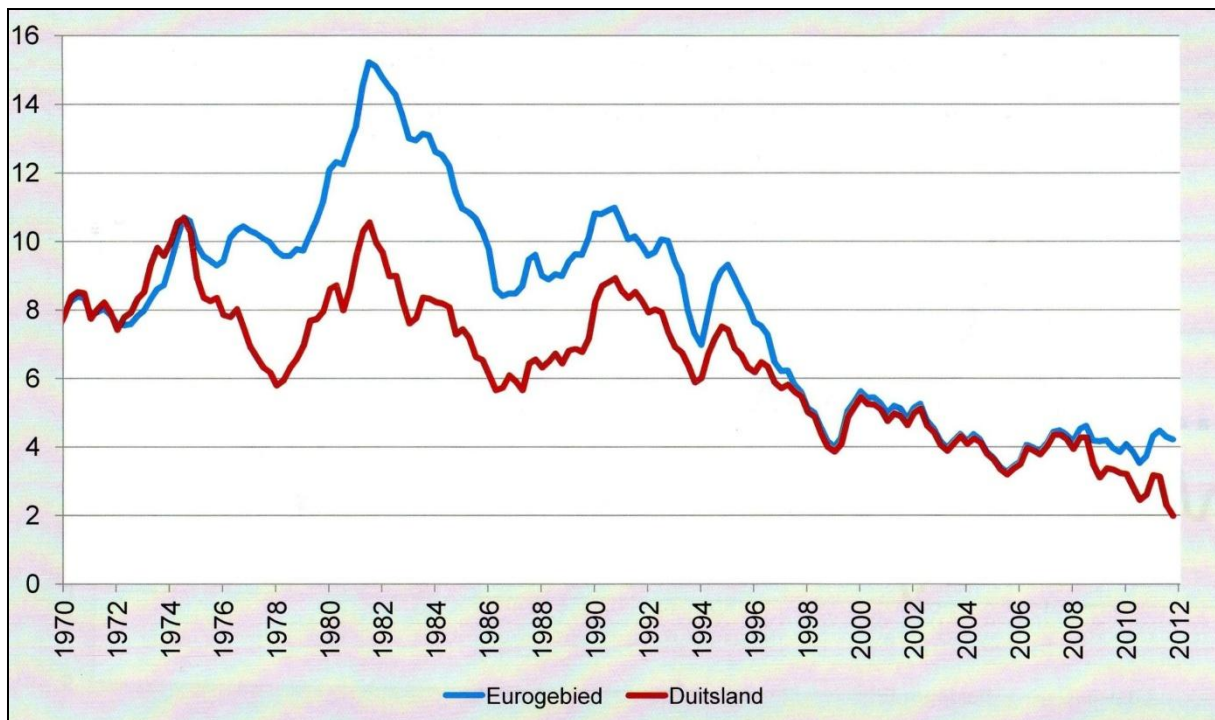
De financiële crisis kende dus begin 2008 zijn oorsprong in Amerika. Met een lichte vertraging brak de crisis ook echt door in Europa. In bijlage 1 kunnen de Figuren 40 (indexen van *credit default swaps*), 41 (obligaties van financiële ondernemingen) en 42 (geldmarktrente) teruggevonden worden. Ook deze figuren geven een duidelijk beeld van de crisis in Europa.

3.2 Reactie van het beleid

In dit deel worden de maatregelen beschreven die genomen zijn als gevolg van de financiële crisis, m.a.w. de reactie van het beleid. Om meer specifieke informatie te vergaren omtrent de maatregelen in Europa en België heb ik een interview afgenomen van Rudi Bonte, Bijzonder mandataris van het banktoezicht bij de Nationale Bank van België. Rudi Bonte is gewezen Directeur van het CBFA en heeft verschillende lopende mandaten bij diverse Europese instellingen. Deze man is dus ideaal geplaatst om objectieve informatie te verstrekken aangaande de gevolgen van de financiële crisis in Europa en België. De informatie die in dit deel van het onderzoek terug gevonden wordt is afkomstig van twee documenten die Rudi Bonte mij bezorgd heeft tijdens het interview: Beschouwingen n.a.v. het jaarverslag 2011 van de NBB, door Jan Smets, 29 februari 2012; ASBA – FSI High Level Meeting on Recent Developments in the Financial Markets and Resulting Supervisory Priorities and Strategies, door Rudi Bonte, 2 April 2009, Lima.

3.2.1 Reactie van het beleid in België

Na de financiële crisis van 2008 is er in België een **parlementaire commissie** samengekomen om lessen te trekken uit de financiële crisis: Bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis. Deze commissie was samengekomen om te kijken hoe de crisis in het buitenland tot stand gekomen was en wat de specifieke situatie van de grote (systemische) banken in België was. De economie en de maatschappij is jarenlang een kredietjunkie geweest. Die kredietverslaving kwam er vooral doordat krediet op een bepaald ogenblik zeer goedkoop was. Figuur 10 i.v.m. de langetermijnrente toont dit aan.

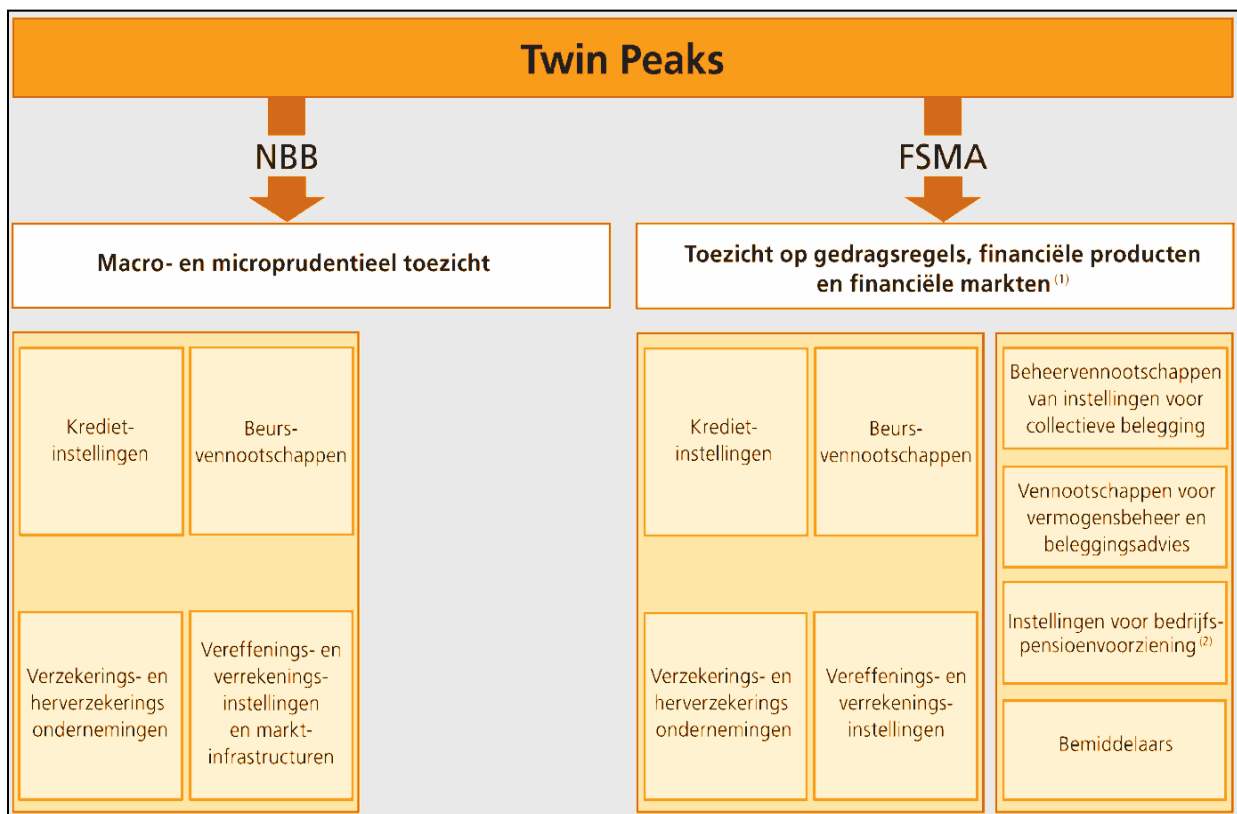


Figuur 10: Lange termijnrente in Duitsland en eurogebied (in procenten, rente op 10-jaars overheidsobligatie) (Bron: Thomson Reuters Datastream).

Ook het expansieve Amerikaanse rentebeleid heeft zijn invloed gehad op België want grote Belgische banken hebben de fameuze *Mortgage-Backed-Securities* [MBS] in hun portefeuille gehad. Een MBS is een *Asset-Backed-Security* [ABS] dat een vordering op de *cashflow* uit hypothecaire leningen vertegenwoordigt. Begin 2008 is er in de Belgische financiële sector twijfel ontstaan over de onderliggende waarde van die effecten. Maar deze twijfel kwam heel laat. Rudi Bonte wist in het interview te vertellen dat hij in maart 2008 een vergadering bijgewoond had over Basel III. De Amerikaanse collega's die aanwezig waren op deze vergadering, spraken toen nog **niet overdreven pessimistisch over de huizen- en hypotheekmarkt in Amerika** (Bonte, 2009).

De financiële crisis is dus ook in België zeer plots en hevig uitgebroken. Volgens Rudi Bonte zijn er twee belangrijke factoren die een hoofdrol gespeeld hebben in de financiële crisis: kredietwaardigheid van de banken en vertrouwen van de klanten. Hoewel de solvabiliteitsratio's van de Belgische banken over het algemeen goed waren, kwamen ze toch in een crisis terecht. Door de negatieve berichtgeving in Amerika, tastte een **gebrek aan vertrouwen** van de klanten de liquiditeit van de banken aan. Zeker bij Fortis was dit het geval, mede door het feit dat er twijfel was over de overname van ABN Amro. Weinig vertrouwen in de banken, twijfel omtrent overnames en het faillissement van Lehman Brothers in september hebben geleid tot een desastreuze situatie. Eens het vertrouwen in de systemische banken verdwenen was konden de banken zichzelf niet

meer redden. Vervolgens zijn de overheden moeten tussenkomen via **noodfinanciering**. Dit gebeurde via de *Emergency Lending Assistance* [ELA] van de Europese Centrale Bank. Niet enkel de financiële situatie van de banken bleek een probleem te zijn. Ook het toezichtkader bleek niet voldoende sterk aangezien de controlefunctie bij één enkele toezichthouder werd geconcentreerd. Het ontwikkelen en implementeren van een **nieuwe toezichtarchitectuur** voor de Belgische financiële sector was dan ook de hoogste prioriteit. Voortbouwend op de aanbevelingen van de Bijzondere Commissie en het Lamfalussy-Comité en zich inspirerend op de ontwikkeling in andere landen van de EU, werd er besloten het specifieke toezichtapparaat te laten evolueren naar een bipolair “*twin peaks*”-model (Smets, 2012; Bonte, 2009). Onderstaande figuur (Figuur 11) geeft weer hoe dit nieuwe model eruit ziet.



Figuur 11: Nieuwe toezichtarchitectuur Belgische financiële sector (Bron: ASBA – FSI).

Zoals eerder vermeld werd, ging het vooral om een **liquiditeitsprobleem** en niet om een solvabiliteitsprobleem, aangezien de solvabiliteit van de Belgische banken goed was. De markt keek echter vooral naar de liquiditeit en hield weinig of geen rekening met de solvabiliteit. En dus moesten er eind september tijdens enkele nachtelijke vergaderingen drastische beslissingen genomen worden: herkapitalisering en uiteindelijke verkoop van Fortis; herkapitalisering van Dexia met tussenkomst van alle aandeelhouders en ook de overheid; hybride kapitaal financiering van de Vlaamse overheid voor KBC.

In België waren er vier grote banken in termen van marktaandeel: Dexia, KBC, Fortis en ING. ING is in feite een Nederlandse bank en is dus ook gered geweest door de Nederlandse overheid. We kunnen dus stellen dat de drie grote Belgische banken Dexia, KBC en Fortis waren. In onderstaande tabel (Tabel 4) kan de relatieve belangrijkheid van systemische banken in bepaalde landen teruggevonden worden (in miljard US-dollar).

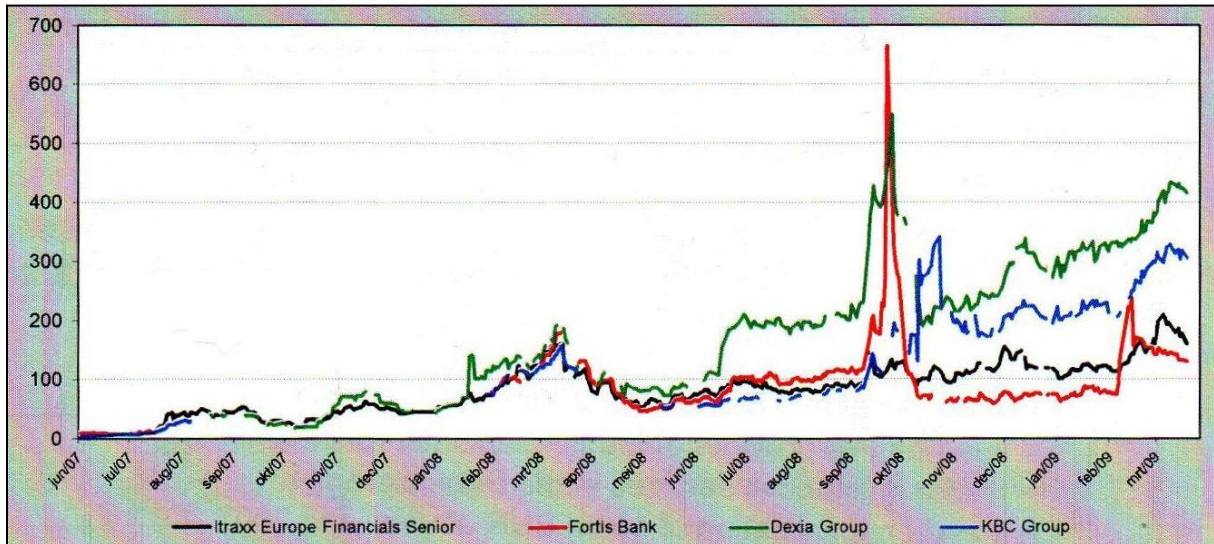
Bank	Balance Sheet Total bn USD	in % GDP
UBS	2005	498%
Kaupthing Bank	85	410%
Crédit Suisse	1197	286%
⇒ Fortis	1270	284%
ING	1906	249%
⇒ Dexia	882	198%
RBS	3.777	134%
Nordea	568	127%
⇒ KBC	519	116%
BNP Paribas	2.475	97%

Tabel 4: Relatieve belangrijkheid van systemische banken (miljard US-dollar) (Bron: CBFA).

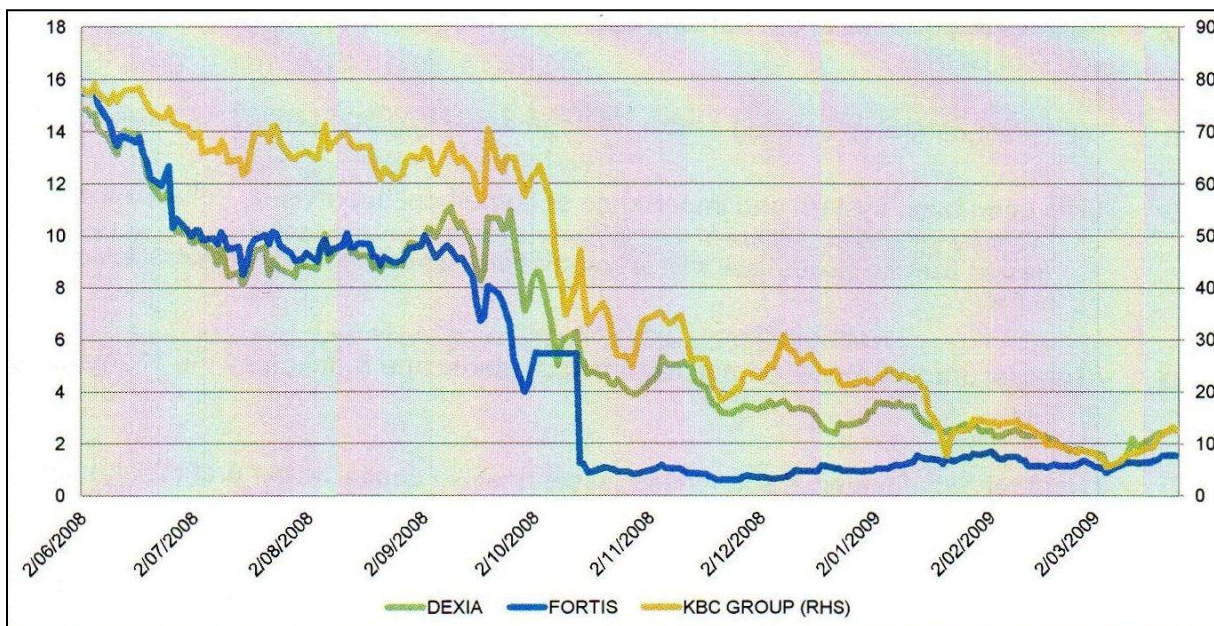
Zo zien we dat de balanstotalen van Fortis en Dexia een veelvoud van het bruto binnenlands product bedragen, wat uiteraard gevaarlijk is. Te grote banken is gevaarlijk, zeker voor een klein land als België. Indien er iets misloopt is het land waarschijnlijk niet in staat deze schulden te dragen. Dit is ook hetgeen is misgelopen in IJsland. Om deze problemen te voorkomen heeft het Basel III nieuwe richtlijnen uitgevaardigd omtrent de *leverage-ratio* (verhouding tussen balanstotaal en eigen vermogen) van de banken. Verder in dit hoofdstuk wordt er nog dieper ingegaan op deze nieuwe eisen die aan de bankensector gesteld worden (Bonte, 2009).

Een eerste probleem dat zich voordeed in België was dus dat de grote banken een **te hoge leverage-ratio** hadden. Het tweede probleem dat zich vormde was het **open banksysteem** in België. Buitenlandse banken hadden een relatief groot marktaandeel in België wat betreft eigendom en activa. Daarbij hadden Belgische bankgroepen ook nog eens veel filialen, dochterondernemingen en substantiële activiteiten in het buitenland. Een derde probleem was de **dominantie van het "bancassurance" model**, gedreven door de vier grootste banken in België (inclusief ING). Dit model ontleent zijn naam aan het koppelen van bank- en verzekeringsactiviteiten binnen één groep. Dit alles leidde tot

een instorting van de drie grote Belgische banken en de hele Belgische financiële sector (Bonte, 2009). Figuur 12 i.v.m. de spreiding van de *collateralized debt obligations* [CDS] en Figuur 13 i.v.m. de aandelenprijzen tonen deze instorting aan.



Figuur 12: Evolutie van spreiding van CDS (5-jaar contract) (Bron: CBFA).



Figuur 13: Evolutie van de aandelenprijzen (Bron: CBFA).

Buitengewone risicoaversie in de markten en algemeen wantrouwen t.o.v. bancaire tegenpartijen heeft de Belgische systemische banken enorm aangetast. Fortis werd het hardst getroffen door twijfels in de markt omtrent de overname van ABN-Amro, herfinancieringsproblemen op de interbank- en *wholesale*-markt en deposito-opnames door professionele tegenpartijen. Dexia werd vooral getroffen door ABS- en CDO-*exposure* via haar monoline verzekeraar in Amerika en door een kwetsbare financieringsstructuur van zijn activiteiten aangaande overheidsfinanciën.

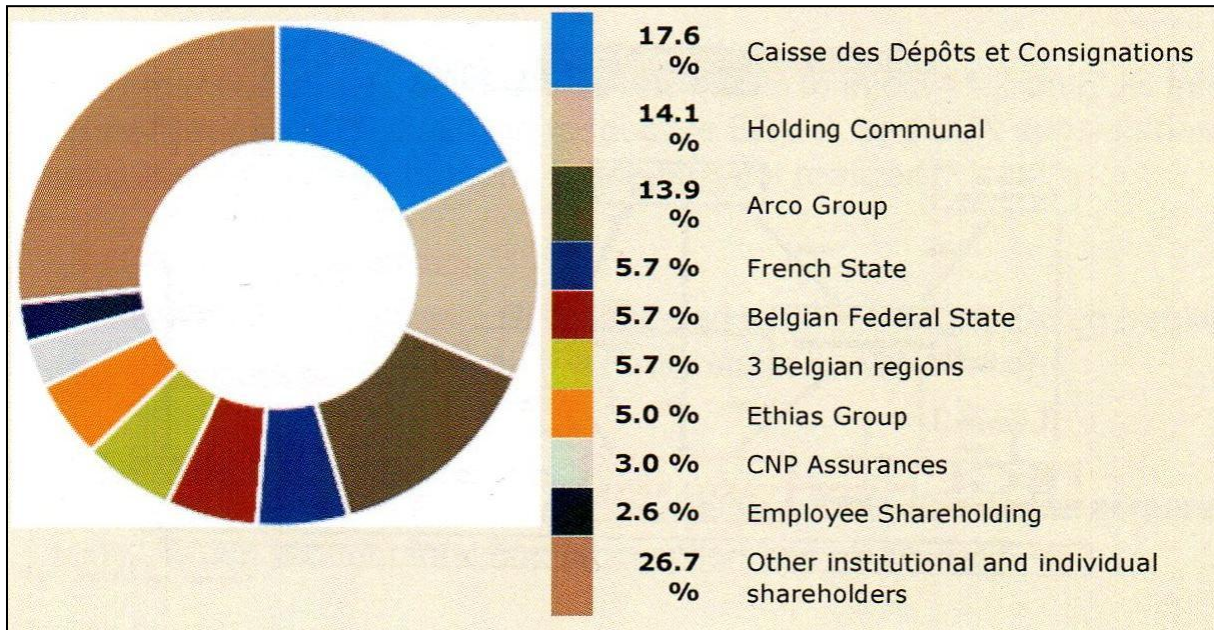
De moeilijkheden bij KBC waren minder uitgesproken maar kwamen later toch aan het licht. KBC leed vooral onder de veranderende *ratings* gekoppeld aan zijn CDO-portefeuille. Ook hun geografische focus op Centraal- en Oost-Europa heeft hen in de problemen gebracht o.a. door de crisis in Italië, Griekenland en Ierland. Er was slechts één oplossing voor deze acute problemen bij de Belgische systemische banken: **overheidsinterventie**. Onder het toezicht van de Europese autoriteiten is de overheid tussengekomen op drie manieren: via herkapitalisering, via overname van slechte activa (bad bank) en via het verstrekken van waarborgen. De specifieke richtlijnen die vanuit Europa opgelegd werden zullen verder behandeld worden in het volgend deel. Hieronder worden de stappen van overheidsinterventie voor de drie grote Belgische banken in detail uitgelegd (Bonte, 2009).

Fortis case:

- 28 september 2008: Overeenkomst tussen Belgische, Nederlandse en Luxemburgse overheid om € 11,2 miljard te injecteren in Fortis (door 49% van de aandelen in dochterondernemingen in respectievelijk België, Nederland en Luxemburg). Maar problemen bij de implementatie zorgden ervoor dat het Nederlandse deel niet gerealiseerd werd;
- 3 oktober 2008: Opsplitsing van Fortis, toen de Nederlandse staat besloot om de Nederlandse bank- en verzekeringsactiviteiten over te nemen (inclusief het Fortis-aandeel in ABN Amro);
- 10 oktober 2008: Volledige nationalisering van Fortis Bank, vermits de Belgische overheid besliste om 100% te verwerven. Dit bracht de totale kapitaalsinjectie op € 11,9 miljard. Bijkomend was ook nog de inschrijving van BNP Paribas door een overeenkomst met de Belgische overheid, Fortis en Fortis Bank. BNP Paribas verwerft 75% van Fortis Bank in ruil voor 11,6% aandeel van de Belgische overheid in BNP Paribas. BNP Paribas verwerft ook nog Fortis Insurance Belgium en zet een gezamenlijke *Special Purpose Vehicle* [SPV] op voor de acquisitie van een € 10 miljard gestructureerde kredietportefeuille van Fortis Bank;
- 8 maart 2009: Overeenkomst tussen de Belgische overheid, Fortis en BNP Paribas over de herziene voorwaarden van het overnameprotocol van 10 oktober 2008.

Dexia case:

- september 2008 - Solvabiliteit: € 6 miljard kapitaalsverhoging door Belgische en Franse overheid en € 0,4 miljard converteerbare obligaties onderschreven door de Luxemburgse overheid, naast de bestaande aandeelhouders;
- oktober 2008 – liquiditeit: garanties van de betrokken staten op nieuwe financiering verhoogd door Dexia tot een kapitaal van € 150 miljard.



Figuur 14: Aandeelhouders van Dexia SA na de kapitaalsverhoging van september 2008 (Bron: CBFA).

KBC case:

- oktober 2008: € 3,5 miljard *non-dilutive* (geen toename van het aantal uitstaande aandelen) *capital securities*, ingetekend door de Belgische overheid;
- januari 2009: € 2 miljard *non-distributive capital securities* en € 1,5 miljard *stand-by facility*, ingetekend door de Vlaamse overheid.

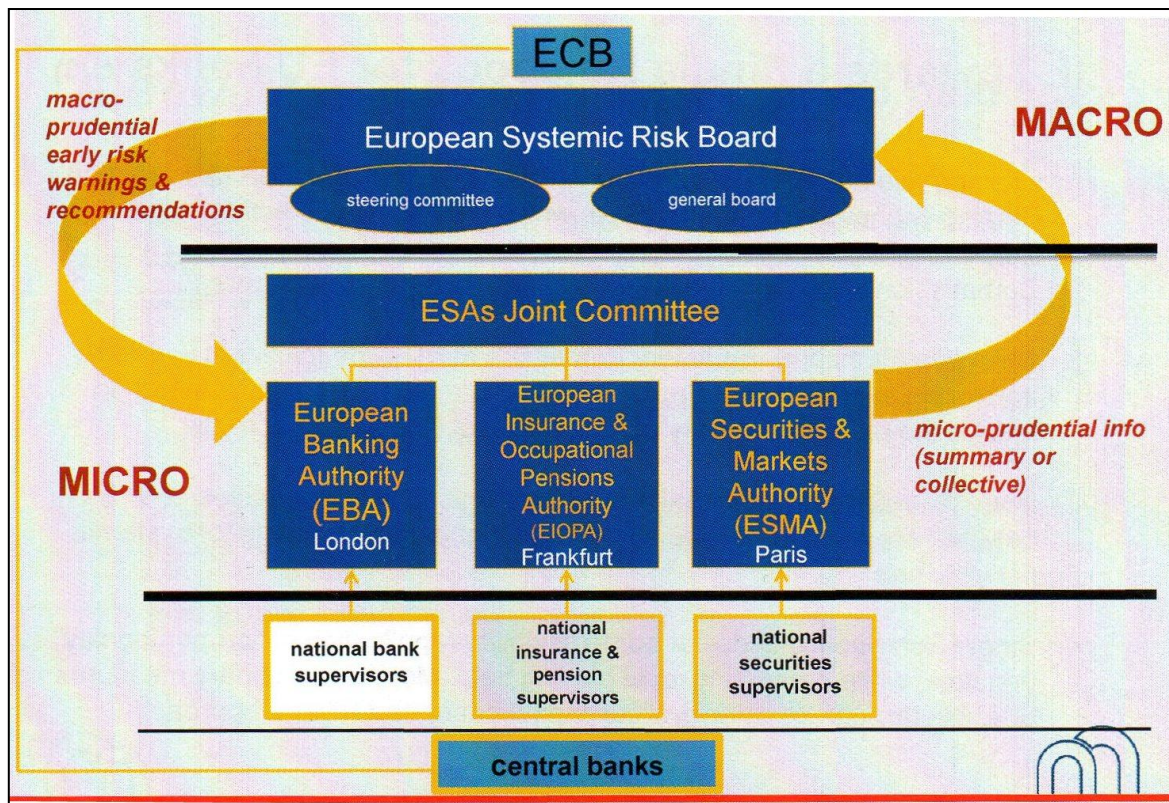
Deze kapitaalsinjecties bij zowel Fortis, Dexia als KBC waren nodig om ervoor te zorgen dat de **Tier 1-ratio** boven de 10% bleef. *Tier 1-ratio* is een kapitaalratio van de buffers die banken aanhouden om eventuele verliezen te kunnen opvangen. Het Basel Comité heeft deze ratio's opgelegd om ervoor te zorgen dat banken extra vermogen hebben om eventuele verliezen op leningen in de toekomst te kunnen opvangen. Als conclusie van de financiële crisis in België kunnen we stellen dat de drie grote Belgische financiële instellingen het zwaar te verduren hebben gehad. Dexia heeft serieus moeten uitdunnen,

KBC bouwt nog steeds af onder druk van Europa en Fortis is zelfs geen Belgische bank meer. Uiteindelijk hebben alle financiële instellingen voor een deel moeten krimpen en hun strategie moeten aanpassen (Bonte, 2009).

3.2.2 Reactie van het beleid in Europa

Sinds de financiële crisis van 2008 werden er op Europees niveau nieuwe mechanismen voor crisisbestrijding en noodfinanciering ontwikkeld. Vanaf 2011 trad het **nieuwe Europese toezichtkader** in werking. De fundamenten van dit vernieuwde Europese toezichtkader zijn gelegd tijdens de G20-evenementen. De G20 heeft na de crisis enkele krachtlijnen uitgewerkt die in Europese wetgeving vertaald zijn. Op termijn zullen deze richtlijnen ook in het nationaal recht worden omgezet. De G20 heeft de koers uitgezet via de Financial Stability Board [FSB]. FSB bevat de toezichthouders van de centrale banken en de ministeries van financiën. FSB heeft zich in de crisisperiode boven het Basel comité gesteld. Er is m.a.w. veel politieke invloed geweest via de ministeries van financiën (Bonte, 2009).

Op internationaal vlak zijn ook de initiatieven van het Basel comité voor het banktoezicht enorm belangrijk geweest. Deze initiatieven zijn in essentie gericht op de versterking van het microprudentieel toezicht, waarbij strengere regels zullen opgelegd worden inzake kapitaal- en liquiditeitsvereisten. Hieronder in Figuur 15 wordt de nieuwe structuur van het Europese toezichtkader schematisch weergegeven.



Figuur 15: Nieuwe Europese toezichtkader (Bron: NBB).

Het microprudentieel toezicht wordt uitgevoerd door nationale toezichthouders, drie ESA comités (European Supervisory Authorities) en een toezichtcollege voor grote grensoverschrijdende groepen. Het **ESA** verschaft drijfkracht voor bindende bemiddeling, onderzoekt inbreuken op de EU-wetgeving en onderneemt *peer reviews*. Het macroprudentieel toezicht wordt uitgevoerd door het **ESRB** (European Systemic Risk Board). Deze instelling houdt zich bezig met het monitoren en beoordelen van potentiële risico's voor de financiële stabiliteit en geeft risicowaarschuwingen aan toezichthouders en autoriteiten. Het ESRB heeft reeds aanbevelingen gegeven over de kredietverlening in vreemde valuta, bijvoorbeeld in Centraal-Europa: In Hongarije hadden de banken veel kredieten verleend in Zwitserse Frank omdat de rente toen heel laag was. Vervolgens is de Hongaarse forint enorm in waarde gedaald en ontstond er een enorm wisselkoersrisico.

Algemeen feit is dat er duidelijk meer aandacht wordt besteed aan systeemrisico's. Ook het **EBA** (European Banking Authority), dat deel uitmaakt van het microprudentieel toezicht, gaat in de toekomst zeer belangrijk worden en gaat meer dan 100 mensen tewerkstellen. Deze EBA krijgt een nieuw wapen in de hand, namelijk de fameuze *binding technical standards* [BTS] waarbij de toezichtautoriteiten standaarden kunnen ontwikkelen die onmiddellijk moeten geïmplementeerd worden in de wetgeving. Bijvoorbeeld als op de zetel in London beslist wordt om een standaard te maken voor de

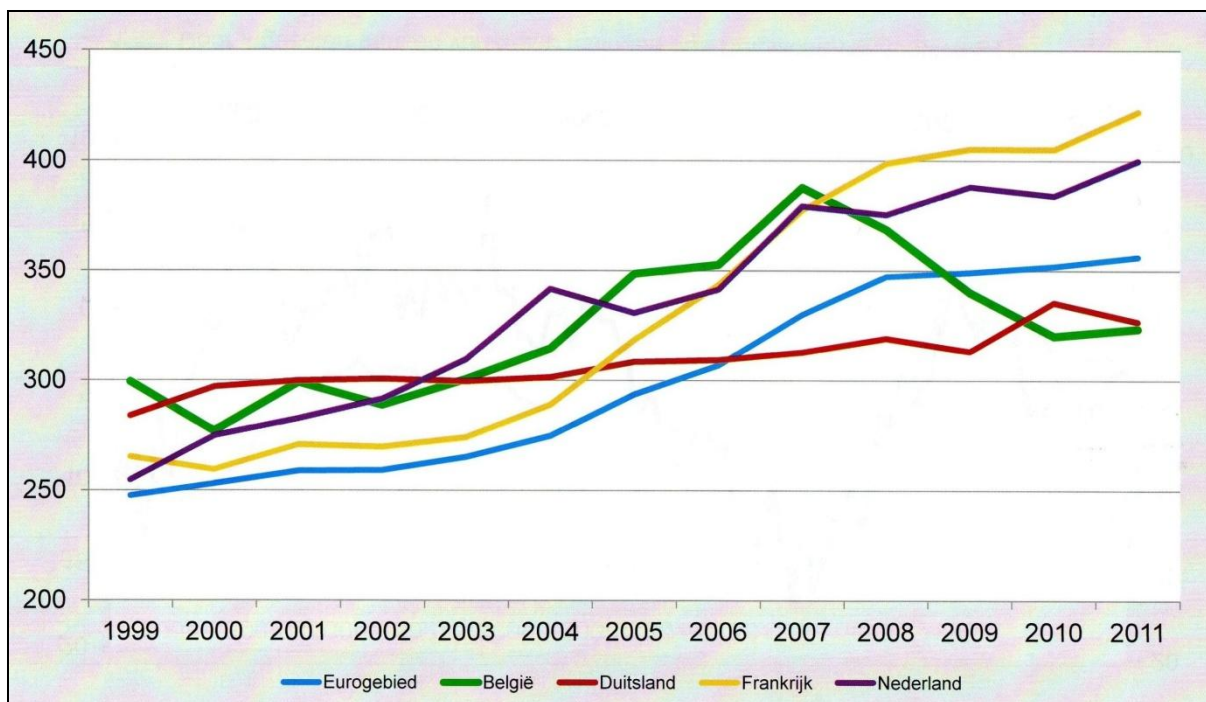
kwalificering van kapitaal-elementen dan geldt dat onmiddellijk in elk van de 27 lidstaten.

De toekomst van Europa ziet er toch wel anders uit dan voor de financiële crisis. Europa wil evolueren naar een *Single Rulebook*: één handleiding die van toepassing is voor alle Europese banken. Ondanks het feit dat het FSB zich in de crisisperiode boven het Basel Comité heeft gesteld, heeft het **Basel Comité** niet stil gezeten. Er werd een nieuw kader opgesteld, genaamd Basel III, met regelingen inzake afwikkeling van crisisbeheer voor grote banken (afspraken over de grenzen heen) en een specifieke aanpak van het SIFIs (Systemic International Financial Institutions). Ook voor verzekeraars werd een nieuw kader opgesteld, genaamd Solvency II. Het Basel Comité heeft enkele maanden geleden een lijst gepubliceerd van alle systemische (grote) banken en tot voor kort stond Dexia daar nog tussen. Maar Dexia zal nu waarschijnlijk verdwijnen na de tweede crisisperiode eind 2011 en begin 2012. De parameters van Basel II waren niet scherp genoeg, vandaar het uitwerken van Basel III. Dit Basel III model zou in 2019 definitief in werking moeten treden. Er wordt m.a.w. geleidelijk overgegaan van Basel II naar Basel III. Volgens Rudi Bonte wordt er binnen het Basel Comité gesproken over *grandfathering*: retroactief kan een bestaande situatie moeilijk recht getrokken worden, vandaar dat het Basel Comité de situatie stilaan laat uitdoven en na verloop van tijd komen we in een nieuwe situatie terecht (Bonte, 2009).

Basel III zal vooral een impact hebben op de kapitalisering- en financieringstructuur van de banken. Er worden drie nieuwe eisen gesteld:

- versterking van de kapitaalstructuur;
- nieuwe eisen qua liquiditeitsratio;
- nieuwe eisen wat betreft *leverage* (verhouding tussen balans en eigen vermogen).

Aangaande deze laatste eis moeten de banken drastisch veranderen. De laatste jaren waren de balansen van de banken enorm gegroeid waardoor deze vaak 50 keer groter waren dan het eigen vermogen. Banken werden dus verplicht om activiteiten af te stoten en in onderstaande figuur (Figuur 16) is duidelijk te zien dat de balanstotalen van de financiële instellingen het laatste decennium enorm gestegen zijn. **Deleveraging** is dus broodnodig (Smets, 2012).



Figuur 16: Balanstotaal van de monetaire financiële instellingen, in % BBP (Bron: ECB, NBB).

Sinds de kapitaalinjecties van verscheidene overheden zijn vele banken 'cash-rich' en blijven ze allemaal op hun geld zitten. Er moet nu toegezien worden op deze kapitaalinjecties en er moet voor gezorgd worden dat de banken zorgvuldig omgaan met het geld. Een zeer belangrijke rol was toen ook weggelegd voor de Europese Commissie die na het uitvoeren van ELA (Emergency Lending Assistance) ging nakijken of de concurrentieverhoudingen in Europa niet 'verkracht' werden. Europa heeft een kader uitgewerkt om alle interventies van de overheden te gaan evalueren en heeft ook herstelplannen opgelegd in termen van **level playing field**. Zowel Rudi Bonte van de Nationale Bank van België als Pierre Wouters, Dominique Coulon en Raf Rollier van Febelfin gebruikten in het interview meermaals de term *level playing field*. Dit is een rechtvaardigheidsprincipe waarbij het niet noodzakelijk is dat elke speler evenveel kansen heeft om te slagen, maar wel dat alle spelers het spel spelen volgens dezelfde regels. Telkens wanneer er een overheid moet tussenkomen bij een bank, wordt er een toetsing door de Europese Commissie uitgevoerd om te zien of dit aanvaardbaar is. Indien het aanvaardbaar is worden er strenge voorwaarden opgelegd, bijvoorbeeld in termen van afbouw van buitenlandse deelnemingen, verbod op concurrentiële prijszetting voor deposito's of kredieten en verbetering van de balansstructuren.

Een nieuw element is ook de **stresstest**. Het EBA heeft een herkapitaliseringstest uitgewerkt om te kijken hoe weerbaar onze banken zijn in geval van crisissituaties. Deze test werd reeds uitgevoerd op 90 relevante banken en omvatte drie grote lijnen:

- alle soevereine risico's in de portefeuille moeten gewaardeerd worden aan marktwaarde, ook al worden deze in portefeuille gehouden tot het einde der tijden;
- welk kapitaal schiet er nog over wanneer er een Tier 1 kapitaalsratio van 9% opgelegd wordt (9% is zeer veel want Basel III legt slechts 7% op, tegen 2019);
- enkele regels van Basel III worden reeds geïmplementeerd en getoetst.

In december 2011 werden de cijfers van deze test bekend gemaakt: een 30-tal banken haalden de objectieven niet en moesten worden geherkapitaliseerd voor meer dan € 100 miljard. Banken moeten dus in de toekomst hun **solvabiliteit versterken** door nieuwe aandeelhouders aan te trekken. Maar wie wil er nog investeren in een bank? Een algemene tendens is dat er meer en meer *private equity funds* naar voren komen als potentiële aandeelhouder. Dit heeft natuurlijk een impact op het beleid van de banken want *private equity funds* zijn meestal korte termijn beleggingen (perspectief van maximaal vijf jaar). Hoe kunnen de banken dan hun solvabiliteit versterken als ze amper nieuw kapitaal kunnen aantrekken? Rudi Bonte formuleerde het als volgt: als je niet op de noemer kunt werken, moet je op de teller werken. De teller zijn de risico-gewogen activa. Je kan deze op 2 manieren doen zakken:

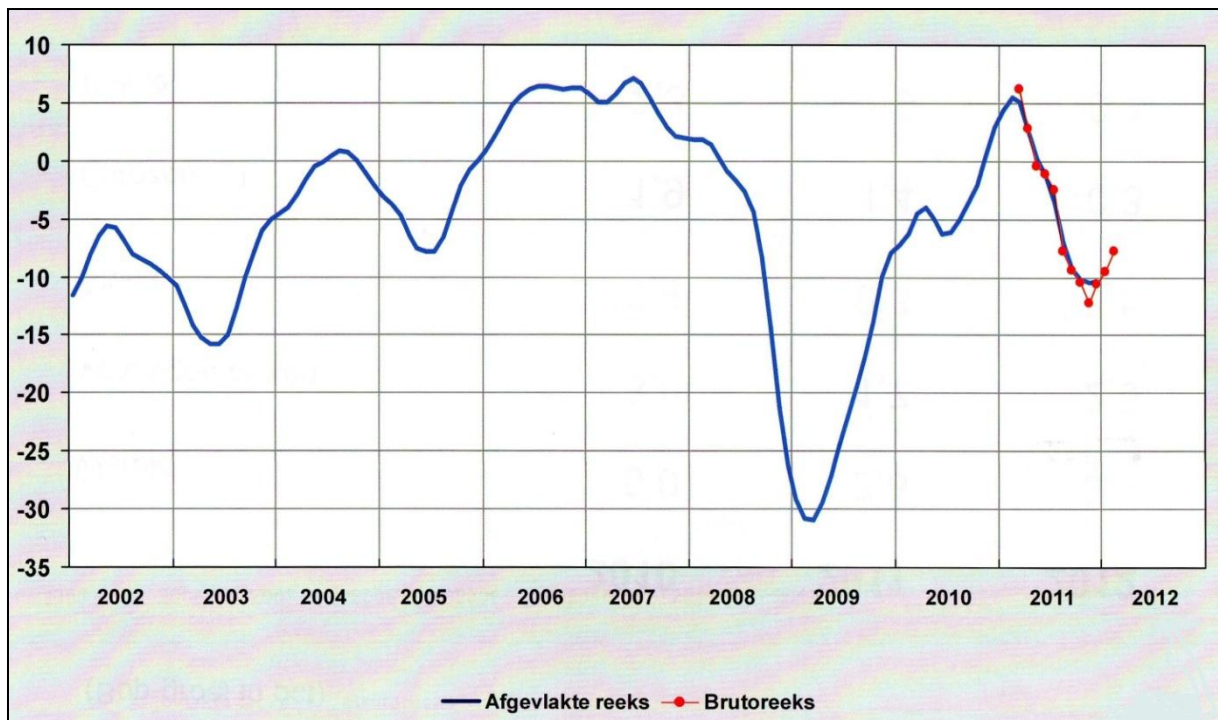
1. balans verkleinen, m.a.w. activa afbouwen (veel Europese banken bouwen hun activa af elders in de wereld);
2. risico-gewogen activa op een meer intelligente manier berekenen, bijvoorbeeld door meer modellen te hebben voor risicoweging en kapitaalsberekening.

Niet alleen de structuur van het toezichtkader in Europa is verbeterd. De **relatie tussen de toezichthouder en de sector** is ook geëvolueerd. De sector realiseert zich dat de toezichthouder niet als boeman moet beschouwd worden. Het is in het wederzijds belang dat er een goed toezicht is. Een bank kan dit als het ware als een marketingmiddel gebruiken: "kijk ik heb een toezichthouder die over mijn schouder meekijkt en dus hou ik mij volledig binnen het kader". Uiteraard vinden de toezichthouders het ook belangrijk dat banken zelf inspanningen leveren en investeren in risicobeheerfuncties en niet alle controle overlaten aan de toezichthouders. Een bank heeft tenslotte twee objectieven: financiële stabiliteit en gezond bankieren.

Een belangrijk en nieuw aspect van nationale toezichthouders is het in vraag stellen van de strategie en het **businessmodel van de banken**. Bijvoorbeeld moet een bank noodzakelijkerwijs naar het buitenland trekken en daar alles opkopen? Is het businessmodel aangepast en voldoende flexibel om de uitdagingen van de toekomst (veranderende *governance*) op te vangen? Welke stappen worden er ondernomen bij een nieuwe crisis (crisisbeheer)? Ook het businessmodel van de banken gaat dus in de toekomst een belangrijke rol spelen. Verder in dit hoofdstuk wordt de toekomst van de financiële crisis meer in detail besproken (Bonte, 2009).

3.2.3 Lessen voor het toezichtkader

Momenteel ligt het begin van de financiële crisis een viertal jaren achter ons en doet de financiële sector het terug beter. Dit wil daarom niet zeggen dat de financiële crisis volledig verleden tijd is. Er bestaat niet zoiets als een plots einde van een crisis, tenminste toch niet in de financiële wereld. De gevolgen zullen nog lang voelbaar blijven in alle regionen van de samenleving, maar behouden optimisme is zeker op zijn plaats. De financiële sector en de economie in het algemeen zal zich stap voor stap herstellen, al moet de bewustwording groeien dat plotse schokken zoals de crisis in Griekenland, Ierland en Italië niet onmogelijk zijn in de komende jaren. Volgens Rudi Bonte is de recente financiële crisis, althans binnen Europa, op te splitsen in twee aparte crisisperiodes. De **eerste crisisperiode** was het uitbreken van de Amerikaanse financiële crisis en de wereldwijde verspreiding, door het faillissement van Lehman Brothers in september 2008. De **tweede crisisperiode** startte met de herwaarderingen van Griekenland, Ierland, Italië en Spanje eind 2011 (Smets, 2012). Op onderstaande figuur (Figuur 17) worden deze twee crisisperiodes duidelijk weergegeven. In bijlage 1 staan ook nog enkele figuren die de specifieke economische situatie van België ten tijde van de crisis weergeven.



Figuur 17: Conjunctuurbarometer NBB (industrie, handel, bouw, diensten aan bedrijven) (Bron: NBB).

Vanaf het moment dat de eerste crisisperiode uitbrak waren er in België reeds enkele **aandachtspunten** vanuit het CBFA:

- grote alertheid omtrent de *subprime* markt en hoe de banken dit waardeerden in hun portefeuille. De ratingbureaus vormden hier een groot probleem aangezien iedereen steunde op deze beoordelingen en ze achteraf niet correct bleken te zijn;
- liquiditeit van de banken controleren d.m.v. *stress testing*;
- openbaarmaking van informatie: wat wordt er gepubliceerd in het jaarverslag en wat moet op de website geplaatst worden?
- zwakheden van de drie grote Belgische banken t.o.v. de anderen. Bij Fortis waren er de twijfels omtrent de overname van ABN Amro en de afhankelijkheid van professionele tegenpartijen. Bij Dexia was er de scheeftrekking in financiering van activa. Bij KBC tenslotte was de sterke activiteit in CDO en de specifieke dimensie van *exposure of Central Europe* een enorme zwakte.

Ondanks deze aandachtspunten sloeg de crisis toch genadeloos toe. Door de verhoogde alertheid en activiteit van de toezichthouders na het uitbreken van de crisis zijn enkele duidelijke tekortkomingen in het toezichtkader aan het licht gekomen. Op Europees vlak kunnen er dan ook heel wat **lessen** uit de recente financiële crisis getrokken worden (Bonte, 2009):

- risicowaarschuwingen: systemische beoordelingen moeten beter geïncorporeerd worden in het dagelijks toezicht;
- business model van banken: zijn er adequate toezichtbevoegdheden om de strategieën van de banken te ondersteunen?
- grensoverschrijdende banken: het *cross-border* karakter van sommige banken maakt het oplossen van de crisis moeilijker (bv. bezuinigingen binnen nationale grenzen, directe interventie van bepaalde EU-takken);
- toezichtcolleges: focus op handhaving en versterking van colleges in EU-agenda's. Hierbij speelt "*variable geometry*" een belangrijke rol. Deze term omvat het idee dat verschillende delen van de Europese Unie dienen te integreren op verschillende niveaus en in verschillende stappen, afhankelijk van de politieke situatie in elk afzonderlijk land;
- crisismanagement: nood aan een geschikt kader, geschikte procedures en grensoverschrijdende regelingen (met betrokkenheid van Centrale Banken en Ministeries van Financiën);
- grensoverschrijdende resolutie voor banken: nood aan bindende en harmoniserende regels voor lastenverdeling, activa- en kapitaaloverdrachten en afwikkeling van crisissituaties;
- hervorming van het financieel toezicht in Europa: EU-leiders hebben een akkoord om het *de Larosière* verslag vast te stellen als een model voor verandering (Wymeersch, 2011). Het *de Larosière* verslag schetst een kader om de Europese Unie te helpen naar een nieuwe regelgevingagenda, een sterker gecoördineerd toezicht en effectieve procedures voor crisisbeheer. De voorzitter van deze groep was Jacques de Larosière.

3.3 Toekomst van de financiële sector

Zoals al eerder vermeld werd heeft de crisis van 2008 ervoor gezorgd dat alle financiële instellingen hebben moeten inkrimpen en hun strategie moeten aanpassen. Volgens Rudi Bonte en Raf Rollier gaat iedere bank in de eerste plaats zijn depositobasis willen beschermen. Vooral de kleinere banken gaan zich allen goed profileren op de nationale markten en dus wordt er een **zware concurrentiestrijd** verwacht in deposito's en kredieten. Deze concurrentiestrijd is uiteraard een gevolg van het verlies aan vertrouwen in de banken.

In december 2011 heeft De Tijd in samenwerking met Ernst & Young een verslag uitgebracht waarin duidelijke cijfers te vinden zijn i.v.m. het verlies aan consumentenvertrouwen. Sylvie Goethals, een vennoot van Ernst & Young EMEA Financial Services Organisation (FSO) Advisory, onthult in het verslag dat 36 procent van de klanten afgelopen jaar van bank veranderde en dat 7 procent van plan is dit vooralsnog te doen. Opmerkelijk is ook dat meer dan 54 procent klant is bij meer dan één bank. Banken moeten dus de komende jaren ervoor zorgen dat ze klanten kunnen aantrekken en vooral aan zich kunnen binden. Onderlinge concurrentie is in de meeste gevallen een zege voor de consument. Of dit in de bankensector ook het geval gaat zijn zal de toekomst uitwijzen.

In België zijn meer dan 100 banken actief, weliswaar 50% bijkantoren van Europese banken. Deze **buitenlandse banken** houden zich hoofdzakelijk met de professionele markt bezig. Er zijn enkele uitzonderingen zoals Rabobank en Deutsche Bank. Deze trekken veel klanten weg van de Belgische banken wat betreft deposito's. Een groot deel van de activiteiten van Rabobank in België bestaat dan ook nog eens uit internetbankieren. Het onderwerp internetbankieren wordt nog verder behandeld in hoofdstuk vier.

Een andere interessante ontwikkeling is de **splitsing van bankactiviteiten**. Aan de ene kant bestaan er depositobanken, die zich voornamelijk bezighouden met lenen en ontlenen van geld. Aan de andere kant bestaan er investeringsbanken, die zich voornamelijk bezighouden met het uitgeven en verkopen van effecten in kapitaalmarkten in de professionele sector (zowel aandelen als obligaties). De afgelopen jaren is de grens tussen deze twee types van banken vervaagd. Meer en meer banken gingen beide onderdelen samenbundelen binnen één bank. In september 2011 heeft de Independent Commission on Banking [ICB], onder leiding van Sir John Vickers, een verslag uitgebracht dat aanbevelingen bevat over de splitsing van depositobanken en investeringsbanken. Het afsplitsen van wat Rudi Bonte in het interview de 'klassieke

bank' en de 'casino bank' noemde, zou het risico op grote crisissen zoals die van 2008 kunnen verminderen.

De Amerikaanse investeringsbank Goldman Sachs heeft de afgelopen jaren vaak onder vuur gelegen wegens teveel macht in de financiële sector. In het **Vickers Report** wordt deze bank dan ook onder de loep genomen. Moeten we schrik hebben van grote investeringsbanken? Is het een goede zaak mochten depositobanken en investeringsbanken in België gesplitst worden? In België blijkt dit debat niet relevant aangezien er geen banken zijn die zwaar investeren in investeringsbanken. In Amerika en Engeland echter heeft deze splitsing wel degelijk zin, als een soort van cordon sanitair rond de depositobanken. In deze context spreekt men van '**ringfencing**': wanneer een gereguleerd openbaar nutsbedrijf zich financieel afscheidt van de moedermaatschappij die zich bezighoudt met niet-gereguleerde activiteiten. Dit wordt voornamelijk gedaan om de consument van essentiële diensten (water, elektriciteit, telecommunicatie) tegen financiële instabiliteit of faillissement van de moedermaatschappij, als gevolg van verliezen van hun activiteiten in de open markt, te beschermen. In dit geval wordt deze methode ook toegepast op de bankensector, aangezien zij tegenwoordig ook wel aanschouwd kunnen worden als een soort van openbaar nutsbedrijf. Dit nieuwe toekomstperspectief van de bankensector impliceert een verhoogde controle. Toezichthouders vragen grote banken om '**living wills**' oftewel testamenten op te maken: Welk plan is uitgetekend in geval van een crisissituatie? Welke activiteiten kunnen snel afgestoten worden? Wat is van levensbelang om te behouden? Ook wordt er nationaal gewerkt aan een betere omkadering van ratingbureaus om te vermijden dat men valse informatie verkrijgt.

Het is alleszins duidelijk dat het model van de banken aan het veranderen is en dus zal de toekomst er ook heel anders uitzien: regulering wordt strikter, onderlinge concurrentie wordt heviger en er ontstaat een **bipolariteit in de bankensector**. Deze bipolariteit bestaat enerzijds uit kleine *domestic banks*, die louter op de nationale markt werken, en anderzijds uit grote *international banks*. Dominique Coulon, Senior Officer Social Affairs bij Febelfin, vertelde mij in een interview dat Michel Barnier, Europees commissaris voor interne markt, een grote voorstander was van het *Vickers Report*. Michel Barnier vindt dat de Vickers en de Europese kapitaalsregels zeer compatibel zijn. Tot op heden zijn er nog geen aanbevelingen van het *Vickers Report* omgezet in wetten, maar in de toekomst is dit niet uitgesloten. Voor alle duidelijkheid, het *Vickers Report* werd ontwikkeld in Groot-Brittannië door de Independent Commission on Banking en bundelde aanbevelingen voor hervormingen om de stabiliteit en de mededinging van bankieren in Groot-Brittannië te verbeteren. Hoewel deze aanbevelingen specifiek op

Groot-Brittannië gericht waren, wordt het verslag als toonaangevend aanschouwd voor de Europese bankensector.

Pierre Wouters, ook Senior Officer Social Affairs bij Febelfin, gaf in een interview zijn mening over het crisisverhaal in Europa. Volgens Pierre Wouters focust de media zich momenteel enorm op Europa. Europa en de euro worden langs alle kanten aangevallen terwijl de tekorten in Amerika en Japan veel groter zijn. Rudi Bonte, bijzonder mandataris van de NBB, deelde deze mening en voegde daar nog aan toe dat de politiek in dit crisisverhaal een grote macht heeft. Misschien zelfs een te grote macht. Uiteindelijk denkt iedereen in de eerste plaats aan zijn kiezers. Er moet een grotere solidariteit binnen Europa ontstaan en pas dan worden er oplossingen gevonden. Jarenlang werd er gebouwd aan een sterke Europese samenwerking maar vanaf de *sovereign crisis* (tweede crisisperiode) in 2011 en 2012, voornamelijk in Italië, Griekenland, Spanje, Ierland en Portugal, zijn alle **banken meer nationalistisch** geworden. Nu wordt deze Europese samenwerking blijkbaar overboord gegooid en kruipt iedereen terug binnen zijn eigen grenzen. Bijvoorbeeld banken die actief waren in andere landen bouwen hun buitenlandse activiteiten af en trekken zich terug binnen de eigen muren. Volgens Rudi Bonte is dit een merkwaardige en zorgwekkende evolutie. De grote banken zullen in de toekomst nog wel *cross-border* blijven werken, maar dan eerder in bijkantoren. Rudi Bonte maakt de vergelijking met Wimbeldon: Wimbeldon is een voorstad van een voorstad van London, een boerengat. Behalve de naam is daar niets te beleven. Hetzelfde verhaal gaat in de toekomst teruggevonden worden bij de grote banken. Banken gaan nog wel op de internationale markt actief zijn, maar behalve de naam gaan deze banken de economie niet veel bijbrengen.

In het vakmagazine Netto van de krant De Tijd vertelt Michel Vermaerke, gedelegeerd bestuurder van Febelfin, dat het momenteel in België niet meer gaat om een bankencrisis. Het is vooral de overheidsschuld als gevolg van de talrijke kapitaalinjecties die ons kopzorgen baart. De toekomst van de eurozone staat op het spel en dus moeten er grondige hervormingen doorgevoerd worden. De enige manier om dit te verwezenlijken is onze economie **ruimte geven om te groeien**. Waken over risico's en financiële stabiliteit verzekeren. Het vertrouwen van de beleggers moet terug gewonnen worden. Michel Vermaerke vindt het een kleine revolutie dat tegen eind juni 2012 de activa van onze banken gewaardeerd moeten zijn tegen marktwaarde. Hij vraagt zich af of de beleidsmakers wel genoeg hebben nagedacht over de gevolgen van hun beslissingen. Waarom zou een financiële instelling die haar obligaties in portefeuille wil houden tot de eindvervaldag, die obligaties aan marktwaarden moeten waarderen?

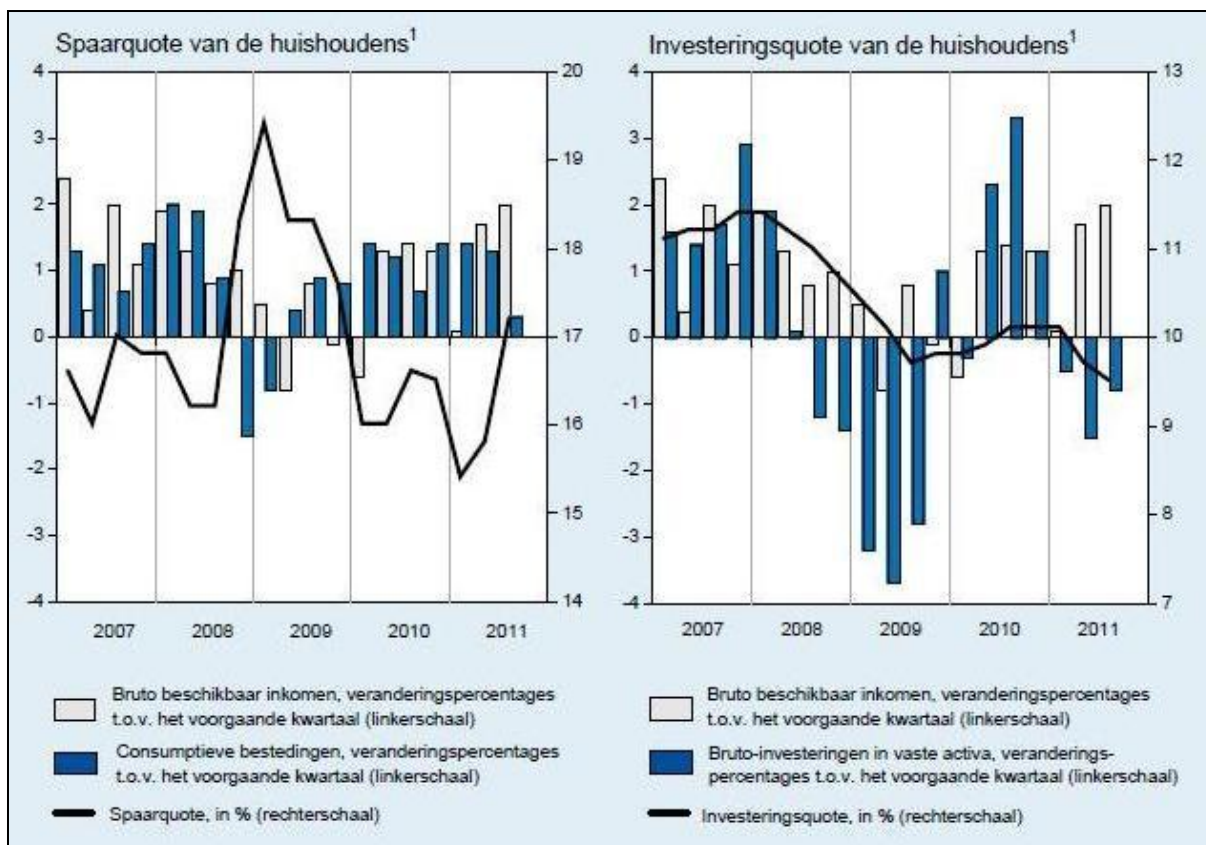
Niet alleen langs de kant van de banken ziet de toekomst er anders uit. Ook langs de kant van de cliënten zal er veel veranderen. Cliënten vragen in de eerste plaats informatie die ze begrijpen. Met het gamma aan complexe producten dat banken tegenwoordig aanbieden is dit niet vanzelfsprekend. Ook bedrijven vragen meer hulp bij het opstellen van kredietdossiers en verlangen dat ze binnen twee weken een duidelijk antwoord krijgen op een kredietaanvraag. Indien de kredietaanvraag afgewezen wordt, verwachten de bedrijven een duidelijke uitleg waarom. Michel Vermaerke voorspelt ook dat **bankieren duurder** wordt. Het is een publiek geheim dat er comfortabele marges genomen worden op depositoactiviteiten. Maar bij kredieten liggen de winstmarges veel te laag. Het spreekt dan ook voor zich dat de recente rentestijgingen de kostprijs van bedrijfs- en woonkredieten zullen verhogen. Dit transformatieproces zal niet bruusk verlopen. Er zal geen *credit crunch* plaatsvinden want de kredietvoorwaarden worden niet verstrakt en de weigeringsgraad zal niet stijgen. Maar stijgende regelgevende kosten, stijgende bankentaks en zwakke winstmarges zullen een stijging van de tarieven tot gevolg hebben. Maatregelen zijn nodig en nieuwe inkomsten aanboren hoort daarbij maar het is wel belangrijk dat maatregelen het beleggers- en investeringsvertrouwen niet ondermijnen (Bollen & Mathieu, 2011).

Philippe Desombre, vennoot van Ernst & Young EMEIA Financial Services Organisation (FSO) Advisory, zegt dat er ook qua **rapporteringsvereisten** grote wijzigingen plaatsvinden. Vroeger lag de focus op de opvolging van de commerciële resultaten. Nu wordt er vooral gekeken naar de inschatting van toekomstige verwachte kapitaalnoden en van de verwachte evolutie van de actief- en passiefposten van de balans. Ook de afweging in *real time* van de balans tussen risico en rendement wordt belangrijker. *Stresstesting* en “*worst case*”-scenario planning zijn hier de modewoorden. Alle trends convergeren in eenzelfde richting: tijdig kwalitatieve informatie verstrekken om zo snel mogelijk beslissingen te kunnen nemen op alle niveaus in de organisatie. Dit alles heeft als doel een mogelijke falings zo snel mogelijk op te sporen en een volgende crisis te voorkomen.

3.4 Vertrouwen speelt een belangrijke rol

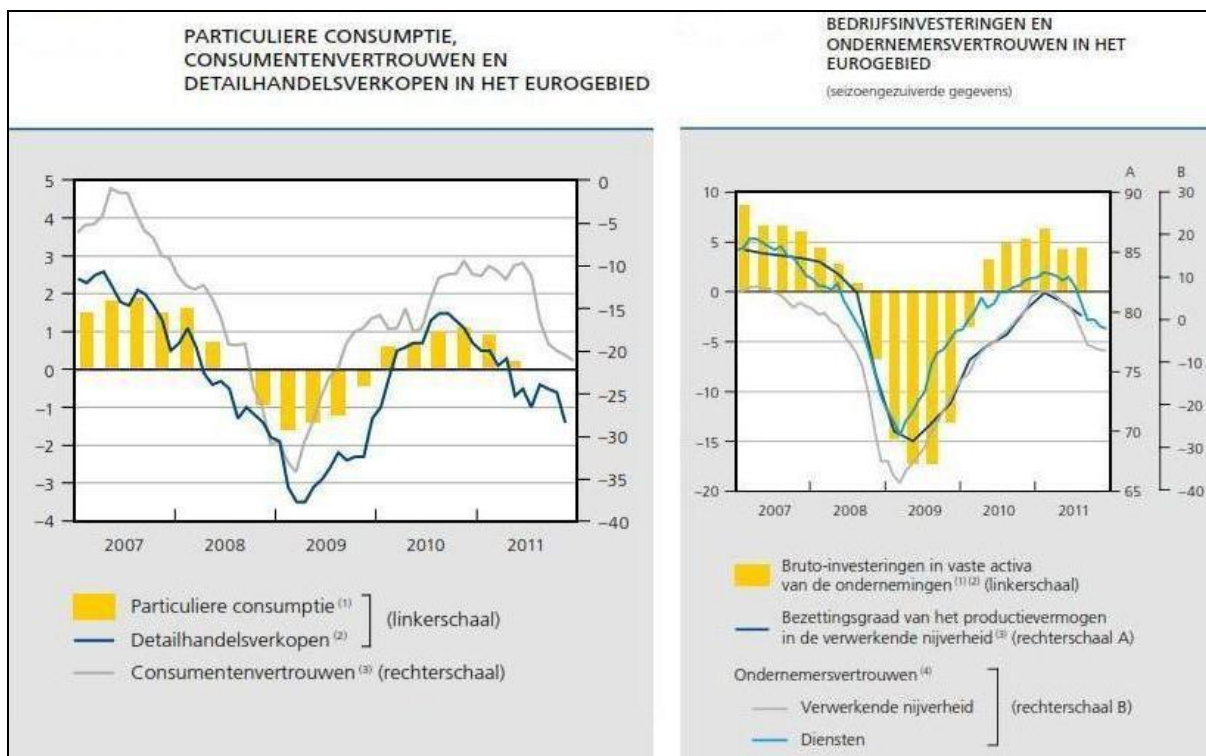
Een overtuigd vertrouwen in de voordelen van globalisering maakte jarenlang onderdeel uit van het bancaire credo. Banken kregen dan ook veel vertrouwen van de burger en zo ging ook de overheid minder grenzen stellen aan de financiële sector. Banken gingen steeds meer gediversifieerde taken op zich nemen en er ontstond een **branchevervaging**. Grootbanken die internationaal actief waren, vervulden zeer diverse activiteiten: bieden van een infrastructuur voor geld- en effectentransacties, verlenen van krediet in allerlei vormen, verstrekken van advies o.m. inzake *mergers & acquisitions*, ter beschikking stellen van de kredietwaardigheid van de bank, tussenkomst in de meest gevarieerde vormen van *trading* en *investing*. Er kon zelfs de vraag gesteld worden of bankiers wel nog producten verkochten die ze zelf begrepen en die ze zelf bereid zouden zijn voor zichzelf te kopen. Deze gevarieerdheid van bancaire activiteiten stelde problemen met betrekking tot de **adequaatheid van de controlefunctie**. Dit werd nog eens versterkt doordat deze controlefunctie bij één enkele toezichthouder werd geconcentreerd die de bankcontrole ook nog met andere toezichtstaken cumuleerde. Dit was één van de grote oorzaken van de financiële crisis van 2008 met een **vertrouwenscrisis** tot gevolg.

De **interbankenmarkt** is een andere, voor de activiteit van de banken fundamentele financieringsbron. Die bron is als gevolg van de slechte marktomstandigheden en het gebrek aan vertrouwen tussen de banken ook stilaan opgedroogd. In september 2008 werd het dieptepunt van deze vertrouwenscrisis bereikt met het faillissement van Lehman Brothers. Hiermee kwam een abrupt einde aan de Amerikaanse opvatting "*too big to fail*" (Verslag Belgische Kamer van volksvertegenwoordigers en Senaat: De financiële en bankcrisis, 2009). Er werden dan ook snel maatregelen getroffen om deze problemen in de toekomst te voorkomen. Vooral Europa heeft met een enorme vaart **nieuwe regelgeving** ingevoerd die uiteraard ook toegepast werd op België. Ondanks deze nieuwe regelgeving blijft, volgens de vooruitzichten van de NBB, de spaarquote stijgen als gevolg van het dalend consumentenvertrouwen (zie Figuur 18 en Figuur 19).



Figuur 18: Spaarquote en investeringsquote van huishoudens (Bron: INR).

Het is dus duidelijk dat er nog gewerkt moet worden aan dit consumentenvertrouwen. Beleidsmakers stellen dan ook alles in het werk om maatregelen in te voeren die dit vertrouwen herstellen. Zoals in vorige paragraaf uitgelegd werd is de algemene tenor in de bankensector er een van "**back to basics**" (Klok & van Uffelen, 2009): splitsing van depositobanken en investeringsbanken, splitsing van bank- en verzekeringsactiviteiten, buitenlandse activa afstoten. Deze "**back to basics**"-beweging heeft opvallende gevolgen op het gebied van het nemen van risico's. Banken die terugkeren naar hun basisfuncties zullen minder winst gaan genereren. Op deze manier wordt het moeilijker om de geleende gelden aan de overheden terug te betalen en blijven de banken langer onder overheidsbewind. Dit is de nachtmerrie van elke topbankier, aangezien de overheden zich nogal intensief met bonussen bemoeien. Het gevolg is dat overheidsgaranties – hoe gek het ook klinkt - de banken net aanzetten om weer meer risico's te nemen (Klok & van Uffelen, 2009).



Figuur 19: Consumentenvertrouwen en ondernemersvertrouwen in eurogebied (Bron: EC, ECB, OESO).

Er is nog een bijkomend probleem: door geen enkel risico te nemen, zoals de overheden eisen, kan een bank net een nieuw risico binnenhalen. Een bank die zijn geld reeds jaren veilig aan de kant zet komt bij een oplopende rente al snel in de problemen. De bank moet dan immers een hogere rente bieden om te voorkomen dat spaarders naar de concurrenten overlopen, maar ze ontvangt zelf nog steeds een lage rente van de kredietnemers. Bovendien zorgt een **risicomijdende bank** voor een afbrokkeling van het ondernemerslandschap, wat niet bepaald ideaal is in een recessie. Banken worden aan banden gelegd in tijden dat ze net zoveel mogelijk geld in de economie moeten pompen. Het terugkeren naar de basisfunctie van de bank is dus niet echt in het voordeel van de bankensector noch in het voordeel van de overheid. Waarvoor dient deze "back to basics"-aanpak dan? Simpelweg om het vertrouwen van de klanten te herstellen (Delarue & Seynaeve, 2010).

Sarah de Pauw, een voormalig studente bedrijfseconomie aan de Universiteit Gent, voerde in 2009 een onderzoek naar de invloed van de financiële crisis op de communicatie van banken. Uit dit onderzoek blijkt dat het consumentenvertrouwen mede hersteld kan worden door een **gerichte manier van reclame**. Financiële instellingen kunnen teruggrijpen naar *corporate advertising*: reclame waarin de nadruk wordt gelegd op het bedrijf zelf en waarin geen product of dienst wordt gepromoot. Prof. dr. C.B.M. van Riel somt in zijn boek *corporate communication* (1999) enkele situaties op waarin

corporate advertising een belangrijke rol kan spelen tijdens een financiële crisis. Hij raadt *corporate advertising* aan wanneer het imago bijgestuurd moet worden, bij een overname (in het geval van Fortis), als er in de pers negatieve berichten verschijnen of gewoonweg om een positief beeld te creëren van de bankensector.

In België voeren momenteel ING, KBC en vooral Dexia veel reclamecampagnes maar vaak handelen deze nog steeds over specifieke producten of diensten. Daarbuiten voeren kleinere banken in België zoals Keytrade Bank, BKCP Bank, Rabobank en Landbouwkrediet vandaag de dag ook **veel reclamecampagnes**. Dit wijst nogmaals op de groeiende concurrentie in de bankensector. Er moet wel gewaarschuwd worden voor sommige crisisresponsstrategieën. De banken kunnen een strategie van "excuses en spijt" toepassen: ze erkennen de crisis en verontschuldigen zich bij de verschillende belanghebbenden om zo hun vertrouwen te behouden. Deze strategie sluit eerder aan bij de Amerikaanse dan de Europese mentaliteit. Een andere strategie die sommige banken toepassen is die van "slachtoffer en underdog": de bank profileert zich als slachtoffer van de Amerikaanse kredietcrisis om sympathie van de belanghebbenden te winnen. Ze betuigen spijt om het geldverlies van hun klanten maar bekennen geen schuld (De Pauw, 2009 & Slangen, 2006). Het is vanzelfsprekend dat de twee bovenstaande strategieën niet geschikt zijn om het consumentenvertrouwen te herstellen. Ook de overheid zal zijn bijdrage doen om het vertrouwen in de bankensector te herstellen, maar het spreekt voor zich dat de grootste inspanningen van de banken zelf moeten komen.

Hoofdstuk 4: De absolute en relatieve winnaars van de financiële crisis

Het woord financiële crisis wordt quasi altijd gekoppeld aan “verliezen”. Maar waar er verliezers zijn, zijn er eveneens winnaars, zeker in een economisch systeem. Wat wordt nu juist bedoeld met “winnaars”? In dit onderzoek worden de winnaars opgesplitst in **twee categorieën**: de relatieve winnaars en de absolute winnaars. Onder de categorie relatieve winnaars behoren diegene die ook verliezen hebben geleden tijdens de crisis, maar minder dan hun voornaamste concurrenten. Dit impliceert dat ze sinds het begin van de crisis in 2008, een sterkere marktpositie verworven hebben. Onder de categorie absolute winnaars vinden we diegene terug die geen verlies hebben geleden tijdens de financiële crisis en eventueel zelfs hun winstmarge hebben kunnen vergroten.

Bij het zoeken naar de winnaars van de financiële crisis wordt de focus vooral gelegd op de **bankensector**. Maar afgezien van de bankensector zijn er ook winnaars te vinden in het **ondernemerslandschap**. Startende ondernemers die erin geslaagd zijn in tijden van crisis een onderneming uit de grond te stampen. Of inventieve ondernemers die erin geslaagd zijn om hun bestaande activiteiten uit te breiden ondanks de negatieve marktsituatie.

Ook de opkomst van **internetbankieren** en **islamitisch bankieren** zal besproken worden in dit onderzoek. Chapra (2008), Bunchuan (2006), Tjittes (2008), Bosschem (2007) en Yudistira (2004) tonen aan dat islamitisch bankieren de afgelopen jaren een enorme opmars kende. Verder in dit hoofdstuk zal blijken of dit een gevolg is van de financiële crisis. In oktober 2008 publiceerde Het Financieele Dagblad dat internet bankieren een lichte groei kende bij het uitbreken van de financiële crisis. Ook omtrent dit topic zal onderzocht worden of er een causaal verband is met de financiële crisis. Het boek *The big Short* (2010) van Michael Lewis geeft een meedogenloze analyse van de oorzaken en de winnaars van deze kredietcrisis. Hoewel het boek niet als legitieme bron voor mijn onderzoek beschouwd kan worden, heeft het toch geholpen om een algemeen kader te schetsen.

4.1 De relatieve winnaars

De relatieve winnaars van de financiële crisis van 2008 worden in dit onderzoek aanschouwd als diegenen die ook geleden hebben maar uiteindelijk relatief gezien sterker uit de crisis gekomen zijn. Bestaande banken die verliezen hebben geleden maar uiteindelijk toch een sterkere marktpositie verworven hebben, worden aanschouwd als relatieve winnaars. Ook hoger management in grote bedrijven die buitensporige ontslagvergoedingen of bonussen hebben verkregen, worden aanschouwd als relatieve winnaars van de huidige financiële crisis (De Laat et al, 2010; Heerma van Voss et al, 2004; Inderst & Mueller, 2010). Internet bankieren en islamitische bankieren worden in verschillende literatuur ook gebombardeerd tot winnaars maar verder in dit hoofdstuk zal blijken dat deze opvatting niet volledig correct is.

4.1.1 Winnaars in de bankensector

Het spreekt voor zich dat de sector die het hardst getroffen is door de financiële crisis de bankensector is. Toch komen vele schrijvers van populaire en zelfs wetenschappelijke literatuur met winnaars in de bankensector op de proppen (Bulté & Weverbergh, 2009; Gertsen & van de Berg, 2009; Martin, 2011; Jubak, 2008). Het woord "winnaars" moet wel in zijn context geplaatst worden. De banken die als "winnaar" worden bestempeld hebben minder verliezen geleden dan hun voornaamste concurrenten waardoor ze een sterkere marktpositie verkregen hebben of in het beste geval andere banken hebben kunnen overnemen.

Fusies en allianties waren alomtegenwoordig in de bankensector tijdens de financiële crisis. Zo wordt de Amerikaanse bank **Wells Fargo** genoemd als een winnaar van de financiële crisis, doordat ze na de overname van Wachovia Corporation actief geworden is in heel Amerika (Peters, 2011). In tegenstelling tot de vele gigantische investeringsbanken in Amerika is Wells Fargo een op particulieren en kleinere bedrijven gerichte bank. Wells Fargo is een behoudende bank en laat de meest riskante leningen graag over aan andere banken. Hierdoor heeft de bank een stabiele, bovengemiddelde netto rentemarge die ieder jaar bijdraagt tot degelijke rendementen op het eigen vermogen. Hoewel ook de *rating* van Wells Fargo de laatste jaren gezakt is, kreeg de bank jarenlang een AAA-beoordeling door zowel Moody's als Standard & Poor's en profileerde ze zich als "The World's Safest US Bank". Door de hervormingen in de financiële sector en de hogere kapitaaleisen werd verwacht dat het rendement op het eigen vermogen negatief beïnvloed zou worden. Maar zelfs met de nieuwe Basel III – eisen (zie Tabel 5) ziet de kapitaalpositie van Wells Fargo er goed uit. Volgens Morningstar Inc., een toonaangevende leverancier van onafhankelijk

beleggingsonderzoek, zijn de activa van Wells Fargo sinds eind 2007 meer dan verdubbeld in omvang, terwijl het aantal aandelen slechts met vijftig procent is toegenomen. Dit houdt in dat aandeelhouders aan het eind van deze recessie een sterker winstpotentieel hebben dan aan het begin. Het is dus niet geheel onterecht dat Wells Fargo als winnaar van de financiële crisis in Amerika bestempeld wordt.

Basel III will impact your capitalization and funding level
1. De kwaliteit van uw kapitaal verhogen: grotere focus op <i>common equity</i> (CE) en een betere aanzuivering van verliezen. <i>Common equity</i> is een maatstaf van het eigen vermogen waarbij enkel rekening wordt gehouden met gewone aandeelhouders en voorbijgegaan wordt aan de preferente aandeelhouders
2. De risicodekking van uw kapitaalraamwerk verhogen: met inbegrip van handelsactiviteiten, securitisaties, blootstelling aan <i>off-balance sheet vehicles</i> , kredietvorderingen op tegenpartijen uit hoofde van derivaten
3. De minimum kapitaalvereisten verhogen: naar een totale common equity norm van 7% (minimum CE van 4,5% + 2,5% <i>capital conservation buffer</i>)
4. Een nieuwe <i>leverage-ratio</i> vereiste als een aanvullende maatstaf bij de <i>risk-based</i> kapitaalsmaatstaf
5. De noodzaak om buffers op te bouwen in goede tijden die dan opgenomen kunnen worden in slechte tijden: <i>capital conservation buffer</i> (2,5%) + anticyclische buffer (bescherming tegen periodes van buitensporige groei) binnen een bereik van 0 tot 2,5%
6. Nieuwe liquiditeitsvereisten: 30 dagen liquiditeitsdekkingsratio + langere termijn structurele liquiditeitsratio
7. Verhogen van de standaarden voor toezichtproces (pijler 2) en openbaarmaking (pijler 3); aanvullende richtlijnen over waarderingspraktijken, stress testing, beheer van liquiditeitsrisico, <i>corporate governance</i> en verloning
8. De nieuwe aanvullende kapitaalbuffers (bereik van 1 tot 2,5%) voor wereldwijde belangrijke systemische banken hebben geen invloed op andere banken

Tabel 5: Nieuwe eisen Basel III (Bron: NBB).

Ook in Europa worden er enkele banken naar voren geschoven als winnaar van de recente crisis. In Nederland is de aandelenkoers van **BinckBank** tussen 2008 en 2009 ondanks de financiële crisis licht gestegen (RTL Z, 2011). BinckBank is genoteerd in de Amsterdam MidKap Index (AMX), de aandelenindex van de Amsterdamse effectenbeurs die middelgrote aandelen vertegenwoordigt. Hoewel deze MidKap in zijn geheel fors is gedaald tijdens de crisis, heeft BinckBank het toch relatief goed gedaan. Het succes van

BinckBank is te danken aan het feit dat BinckBank niet echt een bank is maar eerder een broker. Een broker (effectenmakelaar) is een beursvennootschap die transacties regelt tussen een koper en een verkoper en een commissie ontvangt wanneer de deal wordt uitgevoerd. De focus ligt dus puur op beleggers en eenvoudige bankactiviteiten zoals lenen en sparen zijn dan ook niet mogelijk via een broker. BinckBank neemt voornamelijk opdrachten aan van particuliere klanten en in mindere mate van institutionele beleggers zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen. BinckBank bezit ook geen huizenfondsen waardoor ze het negatieve imago dat daar rond ontstond tijdens de financiële crisis ontloopt. In 2011 is BinckBank ook uitgeroepen tot beste broker door het IEX/Netprofiler Internet Brokeronderzoek. Volgens de online beleggingsadviesleverancier Behr is het aandeel van BinckBank wel terug stevig gedaald door de *sovereign crisis* (crisis van de soevereine staten, voornamelijk in Spanje, Italië, Griekenland en Ierland) van eind 2011 en begin 2012.

Binnen België doen **Rabobank** en **Deutsche Bank** het zeer goed. Hoewel het twee buitenlandse banken betreft, konden zij toch veel Belgische klanten naar zich toetrekken. Alain Moreau, de topman van Deutsche Bank België, zegt in een artikel in de krant De Tijd het volgende: "De mensen weten nog wel dat wij in 2008 geen beroep moesten doen op staatssteun, of op een kapitaalinjectie van een of ander staatsinvesteringsfonds" (De Witte, 2011).

Kranten en vaktijdschriften nemen vaak geen blad voor de mond en spreken openlijk over de winnaars van de financiële crisis. Het is echter niet zo eenvoudig en al zeker niet correct om bepaalde banken als uitgesproken "winnaar" te bestempelen. In het interview met Rudi Bonte, Bijzonder Mandataris van de NBB, werd er tot enkele inzichten gekomen die het onderzoek naar de winnaars in de bankensector een andere wending zouden geven. Grote banken overal ter wereld werden zwaar getroffen door de financiële crisis begin 2008. Vele van hen bezaten slechte waardepapieren van Amerikaanse investeringsbanken en door hun grote afhankelijkheid van de inter-bankenmarkt en *wholesale funding* werd dit fataal. Volgens de *American Bankers Association* verwijst *Wholesale funding* naar leningen die financiële instellingen aanbieden, met of zonder onderpand, afhankelijk van de kredietverstrekker. Banken gebruiken deze methode als aanvulling op hun kernactiviteiten van zichtrekeningen om hun liquiditeit te bewaren en *cash flow* te beheren (Huang & Ratnovski, 2008). Kleine banken waren meer gericht op de nationale economieën, hadden een stevige basis van deposito's en bezaten in de meeste gevallen geen waardepapieren van grote Amerikaanse investeringsbanken. Hierdoor werden de kleine banken in eerste instantie minder getroffen door de financiële crisis van 2008. Maar volgens Rudi Bonte wil dit daarom niet zeggen dat eenvoudige of

kleine banken de meest veilige zijn: door de verliezen van grote banken worden er strenge reglementeringen opgelegd waar ook de kleine banken enorme hinder van ondervinden. Kleine banken vinden dit echter onrechtvaardig aangezien zij vinden dat hun niets te verwijten valt met betrekking tot de financiële crisis van 2008. Maar het gaat nu eenmaal niet anders aangezien er eenvormige regels voor iedereen opgelegd moeten worden.

De tweede crisisperiode daarentegen, met de herwaarderingen van o.a. Spanje, Griekenland, Ierland en Italië, is uitgedraaid op een drama voor de kleinere banken. Vele kleine banken (ook Belgische) hadden heel wat overheidspapier in handen om de simpele reden dat er op die moment niets veiliger bestond. Zeker overheidspapier van eurolanden werd als uiterst veilig beschouwd. Door de negatieve herwaardering van een aantal eurolanden kregen dus ook de kleine banken serieuze klappen. Dit toont nogmaals aan dat een **kleine bank niet noodzakelijk een risicoloze bank** is. Een kleine bank heeft dan ook nog eens het nadeel dat ze in termen van regelgevende beslissingen, qua risicobeheer en qua structuur om de bankactiviteit te dragen, minder mogelijkheden heeft dan een grote bank. Uiteindelijk zijn er in de bankensector geen echte winnaars van de financiële crisis terug te vinden. Iedereen heeft geleden. Specifieke aandelenkoersen van diverse banken op Morningstar, een onafhankelijk beleggingsonderzoeker, tonen aan dat degene die niet hebben geleden in 2008, het eind 2011 en begin 2012 zwaar te verduren hebben gehad. Zoals reeds eerder vermeld zal er de komende jaren een fameuze concurrentiestrijd tussen de banken losbarsten. Diegene die erin slaagt om stevige aandeelhouders binnen te rijven en te behouden, zal als relatieve winnaar van de financiële crisis beschouwd kunnen worden. De komende jaren (2 à 3 jaar) zullen uitwijzen welke financiële instellingen hierin slagen.

4.1.2 Bonussen en ontslagvergoedingen van hoger management

Weinig onderzoekers nemen het woord "winnaars" in de mond wanneer ze spreken over de buitensporige bonussen en ontslagvergoedingen van hoger management in grote bedrijven. Toch zijn velen het erover eens dat het remuneratiebeleid jarenlang buitenproportioneel geweest is en bijgedragen heeft tot het uitbreken van de financiële crisis van 2008. Het onderzoeksgebied van remuneratie werd door velen (Almazan & Suarez, 2003; Bertrand & Mullainathan, 1999; Bushman, Indjejikian & Smith, 1996; DeFond & Park, 1999; Harris, 1990) onderzocht maar een groot deel van deze wetenschappelijke literatuur is niet meer representatief sinds de financiële crisis van 2008.

Het remuneratiebeleid dat ontwikkeld werd vanaf de jaren tachtig was er één van inefficiëntie, blindheid voor ondernemingsrisico's en een steeds hardnekkiger graaien in de portemonnee (Delarue & Seynaeve, 2010). **Buitensporige retentiebonussen** (om iemand te laten blijven) en **gouden handdrukken** (om iemand te laten vertrekken) waren een doorn in het oog van de publieke opinie. Het hele remuneratiebeleid moest herbekeken worden en dus werd er een nieuw tijdperk ingeluid, zowel voor beleidsmakers als voor onderzoekers. Door de hervorming van het Europese toezichtkader heeft men komaf gemaakt met de *regulatory capture*, waarbij de toezichthouder als het ware wordt gegijzeld door de banken die ermee kunnen dreigen om naar het buitenland te trekken of zelfs gewoon failliet te gaan. Verscheidene Europese landen hebben ook een voorstel op tafel liggen om de ontslagpremie (gouden handdruk) te plafonneren tot maximaal één jaarsalaris (Lamfalussy et al., 2009).

Inderst & Mueller (2010) deden onderzoek naar de **optimale CEO vergoeding** en het vervangingsbeleid, meer bepaald wanneer de CEO op de hoogte is van de waarde van het bedrijf onder zijn leiderschap. Het model van Inderst & Mueller (2010) laat zien hoe "slechte" CEO's het best aangezet kunnen worden om ontslag te nemen: het bedrijf kan er best voor zorgen dat voortzetting kostbaar wordt, via hoge *incentive pay* (prikkelende of motiverende beloning), in plaats van simpelweg aftreden te belonen, via ontslagvergoeding. *Incentive pay* maakt voortzetting aantrekkelijk voor "goede" CEO's, die hoge toekomstige *on-the-job* beloningen kunnen verwachten, maar onaantrekkelijk voor "slechte" CEO's, die in plaats daarvan zullen kiezen voor een andere optie buiten het bedrijf. Zelfs onder de optimale oplossing gebeurt het nog dat "slechte" CEO's niet vervangen worden, wat impliceert dat er sprake is van **CEO entrenchment**. *Entrenchment* betekent het langdurig behouden van de huidige positie, in dit geval de positie van CEO, ook al gaat het slecht in het bedrijf. CEO *entrenchment* gebeurt meestal onder de vorm van het achterhouden van negatieve informatie. In dit geval houdt de CEO negatieve informatie achter waardoor de raad van bestuur geen idee heeft van de problemen en de CEO gewoon zijn functie mag behouden. James E. Orlikoff, president van Orlikoff & Associates Inc., een adviesbureau gespecialiseerd in *governance*, leiderschap, strategie, kwaliteit, organisatieontwikkeling en risicomanagement van de gezondheidszorg, citeerde het als volgt (Inderst & Mueller, 2005):

[M]any CEOs still take the "mushroom" approach to their boards: Keep them in the dark and cover them with manure.

Een toename in CEO *entrenchment* zorgt voor een afname van sociale normen. Veranderende omstandigheden (bijvoorbeeld wanneer het bedrijf het plots zeer goed doet) creëren een opportuniteit om op een al dan niet gecamoufleerde wijze bijkomende

voordelen te verkrijgen (Gabaix & Landier, 2007). Zo kopen bedrijven bijvoorbeeld plots **privéjets** omdat dit de wil is van de CEO of een andere topmanager. Een goed voorbeeld hiervan is Lehman Brothers. In de documentaire Inside Job (2010) werd bekend gemaakt dat Lehman Brothers zes bedrijfsvliegtuigen en een helikopter bezat. Richard Fuld, de CEO van Lehman Brothers op het moment van het faillissement, stond ook bekend om zijn uitzonderlijke privébezittingen. Dan is het uiteraard niet vreemd om aan te nemen dat Richard Fuld een aandeel had in de beslissing voor de aankoop van de privéjets. De afgelopen jaren is de **corporate governance** ingrijpend gewijzigd maar jammer genoeg hebben niet alle wijzigingen een positief effect gehad op de remuneratie van managers, hoewel dit oorspronkelijk de bedoeling was. Door een striktere *corporate governance* hebben managers een hogere kans op ontslag. Hierdoor eisen managers een hogere ontslagvergoeding om bedrijven twee keer te doen nadenken vooraleer ze overgaan tot ontslag. Op deze manier wordt de traditie van de buitensporige bonussen en ontslagvergoedingen in de bedrijfswereld deels in stand gehouden (Gabaix & Landier, 2007). Ook in het model van Inderst & Mueller (2010) is er een implicatie terug te vinden dat een reguleringsnorm op ontslagvergoeding, hoewel het CEO rente-extractie zou limiteren, kan leiden tot meer *entrenchment* en een lagere waarde van het bedrijf.

Een andere implicatie van het model van Inderst & Mueller (2010) is dat *incentive pay* en ontslagvergoeding samen in evenwicht moeten veranderen, anders zou de beloning voor falen te hoog zijn. Volgens hetzelfde model zouden bedrijven met een zwakkere *corporate governance* meer krachtige *incentive pay* voor de CEO moeten hebben. Door de zwakkere *corporate governance* kan de CEO quasi zijn eigen loon vaststellen en dus wordt er verwacht dat de CEO in de eerste plaats zijn basis loon zal verhogen. Eisfeldt & Rampini (2008) zeggen dat een manager zelfs beloond moet worden om met slechte informatie over de productiviteit onder zijn/haar leiding naar voren te komen, om op deze manier een efficiëntere allocatie van activa mogelijk te maken.

Bovenvernoemde wetenschappers zijn op zoek naar het optimale remuneratiepakket om ervoor te zorgen dat managers op de juiste manier gestimuleerd worden om het bedrijf goed te runnen. Dit is uiteraard geen eenvoudige opdracht. Hoe goed managers ook gestimuleerd worden om hun taken te vervullen, uiteindelijk ontleend een bedrijf zijn bestaan aan de aandeelhouders, die vooral uit zijn op maximalisatie van de eigen waarde. Aandeelhouders zullen in de eerste plaats kijken naar de beslissing die de grootste koerswinst oplevert, niet naar de beslissing die op lange termijn het beste is voor de onderneming. Tot op heden zijn dus **nog steeds geen eenvormige regels** gevonden die ontegensprekelijk leiden tot het optimale remuneratiepakket. Onderzoekers spreken elkaar dan ook vaak tegen.

Corporate governance experts en economen sinds Adam Smith waren van mening dat de belangen van het management beter waren afgestemd op die van de aandeelhouders wanneer de compensatie van het management mee varieerde met de winst of het verlies van de aandeelhouders (Fahlenbrach & Stulz, 2009). Murphy (1999) zei dat aandelenbezit de meest directe link tussen aandeelhouders en de welstand van de CEO biedt. Toch tonen de resultaten van het onderzoek van Fahlenbrach & Stulz (2009) aan dat er geen bewijs is dat banken met een betere afstemming van de belangen van de CEO's en de aandeelhouders een hoger aandelenrendement hadden tijdens de crisis. In hetzelfde onderzoek werd ook geen bewijs gevonden van het feit dat het rendement van een bank lager was wanneer CEO's hogere cash bonussen kregen. Een plausibele verklaring voor deze bevindingen is dat CEO's de focus legden op de belangen van de aandeelhouders in de aanloop van de crisis en acties ondernamen die zij geloofden dat de markt ten goede zouden komen. Achteraf waren deze acties kostelijk voor de bank en henzelf wanneer de resultaten slecht bleken te zijn. Deze slechte resultaten werden niet verwacht door de CEO's in de mate dat ze hun aandelenbezit niet verminderden in afwachting van slechte resultaten. In dit geval zou er zodoende geconcludeerd worden dat banken verloren hebben tijdens de crisis en dus CEO's ook. Jammer genoeg blijkt dit niet overal het geval te zijn geweest. Vele financiële instellingen (vooral in Amerika) hebben hun CEO's buitensporige ontslagvergoedingen toegekend alvorens ze in vereffening gingen. Dit wil daarom niet zeggen dat de ondergang van een bank altijd rechtstreeks te wijten is aan de CEO en hij bijgevolg deze ontslagvergoeding niet verdient. Maar iemand zo rijkelijk vergoeden voor wat het einde van de bank betekent, is een **doorn in het oog van de publieke opinie**.

Niet enkel de buitensporige ontslagvergoedingen vormden een probleem. Topmanagers die jarenlang hun zakken gevuld hadden met **gigantische bonussen** terwijl ze hun bedrijf naar de afgrond leidden, liepen weg van het wrak met hun fortuin intact. Onder andere de documentaire *Inside Job* (2010) bracht deze exuberante bonussen in de media: De CEO van Lehman Brothers, Richard Fuld, streek in totaal 485 miljoen dollar op; Joseph Casano, hoofd van AIG FP, kreeg 315 miljoen dollar; Countrywide's CEO Angello Mozilo verdiende 470 miljoen dollar tussen 2003 en 2008, waaronder 140 miljoen uit verkoop van zijn Countrywide aandelen twaalf maanden voor de instorting van het bedrijf; Stan O'Neal, CEO van Merrill Lynch, ontving meer dan 90 miljoen dollar tussen 2006 en 2007 en na het faillissement nog eens een ontslagvergoeding van 161 miljoen dollar. Tot op heden is nog steeds niemand van de bovenvernoemde managers officieel veroordeeld voor fraude, laat staan dat ze hun verdiende bonussen hebben moeten teruggeven. Topmanagers die buitensporige bonussen en ontslagvergoedingen verkregen hebben worden bijgevolg in dit onderzoek aanschouwd als **relatieve winnaars van de**

financiële crisis. Relatieve winnaars in de zin dat ze enorm veel geld verdiend hebben maar uiteindelijk ook hun job zijn kwijtgeraakt.

Uit een interview met Rudi Bonte, Bijzonder Mandataris van de NBB, bleek dat de problematiek van remuneratie best op Europees of zelfs internationaal vlak aangepakt kan worden. Het heeft bijvoorbeeld geen zin om regels in de Belgische context uit te vaardigen. Ondertussen wordt er internationaal druk gewerkt rond deze kwestie: Financial Stability Board (FSB), Basel Comité, Committee of European Banking Supervisors (CEBS) en European Banking Authority (EBA) hebben **richtlijnen uitgevaardigd omtrent het remuneratiebeleid**. Deze richtlijnen handelen steeds over drie belangrijke zaken:

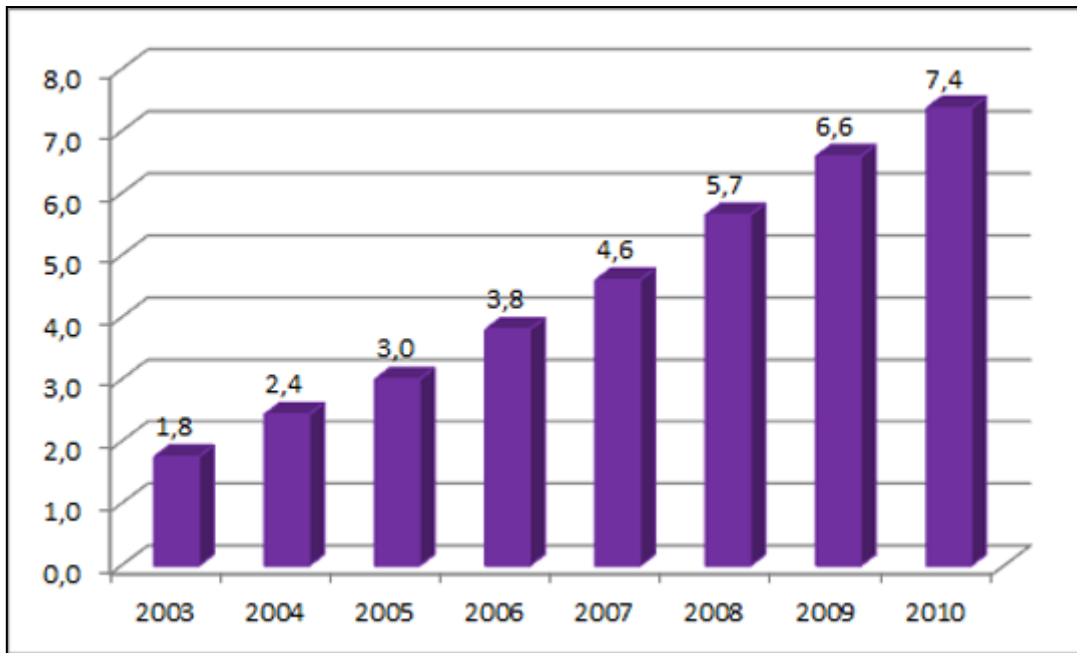
- *governance*: hoe wordt de remuneratie van de leiding gestuurd? Wat is de rol van de raad van bestuur en het remuneratiecomité?
- *risk alignment*: Hoe wordt ervoor gezorgd dat de remuneratiestructuur aangepast is aan het risicoprofiel van de bank? In de eerste plaats moet gezond bankieren aangemoedigd worden. Een bonus mag geen stimulans zijn om business te maken en de resultatenrekening op te drijven. Ook de discussie in verband met het vaste of variabele karakter van de verloning komt hier ter sprake, zoals ook de spreiding van de betaling (niet alle loon in één keer uitbetalen);
- *transparantie*: hoe kunnen de banken adequaat communiceren naar buiten? Een belangrijke stap in dit proces is het bekendmaken van het remuneratiebeleid.

Een veranderend remuneratiebeleid vormt internationaal de algemene tendens. Vooral de **Europese landen zijn de grote voortrekkers**. Hoewel de wereldwijde crisis zijn oorsprong kende in Amerika, zijn er in dat land nog maar weinig richtlijnen in de praktijk omgezet. Het remuneratiebeleid in Europa wordt momenteel grondig hervormd, maar als Amerika niet volgt ontstaat er een wanverhouding met zware concurrentiële nadelen voor Europa tot gevolg.

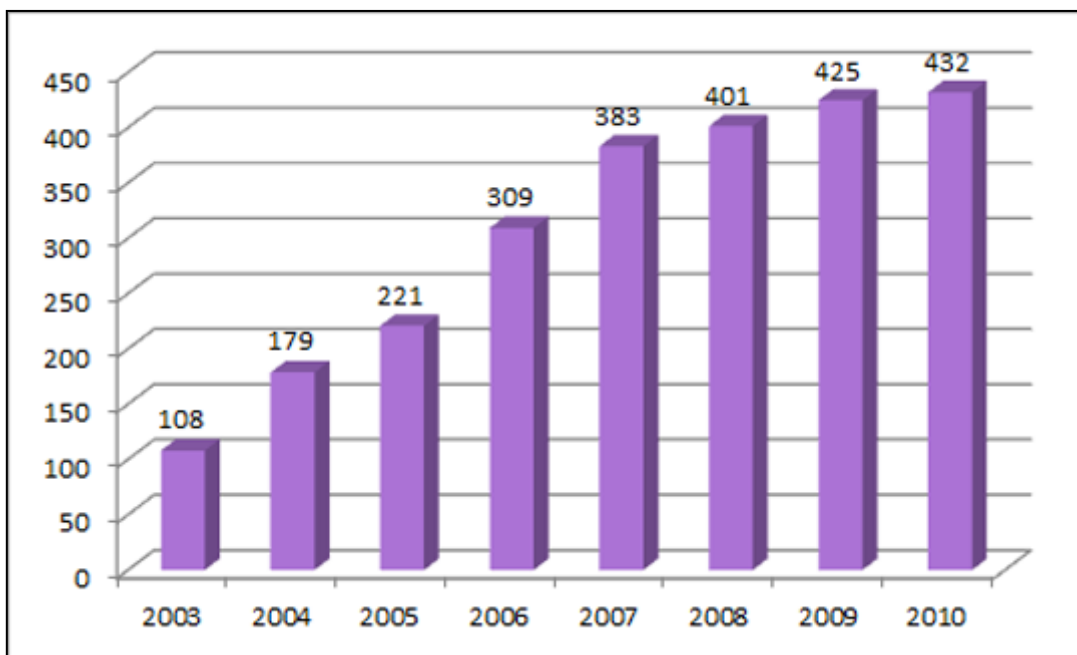
4.1.3 Internetbankieren

Internetbankieren houdt in dat een klant zijn bankzaken via internet kan regelen. Internetbankieren maakt het mogelijk om online geld over te maken, automatische betalingen in te stellen, rekeningafschriften te downloaden en incasso's te storneren en dit zowel van de zichtrekening als de spaarrekening. Verder kunnen in sommige banken ook effecten via een internetrekening worden aangehouden, gekocht en verkocht. Het voordeel voor de bank is o.a. de vermindering van het aantal afschriften dat moet worden verstuurd. Het voordeel voor de klant is de beschikbaarheid van de bankzaken 24 uur per dag.

Hoewel deze paragraaf onderdeel uitmaakt van het onderzoek naar de relatieve winnaars van de financiële crisis, toch kan **internetbankieren niet aanschouwd worden als relatieve winnaar**. Internetbankieren is sinds jaren aan een opmerkelijke groei bezig. Volgens Febelfin waren er in 2003 1,8 miljoen abonnementen in gebruik, goed voor 108 miljoen geregistreerde sessies. In 2007, dus bij het begin van de financiële crisis, waren dat er 4,6 miljoen voor 383 miljoen sessies. Eind 2010 werd de kaap van 7,4 miljoen abonnementen bereikt, goed voor 432 miljoen sessies. De opkomst van internetbankieren is dus over de jaren heen gestaag blijven groeien (zie Figuur 20 en 21). We kunnen dan ook moeilijk concluderen dat internetbankieren een exponentiële groei kent door het uitbreken van de financiële crisis in 2008.



Figuur 20: Aantal abonnementen voor internetbankieren, in miljoenen (Bron: Febelfin).

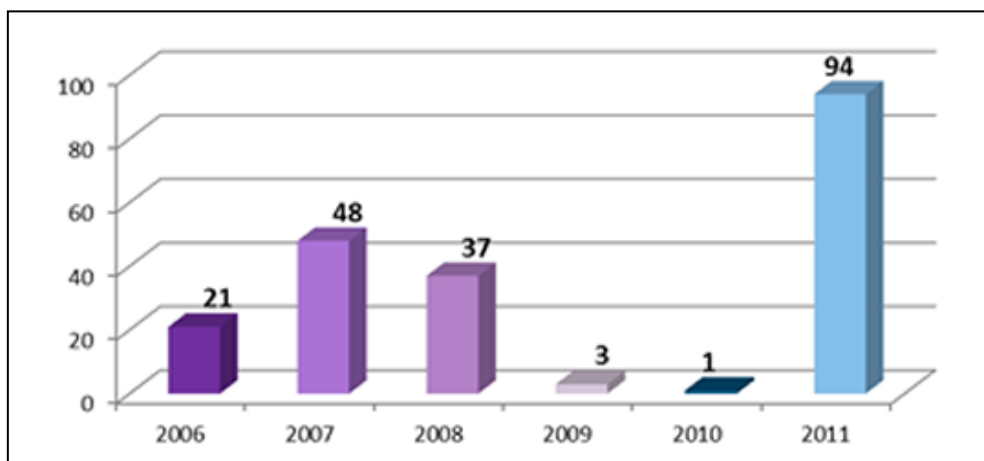


Figuur 21: Aantal geregistreerde sessies internetbankieren, in miljoenen (Bron: Febelfin).

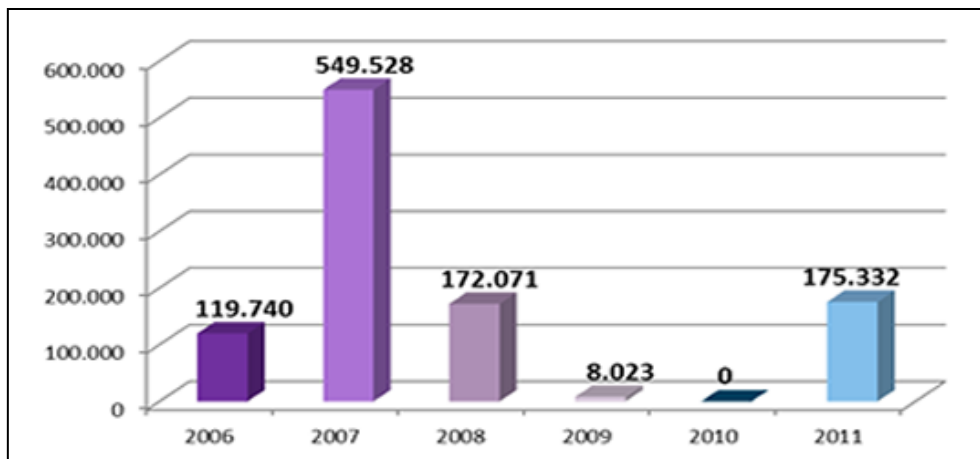
Volgens Rudi Bonte, Bijzonder Mandataris van de NBB, handelt het debat rond internetbankieren vooral over een **commerciële strategie**: welke kanalen moeten banken in de toekomst gebruiken om met hun cliënteel te werken? Aangezien de belangrijkheid van internet steeds toeneemt is het vanzelfsprekend dat ook de populariteit van internetbankieren toeneemt. De meeste internetbanken bevinden zich in een nichemarkt waardoor ze uiteraard sterker zijn in hun segment en bijgevolg nieuwe klanten naar zich toe kunnen trekken door aantrekkelijke rentes.

Jammer genoeg is het wat internetbankieren betreft niet enkel rozengeur en maneschijn. Het fysieke contact met de klant verdwijnt en de risico's van bankieren op het internet zijn veel groter. In 2008 en 2009 heeft de bankensector zwaar geïnvesteerd in informatica, maar desondanks was er in 2011 een sterke stijging van het aantal **fraudegevallen** (zie Figuur 22 en 23). Uiteraard is deze stijging van het aantal fraudegevallen ook gerelateerd met een stijging van het aantal sessies internetbankieren, waardoor deze cijfers gerelativeerd moeten worden.

De opkomst van internetbanken in België zorgt nog voor een bijkomend probleem, aangezien het in de meeste gevallen om **buitenlandse banken** gaat. Banken zoals Rabobank en Deutsche Bank komen onze markt via internet leegroven. Het geld dat deze banken ontvangen wordt niet noodzakelijk herbelegd in de Belgische economie. Het gaat in de meeste gevallen naar het moederbedrijf in het land van herkomst. De opkomst van deze internetbanken is dus niet bepaald een win-win situatie. Volgens Rudi Bonte heeft de nationale economie er in de meeste gevallen dan ook onder te lijden. Pamela Renders, woordvoester van Febelfin, vertelt in een artikel in De Tijd dat desondanks de populariteit van *internetbanking* is toegenomen (Bollen & Mathieu, 2011). Binnen Europa behoort België op dit vlak tot de beste leerlingen van de klas. Febelfin lanceerde op 1 december 2011 dan ook een nieuwe website waarop opleiding en beveiliging van bancaire verrichtingen via internet een centrale plaats innemen.



Figuur 22: Aantal fraudegevallen bij internetbankieren (Bron: Febelfin).



Figuur 23: Bruto fraudeverlies, in euro (Bron: Febelfin).

Een ander voorbeeld, dat de opkomst van internetbankieren aantoon, is **Wells Fargo**. Wells Fargo is marktleider in online bankieren en zoals eerder vermeld, wordt deze bank aanschouwd als grote winnaar van de financiële sector in Amerika. Hoewel de opkomst van internetbankieren geen gevolg is van de financiële crisis, wordt vastgesteld dat bepaalde internetbanken momenteel goed scoren. Volgens Morningstar zijn online klanten gewoonlijk winstgevender dan traditionele bankklanten (Peters, 2011). Dit laatste feit, in combinatie met de stijgende belangrijkheid van het internet, heeft ervoor gezorgd dat internetbankieren vandaag de dag een zeer bloeiende niche vormt. Niettegenstaande biedt internet bankieren de banken een **mogelijkheid om de financiële crisis te overwinnen**. Banken als Wells Fargo, Rabobank en Deutsche Bank tonen dit aan. Op deze manier is de link tussen de opkomst van internetbankieren en het ontstaan van de financiële crisis toch niet onbestaande en wordt de stelling in het begin van de paragraaf gedeeltelijk weerlegd.

4.1.4 Islamitisch bankieren

Wat betreft islamitisch bankieren kunnen ongeveer dezelfde conclusies getrokken worden als bij internetbankieren. Het klopt dat islamitisch bankieren de afgelopen jaren een enorme opmars heeft gekend. Vooral in Engeland wint het aan populariteit, omdat er daar een uitgesproken cliënteel voor is. Uit het onderzoek van Thomas Bosschem (2007), een voormalig student en licentiaat in toegepaste economische wetenschappen, blijkt dat ongeveer één derde van alle IMF-leden betrokken is bij islamitisch bankieren. Maar **wat is islamitisch bankieren** nu juist? Het betekent bankieren aan de hand van de Sharia, een islamitische wetgeving die voortkomt uit de koran en de overleveringen van de profeet Mohammed. Islamitisch bankieren bestaat nog niet zo lang. Het werd in 1963 in Egypte geïntroduceerd in de stad Ghamr (Mit Ghamr) als een experiment om aan de

behoefden van de Moslimbevolking tegemoet te komen in relatie tot hun religieuze verplichtingen (Bunchuan, 2006).

Het bekendste kenmerk van islamitisch bankieren is dat er **geen rente** (riba) mag worden geheven, aangezien dit verboden is volgens de koran (Abizadeh, Yousefi & McCormick, 1995). Maar de **islamitische principes** reiken veel verder dan dit ene verbod. Volgens de Sharia is het basisuitgangspunt voor de islamitische principes dat er achter iedere transactie een economisch goed schuil moet gaan. Alle andere principes zijn hier rond opgebouwd:

- *verbod op rente (riba)*: Elke vorm van rente, zowel vast als variabel, is verboden. De koran ziet in rente een mogelijkheid tot het maken van woekerwinsten. Door dit te verbieden wil islamitisch bankieren voorkomen dat iemand die rijk is geld kan verdienen aan iemand die arm is (Kalam, 2008). Een klassieke spaarrekening, die jaarlijkse rente oplevert, of een krediet, dat periodiek te rentebetaling leidt, zijn dus niet toegestaan volgens de Sharia (Bosschem, 2007);
- *risicodeling*: wat betreft leningen vraagt de Islam dat zowel de financier als de ondernemer billijk delen in winst en verlies. Dit vloeit voort uit de Sharia die zegt dat er strikt genomen geen enkele vorm van ongelijkheid mag bestaan in een contract, ook al waren beide partijen zich hiervan bewust bij het sluiten van het contract (Disli & Roose, 2009). Dit zou ervoor moeten zorgen dat banken toch stimulansen hebben om ondernemers kapitaal te verschaffen (Bosschem, 2007);
- *geld als potentieel kapitaal*: geld wordt pas echt als kapitaal beschouwd als het geassocieerd wordt de koop of verkoop van iets tastbaars (Bosschem, 2007);
- *verbod op gokken of speculeren (Maysir) en het nemen van onnodig risico (Gharar)*: volgens islamitische bankieren wordt er over speculeren gesproken wanneer het de bedoeling is om uit onproductieve en niet-tastbare activiteiten winst te halen (Bosschem, 2007). Dit verbod houdt dus ook in dat derivaten niet toegelaten zijn;
- *een contract is heilig en moet strikt nageleefd worden*: asymmetrische informatie tussen contractuele partijen moeten vermeden worden. Alle relevante beschikbare informatie moet vrijgegeven worden (Bosschem, 2007).

Het tweede principe van islamitisch bankieren dat hierboven vernoemd werd (risicodeling) verzekert voor een groot deel de veiligheid van het bankieren. Dit principe wordt ook wel **profit and loss sharing** (PLS) genoemd. Deze introductie van risico- en beloningsdeling in het financieel systeem zou financiële instellingen moeten helpen om risico's zorgvuldiger te beoordelen en effectiever toe te zien op het gebruik van effecten en geldmiddelen door leners. Banken laten delen in de risico's alleen is echter niet

genoeg, omdat het verlangen naar het maximaliseren van de winst nog steeds kan leiden tot overmatige kredietverlening. Het is daarom nodig om ook de depositohouders te motiveren om een meer actieve rol in de handhaving van deze discipline te spelen. Zichtdeposito's echter verkrijgen geen rendement (op een zichtrekening wordt normalerwijze geen rente uitgekeerd) en dus zou het oneerlijk zijn om hen te laten delen in de financieringsrisico's. Beleggingsdeposito's daarentegen delen wel in de winst en moeten derhalve delen in de risico's. Beleggingsdeposanten zullen hierdoor veranderen in **tijdelijke aandeelhouders**. Dit heeft als effect dat beleggingsdeposanten gemotiveerd worden om hun banken beter te controleren en banken zelf worden verplicht om correct te zijn om eventuele nieuwe beleggingsdeposanten aan te trekken (Chapra, 2008).

Natuurlijk moet een bank ook **winst maken** om te kunnen overleven, maar aangezien islamitische banken niet met interesten mogen werken, moeten ze dit op andere manieren doen. Islamitische banken kunnen op verschillende manieren fondsen verwerven maar hieronder worden de drie voornaamste methodes vernoemd (Bosschem, 2007):

1. *aantrekken van aandeelhouderskapitaal*: aandeelhouders verwerven controle over de bank en vaardigen vertegenwoordigers af in de raad van bestuur;
2. *zichtrekeningen*: zichtdeposito's delen niet mee in de winst die de bank maakt, maar er worden meestal ook geen lasten op geheven. Zichtrekeningen worden namelijk beschouwd als een lening van de klanten aan de bank;
3. *investeringsrekeningen*: deze worden ook wel verlies- en winstdelingsrekeningen (PLS) genoemd en vormen meestal de grootste bron van fondsen voor islamitische banken. Zoals eerder vermeld, wordt er een contract opgesteld tussen de bank en de investeerder er wordt de winst van het project gedeeld tussen beide partijen volgens een vooraf overeengekomen sleutel.

In de westerse financiële wereld maakten de banken er een business van om zoveel mogelijk leningen te verkopen aan mensen, zelfs aan arme of werkloze mensen. In kleine lettertjes onderaan het contract was vaak te lezen dat de rente kon schommelen in de tijd, afhankelijk van de marktomstandigheden. Maar bankiers waren blijkbaar goede verkopers en kregen telkens opnieuw de klanten overtuigd om een lening aan te gaan. Uiteindelijk kwam de economie in een recessie terecht omdat teveel onvermogen mensen een lening verkregen hadden en deze niet konden afbetalen. Hierdoor kwamen zowel de banken als de leners in de problemen (Ferguson, 2010). Wat er gebeurd is tijdens de financiële crisis had hoofdzakelijk te maken met **handel in schulden**. Deze handel in schulden is nu net ten strengste verboden bij islamitisch bankieren. Een schuld kan gebundeld en herverpakt worden, maar het blijft een fictief gegeven. Het is niet iets tastbaars dat op de markt kan verkocht worden. Bij islamitisch bankieren moet de schuld

gebaseerd zijn op een onderpand (Boender et al, 2011). Islamitische banken staan er dan ook om bekend veiliger om te springen met het geld van klanten wat het uiteraard ook moeilijker maakt om grote leningen te verkrijgen.

Islamitische banken houden zich tegenwoordig zelfs bezig met het ontwikkelen van nieuwe producten en effecten. Aangezien de koran voorschrijft dat er altijd eerlijk moet worden gehandeld, bestaat er in de islamitische financiële sector een speciaal orgaan dat dit moet controleren: elk nieuw product moet ter goedkeuring worden voorgelegd aan de **Sharia raad**. Zonder de goedkeuring van deze raad is de raad van bestuur niet bevoegd om nieuwe producten te implementeren (Bunchuan, 2006). Deze strengere controle- en veiligheidsmaatregelen verklaren voor een deel waarom islamitisch bankieren in crisistijden beter in de markt ligt.

London en Dubai zijn de belangrijkste centra van islamitisch bankieren. Bank Melli Iran (BMI), Al Rajhi Bank en Islamic Bank of Britain (IBB) zijn grote islamitische banken. Maar ook **westerse banken** hebben tegenwoordig aparte afdelingen voor islamitisch bankieren zoals bijvoorbeeld Citibank International Plc, Deutsche Bank, ABN Amro en BNP Paribas.

Volgens Rudi Bonte echter is **islamitisch bankieren in België** een "non issue". Om wille van het relatief groot aantal moslims in België wint islamitisch bankieren aan belangstelling, uiteraard mede door het falen van de reguliere banken tijdens de financiële crisis van 2008. Maar om nu te stellen dat islamitisch bankieren tot de (relatieve) winnaars van de crisis behoort is een beetje voorbarig, althans binnen België. Het islamitische financiële systeem is er reeds in geslaagd om een zeer klein aandeel van de wereldwijde financiële markt voor zich te winnen. Maar als het systeem exact gaat blijven werken zoals gewenst door de Sharia, zal het niet in staat zijn om een significante invloed op het internationale financiële systeem uit te oefenen in de nabije toekomst. Aangezien er in het islamitische financiële systeem niet snel hervormingen zullen plaatsvinden, zou het niet slecht zijn als de westerse banken enkele van deze islamitische principes zouden overnemen in hun beleidsvoering.

4.2 De absolute winnaars

De absolute winnaars van de financiële crisis van 2008 worden in dit onderzoek aanschouwd als diegenen die geen noemenswaardige verliezen hebben geleden tijdens de financiële crisis en eventueel zelfs hun bankrekening hebben kunnen spijzen. De fondsenindustrie en de *high yield bond* markt worden aangeduid als absolute winnaars van de financiële crisis. Ook de absolute macht van Goldman Sachs en de ratingbureaus in relatie tot de financiële crisis wordt ter sprake gebracht. Verder worden er nog enkele individuele winnaars benoemd die theoretisch gezien beter uit de crisis gekomen zijn. Daniel Ong, een financieel journalist, schrijft dat *short sellers* die erop ingezet hebben dat de koers van het aandeel zou crashen, hun winst enorm hebben zien stijgen (Ong, z.d.). *Short selling* omvat het verkopen van effecten die men niet in bezit heeft, om op deze manier profijt te kunnen halen uit een daling van de beurskoers (Yuille, z.d.). Ook kopers van goud en andere waardevolle metalen worden in theorie gerekend tot de absolute winnaars van de financiële crisis.

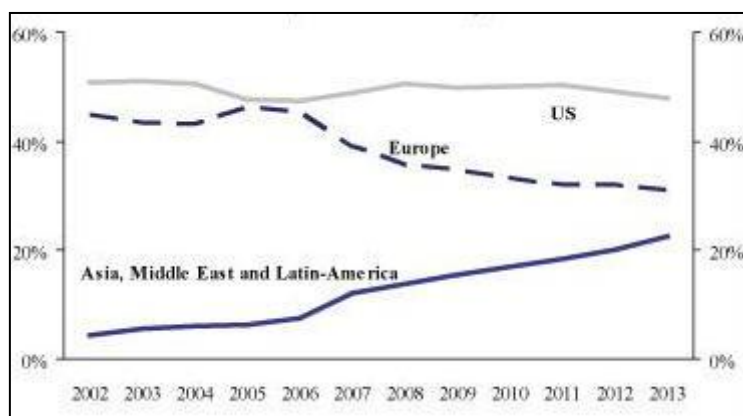
4.2.1 Fondsenindustrie

In een artikel op fondsnieuws.nl (een initiatief van FD Mediagroep), een onafhankelijk journalistiek platform dat zich richt op de wereld van beleggingsproducten, wordt er één duidelijke winnaar naar voren geschoven: de fondsenindustrie. Het Amerikaanse managementadviesbureau *Strategic Insights* verklaart dat de dalende omzet en de risicoaversie onder de beleggers ervoor heeft gezorgd dat er andere prioriteiten worden gesteld. Beleggers gaan sinds de financiële crisis van 2008 eerst en vooral **op zoek naar zekerheid**. Volgens Daniel Enskat, directeur van *Strategic Insights*, maakt de huidige onzekerheid dat beleggen in fondsen relatief beter is dan beleggen in derivaatgerelateerde producten, hedgefondsen (zie Tabel 6) of rechtstreeks in aandelen (Alexeyev & Enskat, 2008). Amin Rajan, CEO en onderzoeksdirecteur van *Create-Research*, een denktank die gespecialiseerd is in *global fund management*, vertelde aan het persagentschap Reuters dat particuliere en institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen) vooral het **risico beter willen managen** dan in het verleden. Amin Rajan denkt zelfs dat zij in de toekomst sterker gericht zullen zijn op risicomanagement dan op groeipotentieel. Beleggingsfondsen zullen hiervan kunnen profiteren op voorwaarde dat de transparantie verbeterd wordt (Blenkinsop & Macdonald, 2009). In hetzelfde artikel verklaart ook het Zwitserse fondsenhuis *Swisscanto* de huidige financiële crisis als een opportuniteit te zien. Zij zijn ervan overtuigd dat ze met het aanbieden van **eenvoudige en veilige producten** meer beleggers naar zich toe zullen trekken.

Hedgefondsen zijn hefboomfondsen die op korte termijn zoveel mogelijk rendement willen halen met hun kapitaal. Gebruikers van hefboomfondsen worden daarom ook wel durfkapitalisten genoemd. Hefboomfondsen beleggen hun kapitaal op verschillende manieren: speculeren op de aandelenbeurs met opties of handelen in grondstoffen, investeren in nieuwe bedrijven of projecten waar veel geld mee te verdienen valt, enzoverder. Het grote verschil met gewone beleggingsfondsen is dat hedgefondsen niet alleen voor klanten beleggen, maar ook hun eigen kapitaal op dezelfde manier beleggen. Vandaar ook de naam 'hefboomfondsen'. De naam is ook afkomstig van een ander kenmerk: hedgefondsen lenen vaak geld om te investeren. Het risico van deze hefboomfondsen is echter groot: als er gebruik wordt gemaakt van een te grote *leverage* (beleggen met extra geleend geld), kunnen de gevolgen wel eens desastreus zijn, wanneer het misloopt met de belegging (Hanssen, 2007).

Tabel 6: Wat zijn hedgefondsen? (Bron: Hanssen).

Uit bevindingen van een onderzoek van Strategic Insights, blijkt dat het centrum van groei in de beleggingsfondsenindustrie verschuift naar Azië (zie Figuur 24). De fondsenindustrie is sterk aan het veranderen en fondshuizen die te laat inspringen op trends, zoals de ontwikkeling van nieuwe markten in Azië, zullen te maken krijgen met een concurrentienadeel (Alexeyev & Enskat, 2008).

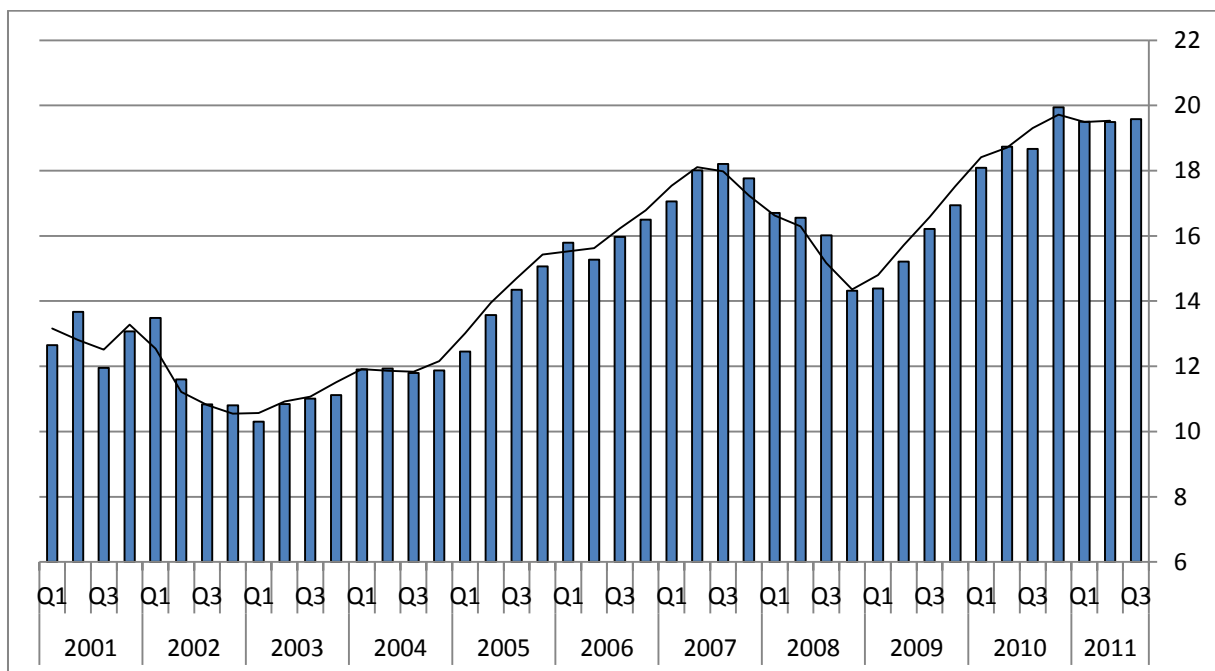


Figuur 24: Wereldwijde activa van beleggingsfondsen (Bron: Strategic Insights Simfund GL).

Hoewel de huidige onzekerheid beleggen in fondsen populairder zou maken, heeft de fondsenindustrie enkele jaren geleden toch met een imagoprobleem te kampen gehad. Eén van de grote schuldigen was **Bernard Lawrence Madoff**. Madoff was mede-eigenaar en oprichter van *Bernard L. Madoff Investment Securities*, één van de grootste beurshandelaars op de NASDAQ, de Amerikaanse beurs die voornamelijk aandelen van

technologische bedrijven verhandeld. Madoff zou met een systeem van Ponzifraude (wordt uitgelegd in onderdeel 2.4 van dit onderzoek) zijn klanten (beleggers) hebben opgelicht voor een bedrag van 65 miljard dollar, wat de grootste individuele investeringsfraude ooit is (RTL, 2009). Deze man heeft dan ook een gevangenisstraf van 150 jaar gekregen.

Hoe dan ook neemt de fondsenindustrie toe in omvang en wordt ze beschouwd als een **absolute winnaar van de financiële crisis**. In Figuur 25 wordt duidelijk dat ook de fondsenindustrie tijdens de crisisperiode van 2008 een dipje kende maar het jaar 2009 wordt opnieuw aangevat met een duidelijke groei. Eind 2010 werd een record bereikt, maar het einde van deze groeiende industrie is nog lang niet in zicht.



Figuur 25: Wereldwijde activa van beleggingsfondsen, in triljoen euro's (Bron: EFAMA).

4.2.2 High yield bond market

In een maandelijkse nieuwsbrief van Thames River Capital (zie Tabel 7) verklaart de econoom Felix Martin dat *high yield bond market* (obligaties met hoog rendement) de grote winnaar van de financiële crisis van 2008 is. *High yield bonds* worden ook wel eens *junk bonds* (rommelobligaties) genoemd omdat ze een **kredietwaardering "non-investment grade"** (onder beleggingskwaliteit) krijgen. Dit houdt in dat deze obligaties een hoger risico op wanbetaling hebben, maar meestal ook een hoger rendement (high yield) hebben dan kwaliteitsobligaties, wat de oorsprong van de naam *high yield bonds* verklaart. Deze *junk bonds* worden door kredietbeoordelaars meestal lager dan BBB gewaardeerd (Martin, 2011).

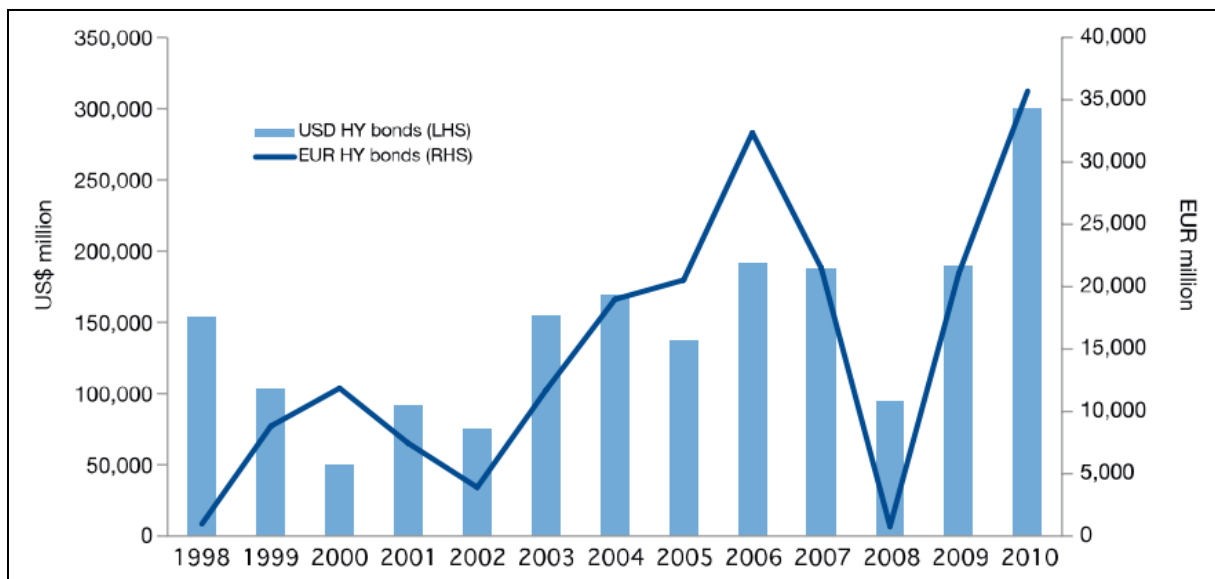
Thames River Capital werd in 1998 opgericht door een groep *senior investment professionals*, met één gemeenschappelijk doel: de creatie van een prestatiegerichte, rendementgeoriënteerde, geïntegreerde *fund management business*. In september 2010 werd Thames River Capital de fondsenbusiness van de F&C Group, een gediversifieerde onafhankelijke investeringsgroep genoteerd op de London Stock Exchange.

Tabel 7: Wat is Thames River Capital? (Bron: F&C Investments, Thames River).

De markt van *high yield bonds* werd in 1970 door **Michael Milken** ontwikkeld als een ingenieuze innovatie ontworpen voor een specifiek doel: de financiering van leveraged buyouts (overnames die voornamelijk berusten op geleend geld) en vijandige overnames van slecht presterende bedrijven. Op deze manier werden investeerders in staat gesteld om een bedrijf over te nemen met minimale inzet van eigen kapitaal. Het gevolg was wel dat het overgenomen bedrijf werd opgezadeld met grote schulden (Kaplan & Strömberg, 2008).

De enorme groei van de *high yield bond* markt tussen 1990 en 2000 was vooral **geconcentreerd in Amerika**. Financiering van bedrijven in Amerika was altijd al meer gebaseerd op de kapitaalmarkten, in contrast met Europa en Azië, waar banken de neiging hadden om te domineren. Eind 1980 verlamde de *savings and loan crisis* het Amerikaanse bankensysteem met als gevolg dat tussen 1991 en 1993 de zakelijke kredietverlening enorm kromp. De *high yield bond* markt reageerde door de hogere risico bedrijven, die uitgesloten werden door de kredietmarkt, te bedienen. Het is niet moeilijk om de gelijkenissen met de huidige financiële crisis te zien: Europese banken zijn in herstelmodus, onder druk van de regelgevende instanties en markten, om hun balans te laten inkrimpen en hun kapitaalsbasis te heropbouwen. Het gevolg is een drastische inkrimping van de kredietmarkt waardoor ook hier de *high yield bond* markt zijn kans

gaat: 2010 kende het hoogste volume van Euro *high yield* uitgifte ooit, met 94 uitgiftes voor in totaal een waarde van € 36 miljard (Martin, 2011). Figuur 26 illustreert dit.

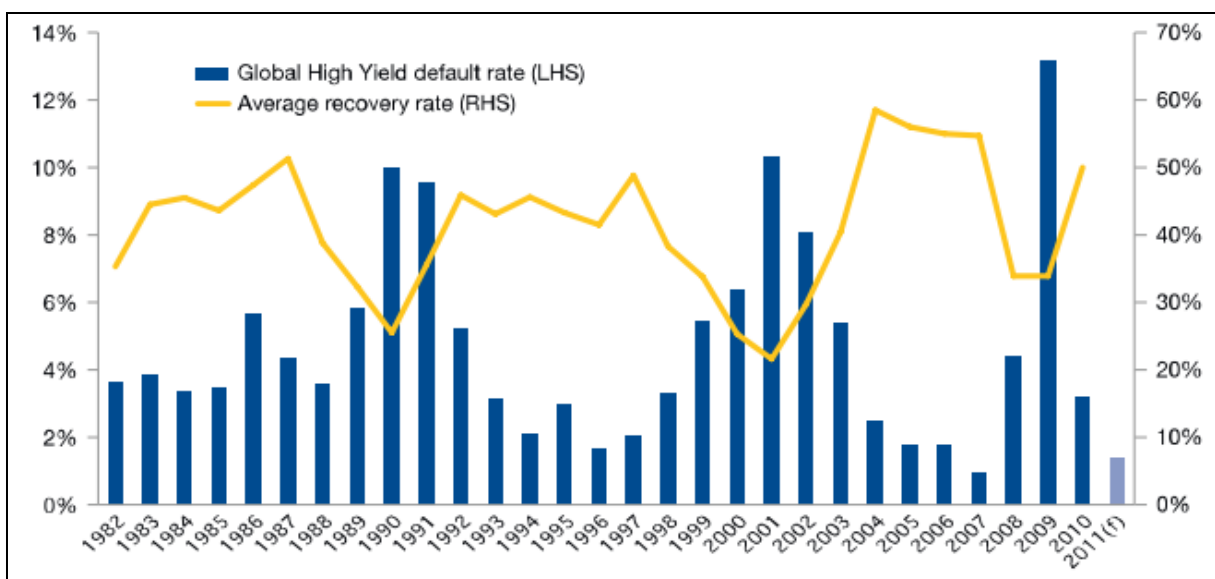


Figuur 26: Wereldwijde *high yield bond* uitgifte, 1998-2010 (Bron: Citibank Credit Investment Research).

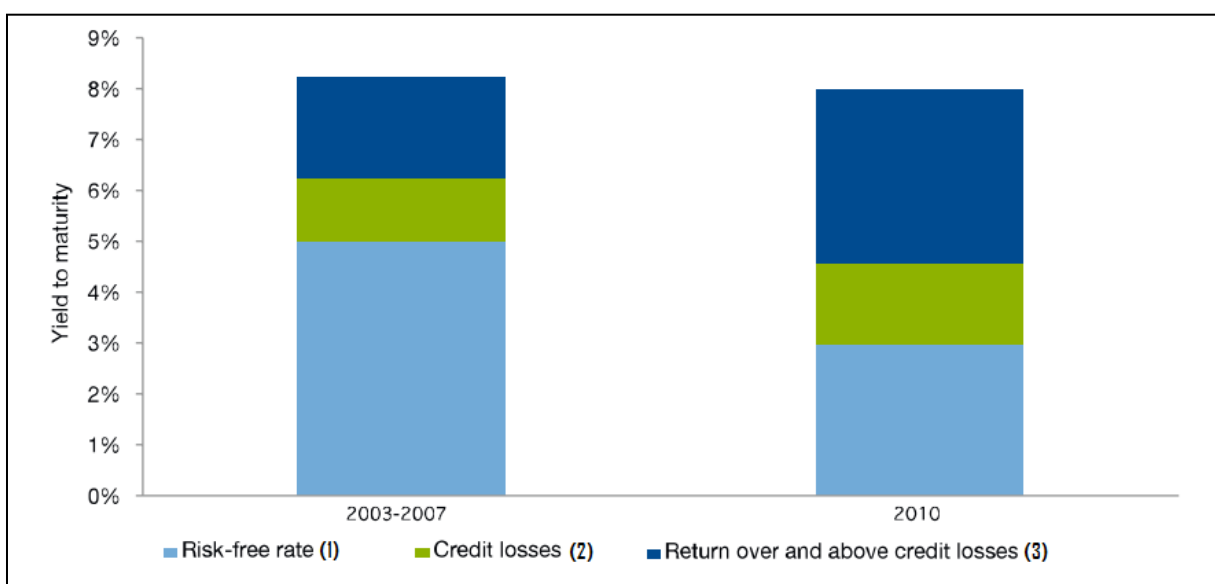
Na de hoge rendementen in 2010, zullen sommige beleggers zich afvragen of het beste van deze *high yield bonds* niet reeds achter ons ligt. Felix Martin, econoom van Thames River Capital, zegt geruststellend dat de wereldwijde **high yield markt zal blijven presteren** in de komende jaren om de volgende twee redenen:

- *het conjuncturele klimaat blijft gunstig voor uitgevende instellingen van high yield bonds:* het herstel in de meeste ontwikkelde economieën bestendigt zich, en het IMF beraamt de groei van de markt op 6.5% zowel dit jaar als volgend jaar. Tegelijkertijd blijft de rente historisch laag. Deze combinatie van gestage vraaggroei en overvloed aan liquiditeit (door de lage rente) is wat er achter de prognoses van Moody's van een continue daling van de wanbetalingsgraden in de wereldwijde *high yield* sector ligt (zie Figuur 27);
- *de prijszetting van high yield bonds is aantrekkelijk gezien de volgende achtergrond:* de all-in yield to maturity (actuarieel of effectief rendement) van een *high yield* obligatie kan worden ontleed in drie delen: (1) de onderliggende risicovrije rente, die een belegger zou ontvangen door het kopen van staatsobligaties van een gelijkwaardige duur; (2) het extra rendement boven deze risicovrije rente, die nodig is om kredietverliezen als gevolg van wanbetalingen te compenseren; (3) de meeropbrengst voor de belegger bovenop (1) en (2), die de compensatie weerspiegelt voor de aanwending van liquide middelen in een zakelijke zekerheid. Figuur 28 toont aan dat de prijszetting aantrekkelijk is in de

post-crisisperiode. Het all-in rendement was ruwweg hetzelfde in de pre-crisis en de post-crisis periode. Het extra rendement boven de risicovrije rente, om kredietverliezen te compenseren (2), is ook ongeveer gelijk gebleven in de twee periodes. Maar de risicovrije component (1) in de post-crisis periode is veel lager doordat staatsobligaties gekelderd zijn na de financiële crisis als gevolg van een ultra-soepel monetair beleid van de centrale banken. Dit heeft als gevolg dat de meeropbrengst (3) bovenop de risicovrije rente en de compensatie voor kredietverliezen, met ongeveer 80% gestegen is in de post-crisis periode. Beleggers, met andere woorden, ontvingen in 2010 een veel hogere meeropbrengst voor het aanhouden van *high yield bonds*.



Figuur 27: Wereldwijde *high yield* wanbetalingsgraad en herstellingsgraad (Bron: Moody's).



Figuur 28: Wereldwijde *high yield* - ontleding van rendement (Bron: Bank of America Merrill Lynch, Moody's, Bloomberg).

Het ziet ernaar uit dat de **positieve tendens van de high yield bond** markt zich in de toekomst zal voortzetten. Het is alleszins overduidelijk dat deze obligatiemarkt tot de absolute winnaars van de financiële crisis behoort. Het is nog maar de vraag of de groei van deze *high yield* markt een positieve evolutie vormt voor de grote economieën op lange termijn. De toekomst zal dit moeten uitwijzen.

4.2.2 De absolute macht van Goldman Sachs

Goldman Sachs, een internationaal opererende investeringsbank, is een algemeen geldend begrip in de financiële wereld. Hoewel de internationale macht van Goldman Sachs zeer groot is, kwam de investeringsbank toch **meerdere malen in opspraak** voor het verkopen van dubieuze leningen (CDO's). Ook het beleid van Goldman Sachs in het verleden was er niet één om over op te scheppen, zoals in hoofdstuk twee uitvoerig beschreven werd. Er worden dus, niet geheel onterecht, vragen gesteld bij de macht van Goldman Sachs in de financiële wereld. In een reportage van het duidingsprogramma Terzake (2012), op de Vlaamse openbare omroep (VRT), werd er opzoek gegaan naar het verhaal achter de crisis in Griekenland. Een netwerk van **gewezen Goldman Sachs medewerkers** wierp een bizar licht op de huidige, althans voorlopige, redding van Griekenland. Marc Roche, financieel journalist van Le Monde, stelt zich serieuze vragen bij de rol van Henry Paulson in dit verhaal. Henry Paulson is gewezen CEO van Goldman Sachs en oefende tussen 2006 en 2009 de functie van Minister van financiën van Amerika uit. Henry Paulson heeft destijds samen met zijn medewerkers beslist om Lehman Brothers niet te redden van het faillissement. Volgens Marc Roche was dit geen toeval, aangezien Goldman Sachs en Lehman Brothers reeds jaren grote concurrenten waren. Als ex-CEO van Goldman Sachs wist Henry Paulson dat de bank er baat bij zou hebben om Lehman Brothers failliet te laten gaan.

Om nu verder in te gaan op het verhaal van de crisis in Griekenland, werden er in dezelfde reportage van Terzake nog enkele merkwaardige bevinden gedaan. Bij de toetreding van Griekenland tot de Europese Unie bleek het land in kwestie zijn begroting niet op orde te hebben. Addy (antigone) Loudiadis, top-vrouw van Goldman Sachs, bleek een oplossing te hebben voor het probleem van Griekenland. Ze ontwikkelde een idee voor een financieel product dat regeringen in staat stelde om uitgaven buiten hun begroting te houden (off-balance-sheet expenses). Zo ontwikkelde Addy Loudiadis, samen met een team van deskundigen, het complexe product **Credit Default Swaps** (CDS), dat aan de basis lag van de financiële crisis. Ook Loukas Papadimos, de vorige president van Griekenland (want momenteel heeft Griekenland geen president en geen regering), werkte vroeger voor Goldman Sachs en heeft meegewerkt aan de reddingsactie van Griekenland. Loukas Papadimos is ook nog president van de Griekse

Nationale Bank en vicepresident van de Europese centrale bank geweest en heeft onder deze mandaten meegewerkt aan de toetreding van Griekenland tot de Europese Unie.

Ook Mario Monti, de nieuwe premier van Italië, is een voormalig adviseur voor Goldman Sachs die deuren opende voor de investeringsbank in Europa. Zelfs de nieuwe president van de Europese Centrale Bank, Mario Draghi, is een ex-medewerker van Goldman Sachs. Hij was zelfs vennoot en moest helpen met de verkoop van het nieuwe product Credit Default Swap. In oktober 2009 maakte Giorgos Papandreou, toenmalig premier van Griekenland, bekend dat de **Griekse overheidstekorten waren verdoezeld** door hun voorgangers. Volgens *The New York Times* zouden Goldman Sachs en JP Morgan, twee vooraanstaande investeringsbanken, gedurende een periode van tien jaar professionele hulp hebben geboden om de Griekse overheidstekorten te verdoezelen. In die periode was Mario Draghi *managing director* van Goldman Sachs International voor Europa.

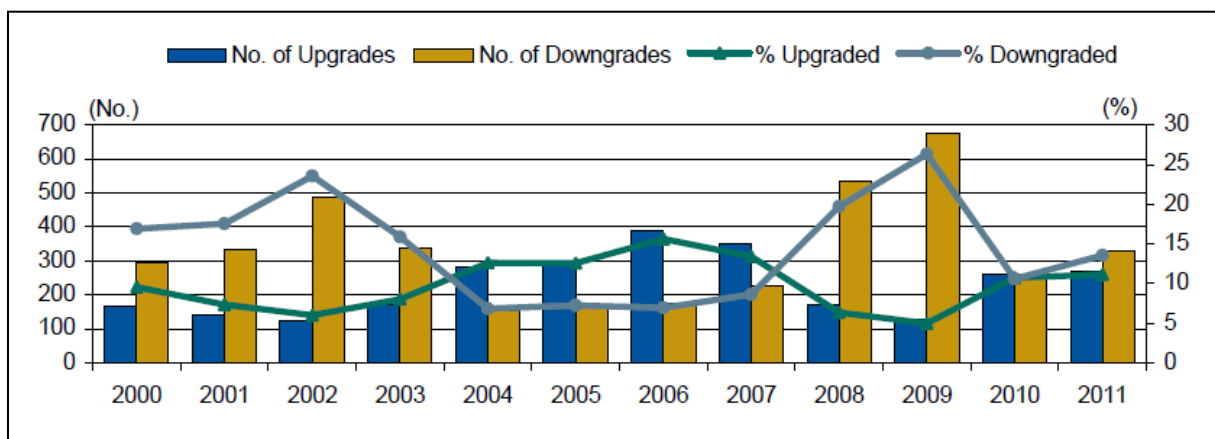
Ex-werknemers van Goldman Sachs, vaak met een omstreden verleden, bekleden momenteel topposities overal ter wereld. Volgens Rudi Bonte, Bijzonder mandataris van de NBB, moeten we daar niets achter zoeken. Iedereen heeft zijn verleden. Al deze mensen hebben een goede financiële achtergrond en ervaring en verrichten goed werk in hun huidige functie. Dat is ook de reden waarom zij voor deze topposities gekozen werden. Er kan bijvoorbeeld niet ontkend worden dat Mario Monti als premier van Italië voor meer stabiliteit heeft gezorgd.

4.2.3 Ratingbureaus

Een hoge mate van asymmetrie van informatie kan een negatieve werking hebben op een markt. De financiële markt is enorm afhankelijk van allerlei informatie en dus zou het bestaan van een hoge asymmetrie voor enorme problemen kunnen zorgen. De primaire functie van ratingbureaus is het wegnemen van deze **asymmetrische informatie**, wat een grote verantwoordelijkheid is. Het is dan ook vanzelfsprekend dat ratingbureaus goed betaald worden voor het nemen van deze verantwoordelijkheid. Maar na het uitbreken van de financiële crisis in 2008 bleek het vertrouwen dat de financiële markt stelde in deze ratingbureaus misplaatst.

In het verleden werd er bewust gekozen om **ratingbureaus niet strikt te reguleren** omwille van de volgende reden: de vergoeding die betaald wordt voor een *rating* weegt niet op tegen de negatieve reputationele impact ten gevolge van het afleveren van een onjuiste *rating*. Door het niet reguleren van de ratingbureaus zou dus de kwaliteit van de *ratings* gewaarborgd blijven. Dit had als implicatie dat ratingbureaus het zich konden

permitteren om enorme vergoedingen te vragen. Daarenboven wordt de Amerikaanse ratingmarkt, welke de meest invloedrijke van heel de wereld is, gekenmerkt door een **oligopolie van drie partijen**: Moody's, Standard & Poor's en Fitch. Deze oligopolistische structuur van de ratingmarkt heeft ook een rol gespeeld bij het ontstaan van de financiële crisis in 2008. Het ontbreken van concurrentie in eender welke markt heeft een belemmerende werking op innovatie, waardoor de markt niet meer efficiënt werkt (Neijs, 2010). Het bestaansrecht van ratingbureaus ligt dus in de toegevoegde informatieve waarde die ze bieden. Globalisering en technologische ontwikkelingen in de afgelopen jaren hebben geleid tot een betere beschikbaarheid van informatie. Het uitbreken van de financiële crisis in 2008 heeft dan weer gezorgd voor een meer kritische kijk op financiële informatie. Dit alles tezamen impliceert dat het moeilijker wordt voor ratingbureaus om een toegevoegde informatieve waarde te creëren, wat nu juist hun primaire functie is. Het zou dan ook een logisch gevolg zijn dat de vraag naar *ratings* zou afnemen. Tot op heden blijkt de praktijk dit echter nog tegen te spreken (zie Figuur 29). Er **wordt nog steeds veel beroep gedaan op ratingbureaus**, ondanks de vaak onjuiste *ratings*. Hoewel vele overheden plannen op tafel hebben liggen, werd er tot op heden nog steeds geen echt strikte regulering voor ratingbureaus ingevoerd. Dit maakt dat ratingbureaus nog steeds grote vergoedingen opstrijken voor hun beoordelingen en zodoende beschouwd worden als **absolute winnaars van de financiële crisis** (Neijs, 2010).



Figuur 29: Fitch wereldwijde ratingactiviteit (Bron: Fitch, NRSRO).

Moody's, Standard & Poor's en Fitch zetten de afgelopen jaren verschillende bedrijven en landen het mes op de keel door hun *rating* aan te passen en dus hun kredietwaardigheid in vraag te stellen. Hoe de beoordelingen van ratingbureaus in zijn werk gaan werd reeds uitgelegd in onderdeel 2.5 van dit onderzoek. De ratingbureaus baseren zich op een heel aantal criteria om een kredietoordeel te vellen. Naast een nauwgezette analyse van de cijfers, voeren de ratingbureaus ook gesprekken met managers van bedrijven en eventueel zelfs met de regering, vooraleer er een score wordt toegekend. Feit is dat er

niet voor elke *rating* de juiste criteria werden gehanteerd waardoor deze **ratings soms onjuist** waren. Deze onjuiste *ratings* hadden enorme implicaties voor de gedupeerden in kwestie. De kredietwaardigheid van het bedrijf of het land in kwestie werd in vraag gesteld met als gevolg dat er minder investeerders of beleggers gevonden werden. Ook wat betreft het verkrijgen van leningen, hadden deze onjuiste *ratings* grote gevolgen. Hoe lager de *rating*, hoe hoger de rente die moet betaald worden op de financiële markten (Verschueren, 2011).

Echter tijdens de financiële crisis bleken beleggingen met hoge *ratings* plots minder of bijna niets meer waard te zijn. Ratingbureaus prediken dus niet de absolute waarheid. Het grote probleem is nu net dat deze ongereguleerde markt niet op zijn fouten wordt afgerekend. Een mogelijke oplossing is dus om deze markt strikter te reguleren en het zou zelfs niet slecht zijn als er een **Europees ratingbureau** werd opgericht om de concurrentie op de markt te vergroten. Maar ratingbureaus worden betaald door wie beoordeeld wil worden, en daar knelt het schoentje nu net. Bedrijven en landen betalen dus vaak grote sommen aan hun eigen grafdelver. Benieuwd of er in de toekomst toch een striktere regulering wordt ingevoerd.

4.3 De winnaars uit het ondernemerslandschap

4.3.1 E.CO2

E.CO2 (Green-Solutions bvba) is een bedrijf, gelegen te Diest, dat opgestart is in oktober 2008 door Joachim Hanne en zijn broer Peter. Het bedrijf voorziet auto's van grote wagenparken (bedrijfswagens) van **voldoende bandenspanning** om zo brandstof te kunnen besparen en CO2-uitstoot te verminderen. Door de crisis van afgelopen jaren horen we weinig of niks meer over de opwarming van de aarde. Green-Solutions bvba stuurde op 18 december 2008 een persbericht de wereld in om hun nieuw concept te lanceren:

Bandenproducten Bridgestone voerde in 2007 in Europa meer dan 40000 uitgebreide controles op autobanden uit. Uit dit grootschalige onderzoek bleek dat liefst 9 op de 10 chauffeurs rondrijdt met een te lage bandenspanning. De te lage druk in de banden gaat niet alleen ten koste van de wegligging en dus de veiligheid van de auto, maar ook van de levensduur van de banden. Bovendien verhoogt de onderdruk de rolweerstand, waardoor de auto meer brandstof verbruikt en dus ook meer CO2 uitstoot. Het totale kostenplaatje op Europees niveau voor het extra brandstofverbruik en de extra bandenslijtage zou jaarlijks maar liefst 10,6 miljard euro bedragen. Bij een te lage bandenspanning stoot een auto gemiddeld bovendien 4,6 gram CO2 per kilometer extra uit.

Verder zijn er nog andere voordelen verbonden aan een optimale bandenspanning: betere wegligging, langere levensduur van de banden, betere preventie tegen klapbanden en tenslotte een kortere remweg. Zowel het milieuaspect als het veiligheidsaspect wordt dus positief benaderd. Maar wie doet dat, zijn banden frequent en optimaal oppompen? Iemand met een firmawagen ligt daar zeker niet wakker van. Zo is het idee bij Joachim en Peter Hanne gerijpt om een bedrijfje te starten dat zich daarmee bezighoudt. **Het concept** is eenvoudig: een mobiel team van Green-Solutions komt één keer per maand langs op het parkeerterrein van het bedrijf, op een moment dat zoveel mogelijk wagens beschikbaar zijn, om met speciale apparatuur de bandenspanning van elke wagen te meten en te optimaliseren. Green-Solutions zal dit doen voor een klein maandelijks bedrag en dit zonder enig inboeten van comfort of geleverde inspanning van de werknemer-bestuurder. Verder is aan het systeem ook een databank gekoppeld met de nummerplaat gekoppeld aan het merk en het type van auto. Op deze manier kan het mobiele team makkelijk de ideale spanning voorzien, zonder ook maar iemand te storen, want de autosleutels zijn niet eens nodig.

De overtuiging is dat **ecologie en economie** gemakkelijk aan mekaar gekoppeld kunnen worden, zonder daarvoor zware inspanningen te doen. Voor het concept E.CO2 is geen investering vereist. Dat is bijvoorbeeld bij zonnepanelen wel anders. De gebroeders Hanne: "Wij zeggen altijd: bij ons hebt ge al bespaard voor ge uw factuur hebt gekregen" (Bulté & Weverbergh, 2009). Volgens Joachim Hanne heeft de crisis hun uiteraard geholpen, maar stel dat de economie binnenkort weer helemaal uit het dal is, dan worden er niet direct problemen verwacht voor hun bedrijf. De **aandacht voor CO2-uitstoot** zal zeker niet verminderen. Zelfs als elektrische wagens de markt zullen overnemen: hoe minder bandenweerstand, hoe minder ze zullen verbruiken en hoe langer de batterij meegaat.

Zoals eerder vermeld werd het bedrijf E.CO2 opgestart in oktober 2008, te midden van de financiële crisis. Vanaf het eerste jaar deed het bedrijf het zeer goed en momenteel stijgt het aantal klanten volgens de zaakvoerders nog steeds, aangezien grote bedrijven op zoek blijven gaan naar besparingen op alle vlakken. Het zal u dan ook niet verwonderen dat E.CO2 beschouwd wordt als een **winnaar van de financiële crisis**. Het bedrijf in kwestie heeft het uitbreken van de crisis kunnen gebruiken om zijn **unique selling proposition** in de verf te zetten: andere bedrijven helpen besparen.

4.3.2 Triodos Bank

Triodos Bank is een Nederlandse bank met vestigingen in Nederland, België, Verenigd Koninkrijk, Spanje en Duitsland. De bank werd opgericht in 1980 en is al sinds 1993 actief in België, maar sinds de financiële crisis van 2008 heeft de bank enorm aan populariteit gewonnen. Wat is er nu zo speciaal aan Triodos Bank? Triodos Bank is één van de duurzaamste banken ter wereld. Nu, tegenwoordig verklaart iedere bank duurzaam te zijn. **Duurzaam beleggen** houdt voor een gemiddelde bank in dat beleggingen in bedrijven die schade berokkenen aan het milieu of de samenleving, vermeden worden. Maar bij Triodos Bank wordt er veel verder gegaan. Triodos Bank belegt uitsluitend in initiatieven die actief bijdragen tot de samenleving:

- krediet- en projectfinanciering aan organisaties of bedrijven met een culturele, sociale of ecologische meerwaarde (fair trade organisaties, duurzame energie projecten, biologische producenten);
- hypotheekkredieten voor passiefwoningen;
- duurzame beleggingsfondsen op basis van een strikte duurzaamheidsanalyse van beursgenoteerde bedrijven.

Ook de spaarders en beleggers van Triodos Bank kiezen bewust voor een duurzame samenleving. Deze bank kan dus met recht en rede zeggen dat ze duurzaam is. Triodos Bank is de eerste en enige bank in België die al zijn activiteiten toelegt op duurzaam bankieren. Aanvankelijk kiezen mensen vandaag de dag voor rendement en hechten ze minder belang aan de duurzaamheid van de samenleving. Maar sinds de financiële crisis van 2008 zijn mensen blijkbaar radicaal van richting veranderd. Olivier Marquet, CEO van Triodos Bank België, verklaarde in een artikel in Humo (2009) dat de deposito's van Triodos Bank België in 2008 met ongeveer 38% gestegen zijn. "En nee, wij hebben daar geen bonussen voor gekregen", zegt Olivier Marquet in hetzelfde artikel (Bulté & Weverbergh, 2009). Triodos Bank streeft niet naar onmiddellijk winstbejag en dus worden er ook **weinig of geen bonussen uitgekeerd**. Het onderscheidend kenmerk is dat Triodos een optimalisatie en niet een maximalisatie van het rendement nastreeft. Triodos Bank heeft er ook bewust voor gekozen om de aandelen niet op de beurs te laten noteren. Zo bestaat er voor de directie geen enkele impuls om het rendement op korte termijn te stimuleren en kan er vooral geconcentreerd worden op de lange termijn maatschappelijke doelstellingen.

Triodos Bank wil bewijzen dat het **klassieke model van spaarbank wel economisch** realistisch is. Klanten worden dan ook niet aangetrokken door middel van hogere rentes, zoals bijvoorbeeld bij Rabobank of Deutsche Bank. Triodos Bank biedt net dezelfde rente als de grootbanken en toch komen mensen met hun geld naar Triodos Bank. Dit komt vooral doordat de mensen overtuigd zijn door de waarden van de bank en omdat ze het gevoel hebben dat hun geld veilig is bij Triodos. Een bijkomende reden waarom Triodos Bank de rente niet verhoogd is omdat de bank niet gediend is met een explosieve groei. Groei betekent groter worden waardoor er opeens veel nieuw personeel aangenomen moet worden. Dit is niet evident voor een **waardengedreven bedrijf** als Triodos Bank aangezien de medewerkers ook achter die waarden moeten staan. Olivier Marquet verklaarde in het artikel met Humo (2009) dat alle mensen die voor hun bedrijf een krediet hebben ondertekend bij Triodos Bank, bij naam gekend zijn. Dit is uiteraard een enorm verschil met grote zakenbanken (Bulté & Weverbergh, 2009).

Het is overduidelijk dat Triodos Bank het afgelopen jaren heel goed heeft gedaan, zowel op maatschappelijk als op financieel vlak (zie Tabel 8). Deze enorme opmars van Triodos Bank heeft zich op gang getrokken tijdens de financiële crisis van 2008. Het zal u dan ook niet verbazen dat Triodos Bank in dit onderzoek als **winnaar van de financiële crisis** beschouwd wordt.

(Bedragen in € miljoen)	2011	2010	2009	2008	2007
Financieel					
Eigen vermogen	451	362	318	204	200
Aantal certificaathouders	21638	16991	14778	11797	12084
Aantal rekeningen	363086	278289	228030	169517	130644
Kredieten	2838	2128	1661	1270	1019
Aantal kredieten	21900	17283	14438	9381	6181
Balanstotaal	4291	3495	2985	2363	1885
Fondsen in beheer	2495	2122	1876	1378	1429
Totaal in beheer gegeven vermogen	6786	5617	4861	3741	3314
Totaal baten	128,7	102,7	88,3	73,7	59,2
Bedrijfslasten	-89,9	-78,0	-70,4	-55,5	-47,7
Waardeveranderingen vorderingen	-15,8	-9,8	-5,0	-3,2	0,6
Waardeveranderingen deelnemingen	-0,1	-0,1	-0,4	-1,0	-
Bedrijfsresultaat voor belastingen	22,9	14,8	12,5	14,0	12,1
Belastingen bedrijfsresultaat	-5,6	-3,3	-2,9	-3,9	-3,1
Nettowinst	17,3	11,5	9,6	10,1	9,0
Tier-1 kernkapitaalratio	14,0%	13,8%	15,3%	11,6%	14,9%
Solvabiliteit (BIS-ratio)	14,4%	14,7%	16,5%	13,0%	16,8%
Bedrijfslasten/totaal baten	70%	76%	80%	75%	81%
Rendement eigen vermogen	4,3%	3,4%	4,1%	5,0%	5,6%
Per aandeel (in euro's)					
Intrinsieke waarde	74	73	72	70	70
Nettowinst	3,18	2,45	3,00	3,51	3,85
Dividend	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
Sociaal					
Aantal medewerkers	720	636	577	477	397
Uitstroom	9%	11%	10%	14%	18%
Percentage Vrouwelijk managers	37%	35%	27%	29%	33%
Opleidingskosten per FTE (€)	1660	1521	1318	1240	1189
Hoogste/laagste salaris verhouding	9,8	8,5	8,5	7,7	7,3

Tabel 8: Kerncijfers jaarverslag 2011 Triodos Bank (Bron: Triodos Bank).

Triodos Bank verwacht in de komende jaren een **grotere concurrentie van de grootbanken**, aangezien iedereen er eindelijk van overtuigd is dat de uitweg uit de crisis voor een groot deel in de groene economie ligt. Echter weinig grootbanken hebben daar competentie in opgebouwd, terwijl Triodos Bank dit al jaren heeft gedaan. Olivier Marquet gelooft dus volledig in de verdere uitbreiding van het succesverhaal van Triodos Bank (Bulté & Weverbergh, 2009).

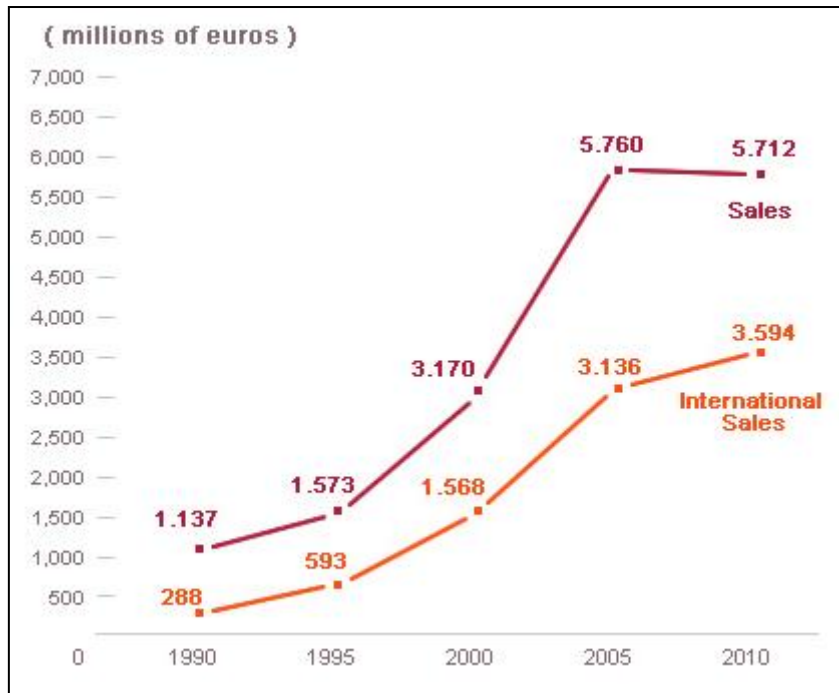
4.3.3 Mondragón Cooperative Corporation

Mondragón Cooperative Corporation is de belichaming van de coöperatieve beweging die begon in 1943. Een lokale priester in het Baskische dorpje Arrasate (in het Spaans wordt dit Mondragón genoemd) richtte een kleine dorpsschool op om mensen te voorzien van spirituele, technische en sociale scholing. In 1956 stichtten vijf studenten van deze school een eerste coöperatieve fabriek op. In de jaren daaropvolgend werden er nog verschillende coöperaties opgericht waaronder ook een bank. In 1991 dan werd een overkoepelend orgaan voor het netwerk van coöperatieven opgericht, genaamd *Mondragón Cooperative Corporation* (MCC). De bedrijfsfilosofie van dit orgaan is opgenomen in de bedrijfswaarden (www.mondragon-corporation.com):

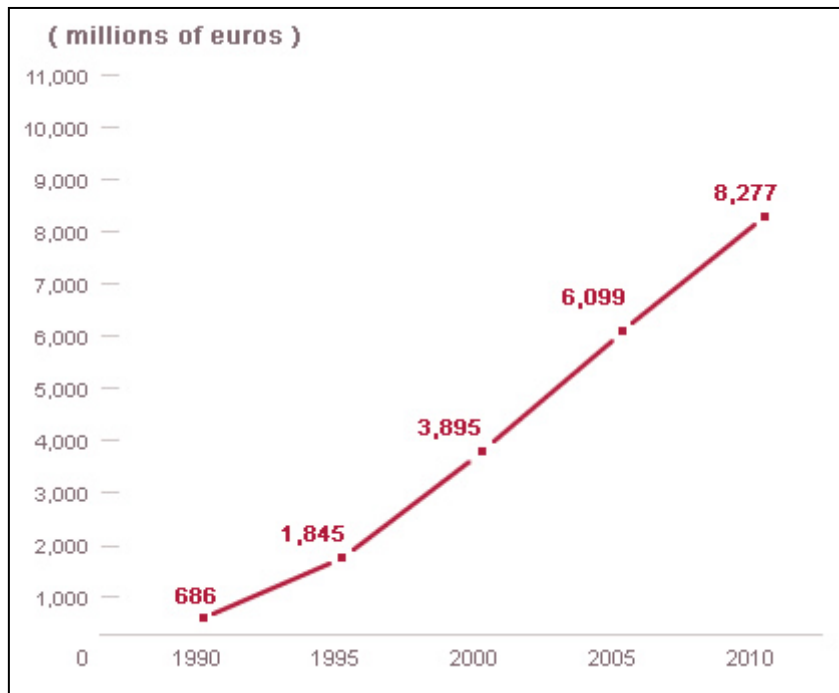
- samenwerking (co-operation);
- deelname (participation);
- sociale verantwoordelijkheid (social responsibility);
- innovatie (innovation).

De **missie van de corporatie** combineert de kerndoelen van een zakelijke organisatie, die wedijvert op de internationale markten, met het gebruik van democratische methoden binnen de bedrijfsorganisatie, de creatie van werkgelegenheid, de menselijke en professionele ontwikkeling van haar medewerkers en de ontwikkeling van de sociale omgeving. Het management van de aparte coöperatieven wordt ieder jaar opnieuw gekozen in een algemene vergadering. Op deze algemene vergadering wordt ook een bindend strategisch plan voor de corporatie opgesteld. De aparte coöperaties zijn gebonden aan dit strategisch plan maar hebben wel de mogelijkheid om ieder moment uit de corporatie te stappen. In termen van organisatie is de corporatie opgedeeld in vier domeinen: financiën, industrie, distributie en kennis (www.mondragon-corporation.com).

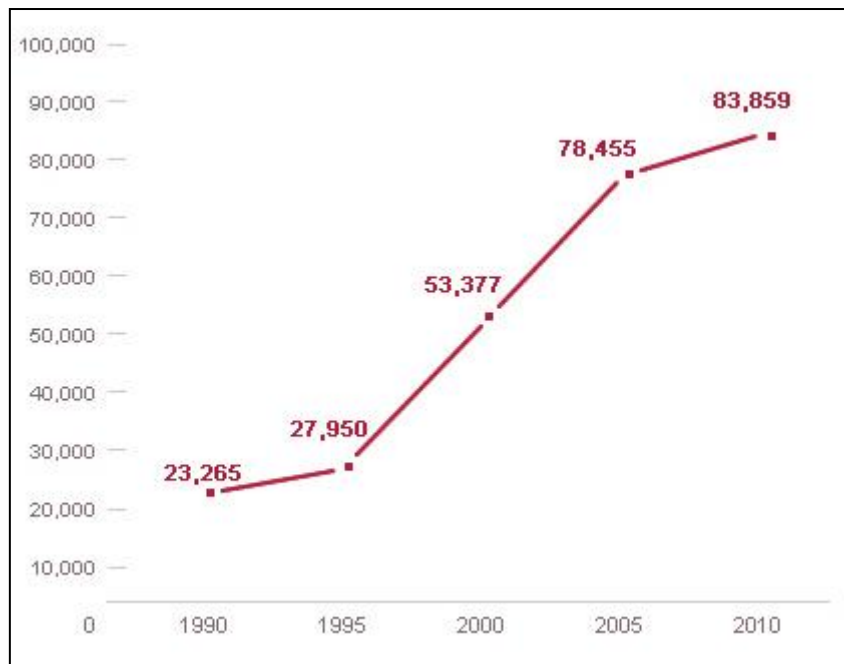
In een documentaire van VPRO Tegenlicht (2012) wordt over de *Mondragón co-op* gesproken als het **wonder van Baskenland**. De merkwaardige ontwikkelingen in deze coöperaties verbazen heel de wereld. De financiële crisis van 2008 heeft zowat alle landen ter wereld getroffen, in het bijzonder Spanje. Toch blijkt de *Mondragón co-op* het economisch zeer goed te doen, ondanks de hevige crisis in Spanje. De corporatie slaagt erin om de werkloosheid laag te houden en de economie stabiel te houden (zie Figuur 30, 31 en 32). De werkloosheid in de regio rond Mondragón ligt gemiddeld 10% lager als in de rest van Spanje.



Figuur 30: Verkopen en internationale verkopen industrial area (Bron: Caja Laboral).



Figuur 31: Verkopen retail area (Bron: Caja Laboral).



Figuur 32: Evolutie van de tewerkstelling (Bron: Mondragon).

Mondragón co-op bestaat uit 120 coöperaties en is in staat om alle nodige producten *inhouse* te maken, zelfs hoogtechnologische producten vormen geen probleem. De corporatie is momenteel het zevende grootste bedrijf van Spanje en heeft vestigingen over heel de wereld (Brouwer et al, 2012). De corporatie omvat werkelijk alle onderdelen die een maatschappij nodig heeft om te overleven: industriële coöperaties, krediet- en consumptiecoöperaties, boerencoöperaties, onderwijscoöperaties (waaronder een universiteit), dienstencoöperaties en centra voor innovatief onderzoek en ontwikkeling. Het geheim van dit goeddraaiend bedrijf ligt hem in de coöperatievorm: de **werknemers investeren zelf geld** in het bedrijf en zijn dus eigenaar van het bedrijf, er zijn geen andere investeerders. Diegene die lid wil worden van een coöperatie, moet zich inkopen voor een bedrag van € 15000. Na het pensioen wordt deze € 15000 terugbetaald met rente. Aangezien de arbeiders van een fabriek zelf eigenaar zijn, kunnen ze in crisisperioden zelf kiezen op welke manier ze het bedrijf overeind houden. In het verleden is gebleken dat meestal inkomensmatiging boven ontslag wordt gekozen. Zo beslisten arbeiders van een koelkastenfabriek in de *Mondragón co-op* vorig jaar nog democratisch om acht procent van hun loon af te staan om zo de hardste klappen van de financiële crisis samen op te vangen. De solidariteit tussen de leden is zo groot omdat er werkzekerheid wordt geboden. In iedere coöperatie wordt gemiddeld 90% van de winst geherinvesteerd in het bedrijf (Brouwer et al, 2012).

Afgelopen decennia werd Baskenland als het ware afgesloten van de rest van de wereld door de herhaaldelijke bomaanslagen van de Baskische afscheidingsbeweging ETA. Baskenland was een regio waar mensen beter wegbleven en dus waren de Basken genoodzaakt om zichzelf te voorzien. Deze mentaliteit heeft geleid tot de sterke solidariteit in de huidige coöperaties. Volgens de Amerikanen is het systeem van *Mondragón co-op* een "derde weg": iets **tussen neo-liberalisme en totalitair communisme** in. Misschien is dit nu juist hetgeen de samenleving nodig heeft om evenwichtig te kunnen leven en tijden van crisis te kunnen overwinnen. Het is een algemeen feit dat de *Mondragón Cooperative Corporation* de crisis beter doorstaan heeft dan andere bedrijven. Deze corporatie wordt dan ook beschouwd als winnaar van de financiële crisis. Hoe dit systeem verder evolueert zal de toekomst uitwijzen.

Hoofdstuk 5: Conclusies

In dit onderzoek werd er opzoek gegaan naar de winnaars van de financiële crisis. In hoofdstuk vier werden deze winnaars in detail besproken. De centrale onderzoeksvraag echter luidde:

“wat is het economisch profiel van de winnaars van de financiële crisis?”

Om een antwoord op deze centrale onderzoeksvraag te formuleren moeten we alle winnaars van de financiële crisis, die in hoofdstuk vier benoemd werden, nog even gaan recapituleren.

Eerst werden de relatieve winnaars in de bankensector besproken. Hier werden de Amerikaanse bank Wells Fargo, het Nederlandse BinckBank en Rabobank en de Duitse financiële instellingen Deutsche Bank als winnaars van de financiële crisis genoemd. Al deze banken hadden gemeen dat een groot deel van hun activiteiten uit internetbankieren bestond. Hoewel verder in het onderzoek gebleken is dat de opkomst van internetbankieren niet rechtstreeks te linken is aan de financiële crisis, kan toch geconcludeerd worden dat **internetbankieren** een mogelijke uitweg biedt voor de huidige crisis.

In hoofdstuk drie werd de toekomst van de financiële sector besproken en daaruit bleek dat de algemene tendens in de bankensector er één van “*back to basics*” was (Klok & van Uffelen, 2009). Bij het bepalen van het **economische profiel van de winnaars in de bankensector**, kan vervolgens geconcludeerd worden dat er teruggegrepen wordt naar de oude waarden, de klassieke bankactiviteiten. De vlotte bankier in maatpak die allerlei afgeleide producten probeert te verkopen, is helemaal uit de mode. **Saai is sexy** geworden. Mensen hechten terug meer belang aan eenvoudige bancaire producten en zijn minder geïnteresseerd in de ingewikkelde derivaten, die hun bloei kende in de pre-crisis periode. Dit zou ook een reden kunnen zijn waarom islamitisch bankieren in de post-crisis periode steeds meer interesse genoten heeft. Islamitisch bankieren houdt namelijk vast aan enkele conservatieve principes die de waarden van klassieke banken vertegenwoordigen. Het nieuwe motto luidt als volgt: de financiële sector mag innoverend zijn, maar het moet veilig blijven. Financiële instellingen die deze twee elementen hebben kunnen combineren, zijn de echte winnaars van de financiële crisis geworden.

In het onderzoek werd reeds aangehaald dat Europa de drijvende kracht is achter de hervormingen in de financiële sector. Amerika, het land waar de crisis zijn oorsprong kende, heeft de boodschap nog steeds niet echt goed begrepen. Vorige maand werd bekendgemaakt dat de Amerikaanse zakenbank **Morgan Stanley weer veel geld verloren** heeft met speculeren. Het enige lichtpunt in dit verhaal is dat de CEO van Morgan Stanley openlijk de verantwoordelijkheid op zich nam. In het verleden is dit ooit anders geweest.

Vervolgens werd de zoektocht naar de relatieve winnaars verder gezet in bedrijfswereld. Hoger management van grote bedrijven bleek ook een relatieve winnaar van de financiële crisis te zijn. Ondanks het feit dat vele topmanagers hun baan verloren zijn, hebben ze **rijkelijke bonussen en ontslagvergoedingen** opgestreken. Deze bonussen en ontslagvergoedingen waren soms zo buitenproportioneel dat afgedankte managers als miljonairs naar huis terugkeerden. Uit onderzoeken van Inderst & Mueller (2010 en 2005), Fahlenbrach & Stulz (2009) en Gabaix & Landier (2007) is wel gebleken dat het uiterst moeilijk is om een optimale vergoeding samen te stellen. Gelukkig is de **mentaliteit in de bankensector ondertussen gewijzigd** en vallen de hoge opzegvergoedingen grotendeels weg. Enkel het probleem van de bonussen is nog niet volledig uit de wereld geholpen want maandelijks zorgt de bekendmaking van bonussen van topmanagers nog voor verontwaardiging. Hieromtrent kan enkel gehoopt worden dat CEO's en andere hoge managers hun les geleerd hebben en vanaf nu een beetje nederiger worden.

Wat betreft de absolute winnaars van de financiële crisis kan er duidelijk geconcludeerd worden dat de fondsenindustrie één van de grote winnaars is. Cijfers tonen aan dat zowel de **high yield bonds markt** als de **fondsenindustrie** in het algemeen, ondanks de financiële crisis van 2008, hun opmars voortgezet hebben. De markt van *high yield bonds* werd onder de slechte financiële structuren in de jaren 1980 uit de grond gestampt, met een niet al te florissant doel voor ogen: *leveraged buyouts* en vijandige overnames, met minimale inzet van eigen kapitaal. Toch heeft deze markt zich over de jaren heen merkbaar uitgebreid, weliswaar met een meer ethisch karakter, om vervolgens uit te groeien tot één van de winnaars van de financiële crisis. Dit is op zijn minst onvoorspelbaar te noemen. Benieuwd hoe deze markt in de toekomst zal evolueren.

Het economische profiel van de winnaars uit het ondernemerslandschap is vrij uiteenlopend. Een algemeen feit is dat bedrijven in tijden van crisis opzoek gaan naar besparingen. Zelfs jaren na de crisis zullen deze sporen van besparing merkbaar blijven. Kleine bedrijven die grote bedrijven helpen met het doorvoeren van de nodige

besparingen, door middel van innoverend gedrag, hebben ongetwijfeld het profiel van winnaar van de crisis. Het bedrijf E.CO2 voldoet volledig aan dit profiel en wordt dan ook geheel terecht als winnaar van de financiële crisis bestempeld. Wat betreft Triodos Bank zitten we met een heel ander verhaal. De financiële crisis van 2008 heeft mensen blijkbaar doen inzien dat **duurzame beleggingen** de toekomst zijn. Banken die zich focussen op duurzame projecten zullen bijgevolg minder geleden hebben onder de crisis van 2008 en bestempeld worden als winnaars van de financiële crisis. Tenslotte hebben we nog de *case* van *Mondragón Cooperative Corporation*, wat uiteraard een uitzonderlijk verhaal is. Het succes van deze corporatie vloeit voort uit de **solidariteit** tussen de leden van de corporatie. Dit basisprincipe heeft dan ook het economische profiel van *Mondragón Cooperative Corporation* beïnvloed. Het zal moeilijk worden om elders in de wereld zulk een netwerk van coöperaties terug te vinden. Andere bedrijven en landen kunnen leren van dit voorbeeld maar uiteindelijk zal de plaatselijke cultuur en maatschappij een zodanige invloed hebben, dat de implementatie van dit voorbeeld elders ter wereld zeer moeilijk zal worden.

Referentielijst

Academische tijdschriften

Abizadeh, S., Yousefi, M. & McCormick, K. (1995). Islamic Banking and Friedman's Rule. *Review of Social Economy*, spring 1995, Vol LIII No. 1.

Aucremanne, L., Broeckx, J., & Vergote, O. (2007). Het liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de periode van financiële beroering. *Economisch Tijdschrift*, december 2007, 29-44.

Babus, A., Carletti, E. & Franklin, A. (2009) Financial crisis: theory and evidence [elektronische versie]. *Annual Review of Financial Economics* Vol. 1: 97-116.

Berger, R., Choi, C.J. & Kim, J.B. (2010). Capitalism's global financial crisis : the role of the state [elektronische versie]. *The Social Science Journal*, 47, 829-835.

Blackburn, R. (2008). The subprime crisis. *New Left Review*, 50, 63-106.

Bonte, R. (2009, april, 2). ASBA – FSI High Level Meeting on Recent Developments in the Financial Markets and Resulting Supervisory Priorities and Strategies, Lima.

Chapra, M.U. (2008). The Global Financial Crisis: Can Islamic finance help minimize the severity and frequency of such a crisis in the future? [elektronische versie]. Islamic Research and Training Institute.

De Laat, J.J.M., Heerma van Voss, G.J.J., Sagel, S.F. & Verhulp, E. (2010). Begroot, schat, vergoed en bewonder: de begroting van de kennelijk onredelijke ontslagvergoeding na 12 februari 2010 [elektronische versie]. *Tijdschrift Recht en Arbeid*, 2, 18-24.

de la Merced, Michael J. (2009). Citigroup and BofA Profits Aided by Asset Sales, *The New York Times*, July 17, 2009.

Dinklo, I. (2006). Fabels en feiten over kwalitatieve onderzoeksresultaten [elektronische versie]. *Kwalon*, 32, 32-43.

Duffie, D. & Gârleanu, N. (2001). Risk and valuation of collateralized debt obligations [elektronische versie]. *Financial Analysts Journal*, jan/feb 2001, 57, 1.

Dufour, M. & Orhangazi, O. (2007). International Financial Crisis: Scourge of Blessing in Disguise? [elektronische versie]. *Review of Radical Political Economics*, 39, 342-350.

Eisfeldt, A. L. & Rampini, A. A. (2008). Managerial Incentives, Capital Reallocation and the Business Cycle [elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 87, 177-99.

Gabaix, X. & Landier, A. (2007). Why has CEO pay increased so much?. *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.

Heerma van Voss, G.J.J., Loonstra, C.L., Scholtens, C.G., Verburg, L.G. & Verhulp, E. (2004). *ADO en STAR, de discussie gaat verder. Ontslagrecht in beweging*. Den Haag: Sdu Uitgevers bv.

Huang, R. & Ratnovski, L. (2008). The dark side of bank wholesale funding [elektronische versie]. Research department, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Huisman, W., Mecking, E., van Raaij, W.F., Schoenmaker, D., Slot, B.M.J., Wolters, W.G. & Unger, B. (2009). De Kredietcrisis [elektronische versie]. *Justitiële verkenningen*, 6, 1-162.

Inderst, R. & Mueller, H.M. (2010). CEO Replacements Under Private Information [elektronische versie]. *The Review of Financial Studies*, 23, 2935-2969.

Jick, T. (1979). Mixing qualitative and quantitative methods: Triangulation in action. *Administrative Science Quarterly*, 24, 602-611.

Kaplan, S. N. & Strömberg, P. (2008). Leveraged buyouts and private equity [elektronische versie]. *Journal of Economic Perspectives*, volume 22, number 4.

Mishkin, F.S. (1992). Anatomy of a financial crisis [elektronische versie]. *Journal of Evolutionary Economics*, 2, 115-130.

Philipsen, H. & Vernooij-Dassen, M (2004). Kwalitatief onderzoek: nuttig, onmisbaar en uitdagend [elektronische versie]. *Huisarts en Wetenschap*, 47, 454-461.

Smets, J. (2012). De schulden crisis en haar gevolgen. Beschouwingen n.a.v. het jaarverslag 2011 van de NBB (29 februari 2012).

Spitzer, E., 2008, Predatory lenders' partner in crime [elektronische versie]. *Global Research*.

Taylor, J.B. (2008). The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong [elektronische versie]. *The Economist*, 1-18.

Tjittes, R.P.J.L. (2008). Islamitisch financieren in Nederland [elektronische versie]. *Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS* 2008, 4, 136-144.

Veronesi, P. & Zingales, L. (2010). Paulson's Gift [elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 97, 339-368.

Yudistira, D. (2004). Efficiency in islamic banking: an empirical analysis of eighteen banks [elektronische versie]. *Islamic Economic Studies*, 12, 1-19.

Boeken

Baumgarten, M. (2011). Banks, bailouts and liberal markets: State/Market relations throughout the financial crisis. Norderstedt, Germany: Uitgeverij Grin.

Braster, J.F.A. (2000). De kern van casestudy's. Assen: Van Gorcum & Comp. B.V.

Henriques, D. B. (2011). The wizard of lies: Bernie Madoff and the death of trust. New York: Times Books, Henry Holt and Company LLC.

Hutjes, J.M. & Van Buuren, J.A. (1992). De gevalstudie, de strategie van kwalitatief onderzoek. Opgevraagd op 17 november, 2011, via Google Books.

Fabozzi, F. J. & Kothari, V. (2008). Introduction to securitization. John Wiley & Sons Ltd.

Klok, P. & van Uffelen, X. (2009). Bonus! Waarom bankiers de grote winnaars zijn van deze crisis. Amsterdam: De Volkskrant/Meulenhoff.

Masui, C. & Raedts, M. (2007). Van vraag tot tekst. Leuven: Uitgeverij Acco.

Naseem, A. & Zafar, S. (2000). APA Quick Reference Guidelines 4th edition. USA: American Psychological Association Style.

Slangen, N. (2006). De modellen van C: Strategische communicatie in 62 verrassende modellen. Den Haag: Sdu uitgevers.

Van Riel, C.B.M. (1999). Corporate communication. Alphen aan den Rijn : Kluwer.

Multimedia bronnen

Boender, B.; Hagen, H.; de Putter, J. & Tan, S. (2011, februari 21). VPRO Tegenlicht: Allah, vrouwen en de bank [Television Broadcast]. Nederland: NED2.

Brouwer, K.; de Putter, J.; Garcia, M. A.; Hagen, H.; Merckx, M. & Schneider, M. (2012, maart, 5). VPRO Tegenlicht: Het wonder van Baskenland [Television Broadcast]. Nederland: NED2.

Ferguson, C. H. & Marris A. (2010). Inside Job.

Goossens, H. & Schutgens, M. (2011, september 19). VPRO Tegenlicht/Metamorfose van een crisis [Television Broadcast]. Nederland: NED2.

RTL Z/BinckBank lijkt kredietcrisis bestendig (2011) [Television Broadcast]. Nederland: RTL Z.

Vranckx, R. (regisseur De Visscher, M.). (2011, september). De vloek van Osama [Television Broadcast]. België: Canvas.

Internetteksten

Advies van de ECB van 21 april 2009 betreffende een voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende ratingbureaus. Publicatieblad van de Europese Unie (2009, mei, 20). Opgevraagd op 4 april, 2012, via http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_11520090520nl00010014.pdf.

Alexeyev, J. & Enskat, D. (2008). Global Fund Distribution: Best Practices, Key Trends and Opportunities to Grow Sales Worldwide. Strategic Insight. Opgevraagd op 24 februari, 2011, via <http://strategicinsightglobal.com/service/GlobalDistribution/GlobalDistribtionInfoPacket.pdf>.

BinckBank heeft geen last van kredietcrisis. (z.d.). Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via <http://fd.nl>.

Blenkinsop, P. & Macdonald, A. (2009, maart, 17). No major bull run in next three years: Create. Opgevraagd op 26 april, 2012, via <http://www.reuters.com/article/2009/03/17/us-funds-summit-bullrun-idUSTRE52G5LW20090317>.

Bosschem, T. (2007). Islamitisch bankieren: een vergelijkende studie met westerse banken. Opgevraagd op 18 oktober, 2011, via http://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/001/241/654/RUG01-001241654_2010_0001_AC.pdf.

Bunchuan, D. (2006). Islamic Banking and Finance: is it complementing or competing the conventional banks. Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via http://edissertations.nottingham.ac.uk/695/1/Islamic_Banking_and_Finance-MBA_Dissertation.pdf.

Delarue, S. & Seynaeve, M. (2010). Oorzaken en gevolgen van de economische crisis, en aanbevelingen naar de toekomst: een verkenning. Opgevraagd op 16 april, 2012, via http://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/001/459/542/RUG01-001459542_2011_0001_AC.pdf.

Demyanyk, Y. & Van Hemert, O. (2008). Understanding the Subprime Mortgage Crisis. Opgevraagd op 23 november, 2011, via http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396.

Disli, M. & Roose, R. (2009). Islamitisch bankieren in Vlaanderen. Opgevraagd op 16 april, 2012, via <http://www.scriptiebank.be/uploads/documentenbank/6417a77adc179ce72da5e20c0cb361e9.pdf>.

Fahlenbrach, R. & Stulz, R. (2009). Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. Opgevraagd op 13 april, 2012, via http://www.nccr-finrisk.uzh.ch/media/pdf/wp/WP603_B2.pdf.

Final report recommendations. Independent Commission on Banking (2011, September). Opgevraagd op 9 april, 2012, via <http://bankingcommission.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/2010/07/ICB-Final-Report.pdf>.

Fondsenindustrie winnaar van deze crisis. (2008, oktober, 23). Opgevraagd op 23 november, 2011, via <http://www.fondsnieuws.nl/nieuws/headlines/artikelen/2334-fondsenindustrie-winnaar-van-deze-crisis-.html>.

Hanssen, P. (2007). Hedgefonds (hedge fund). Opgevraagd op 25 april, 2012, via <http://financieel.infonu.nl/beleggen/2535-hedgefonds-hedge-fund.html>.

IMF, 2011. Opgevraagd op 3 december, 2011, via http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=43&pr.y=11&sy=1995&ey=2012&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=176&s=NGDP_R%2CNGDP%2CNGDPD&grp=0&a).

Inderst, R. & Mueller, H.M. (2005). Keeping the Board in the Dark: CEO Compensation and Entrenchment. Opgevraagd op 9 april, 2012, via <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/CEO.pdf>.

Jaarverslag 2008-2009 CBFA. (z.d.). Opgevraagd op 14 maart, 2012, via http://www.fsma.be/nl/Doormat/arch/~media/Files/publications/ver/nl/cbfa_2008.ashx.

Kalam, F. H. (2008). Islamitisch bankieren en de kredietcrisis. Opgevraagd op 26 oktober, 2011, via <http://financieel.infonu.nl/diversen/26729-islamitische-banken-en-de-kredietcrisis.html>.

Kwalitatief en kwantitatief onderzoek. (z.d.). Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via <http://studion.fss.uu.nl/Bouwstenenonline/2b3kwalitatiefenkwantitatief.doc>.

Lamfalussy, A. et al. (2009). Eindrapport Hoog comité voor een nieuwe financiële architectuur (2009, juni, 16). Opgevraagd op 4 april, 2012, via http://docuфин.fgov.be/intersalgnl/thema/actueel/pdf/High_level_committee_on_a_new_financial_architecture_final_report_20090616_NL.pdf.

Longstaff, F. A., Mithal, S. & Neis, E. (2002). The credit default swap market: Is credit protection priced correctly. Opgevraagd op 20 december, 2011, via <http://www.ma.utexas.edu/Seminars/MathFin/old/Fall2003/LongstaffMithalNeis.pdf>.

Martin, F. (2011). Global high yield: the big winner from the banking crisis. Monthly newsletter Thames River, issue 151. Opgevraagd op 11 december, 2011, via https://www.thamesriver.co.uk/_documents/1103_GlobalHighYield.pdf.

Neijs, P. (2010). De toegevoegde waarden van ratinginstituten ter discussie: economische en juridische aspecten. Opgevraagd op 16 februari, 2012, via <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=113852>.

Ong, D. (z.d.). Who Are the Winners in This Financial Crisis? Opgevraagd op 24 februari, 2011, via <http://ezinearticles.com/?Who-Are-the-Winners-in-This-Financial-Crisis?&id=1632519>.

Persbericht nieuw concept E-CO2 (2008, december, 18). Opgevraagd op 21 maart, 2012, via <http://www.e-co2.be/Pers/2008-12-18%20Persbericht.pdf>.

Peters, J. (2011). Wells Fargo aandelenrapport. Opgevraagd op 24 februari, 2011, via <http://www.morningstar.be/be/466/articles/99164/Wells-Fargo-Aandelenrapport.aspx>.

Purnanandam, A. (2008). Originate-to-Distribute Model and The Sub-prime Mortgage Crisis. Opgevraagd op 23 november, 2008, via http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1167786.

Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2009). The aftermath of the crisis. Opgevraagd op 15 oktober, 2011, via http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/Rogoff.Aftermath_of_Financial_Crises.pdf.

Reulink, N. & Lindeman, L. (2005). Kwalitatief onderzoek. Dictaat kwalitatief onderzoek. Opgevraagd op 5 oktober, 2011, via http://www.cs.ru.nl/~tomh/onderwijs/om2%20%282005%29/om2_files/syllabus/kwalitatief.pdf.

Wie is megafraudeur Bernard Madoff? Alles over het leven van Madoff (2009, maart, 12). RTL Z. Opgevraagd op 28 april, 2012, via http://www.rtl.nl/components/financien/rtlz/2009/weken_2009/11/0312_1715_wie_is_madoff.xml.

The high-level Group on financial supervision in the EU: Report chaired by Jacques de Larosière (2009, februari, 25). Opgevraagd op 4 april, 2012, via http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

Verschueren, S. (2011). Ratingbureaus hebben wereld in hun macht. Opgevraagd op 30 april, 2012, via http://www.econ.kuleuven.be/eng/ew/Articles%20press/2011/PDG_HetLaatsteNieuws_160711.pdf.

Verslag Belgische Kamer van volksvertegenwoordigers en Senaat: De financiële en bankcrisis (2009, april, 27). Opgevraagd op 14 maart, 2012 via <http://www.dekamer.be/flwb/pdf/52/1643/52k1643002.pdf>.

Wymeersch, E. (2011). Hervormingen in het toezicht na de financiële crisis. Financieel Forum. Opgevraagd op 4 april, 2012, via www.financialforum.be/FinancialForum/DOC/870.pdf.

Yuille, B. (z.d.). What Is Short Selling? Opgevraagd op 4 april, 2012, via <http://www.investopedia.com/university/shortselling/shortselling1.asp>.

Krantenartikels

Bernaers, D. (2009, 23 februari). Banden van firmawagens oppompen. Het Laatste Nieuws. Opgevraagd op 15 maart, 2012, via <http://www.e-co2.be/Pers/HLN-e.co2.pdf>.

De Witte, I. (2011, 30 september). Veilige banken komen als winnaar uit de schuldencrisis. De Tijd. Opgevraagd op 18 april, 2012, via <https://www.deutschebank.be/media/pdf/pers-de-tijd-veilige-banken-30-09-2011.pdf>.

Magazines en vakbladen

Bulté, A. & Weverbergh, R. (2009, 5, mei). Ik en de crisis: de winnaars. Humo, nr 3583, 10-15.

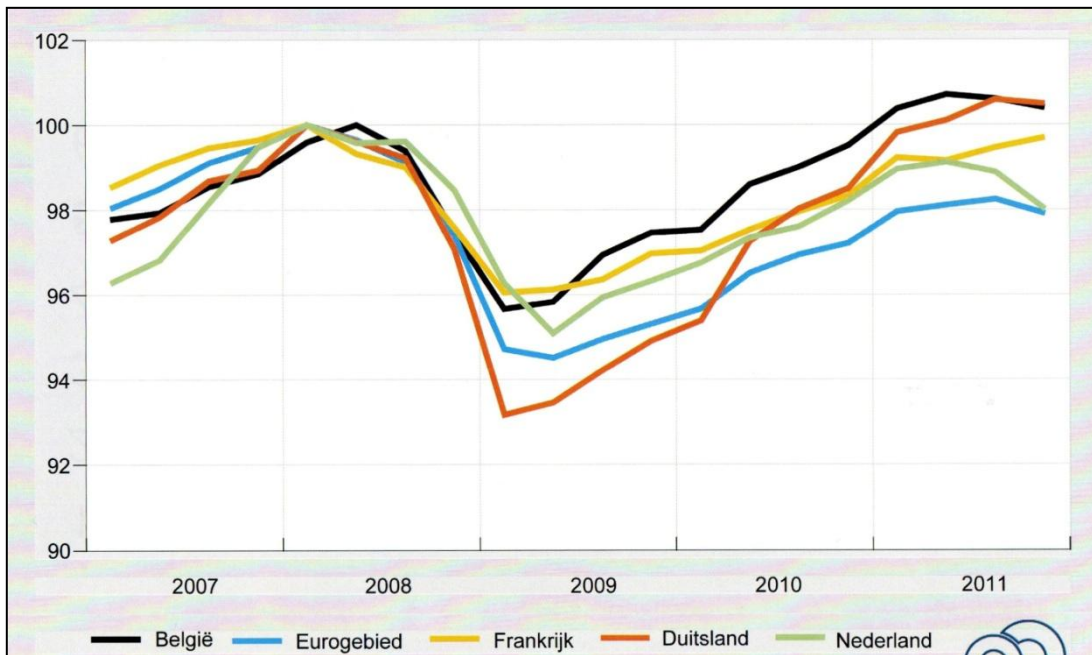
Faljaoui, A. (2008). De financiële crisis van 2008 : de oorsprong. Trends, 4, 32-33.

Tjittes, R.P.J.L. (2008). Islamitisch financieren in Nederland [elektronische versie]. Rechtsgeleerd magazijn Themis, 4, 136-144.

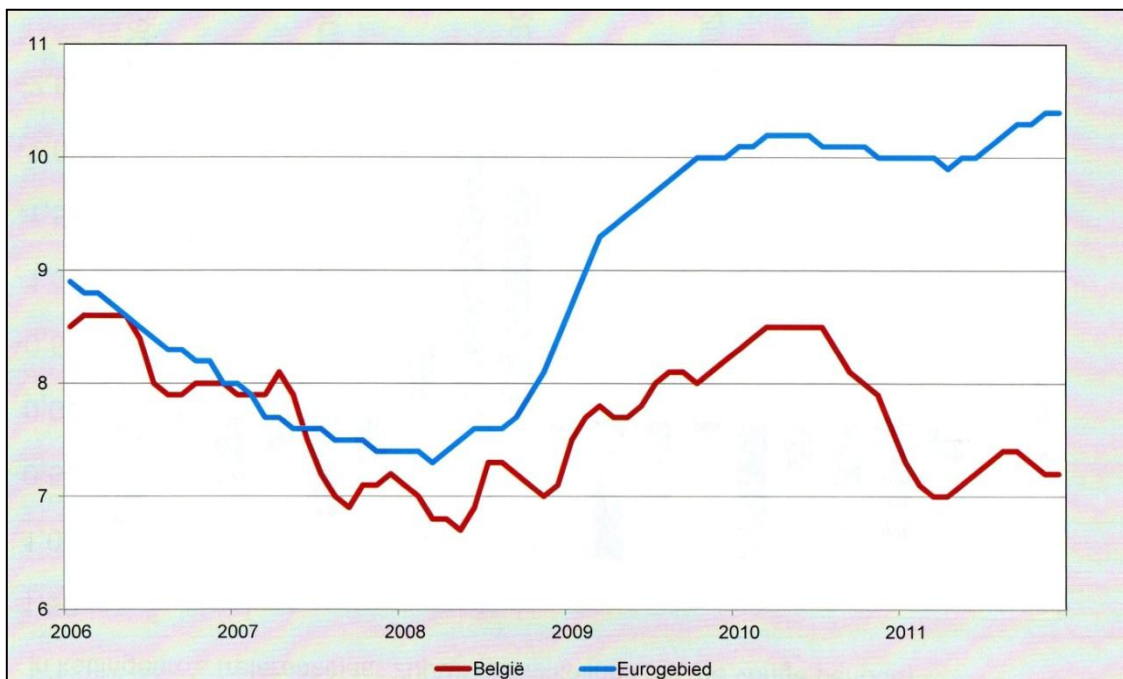
Bollen, N. & Mathieu, F. (2011, 3, december). Bankieren wordt duurder. Netto, De Tijd, 18-21.

Nieuw tijdperk voor banken en verzekeraars (2011, 15, december). De Tijd, Financial Services. Bijlage i.s.m. Ernst&Young, 2-3.

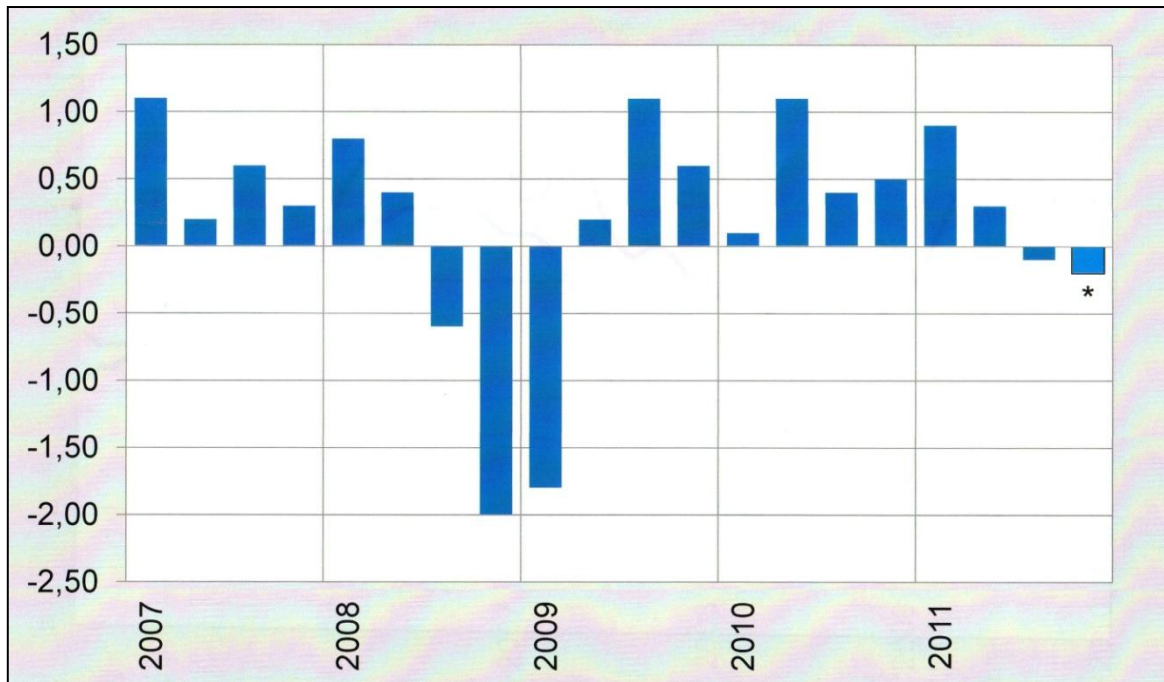
Bijlage 1: Extra figuren



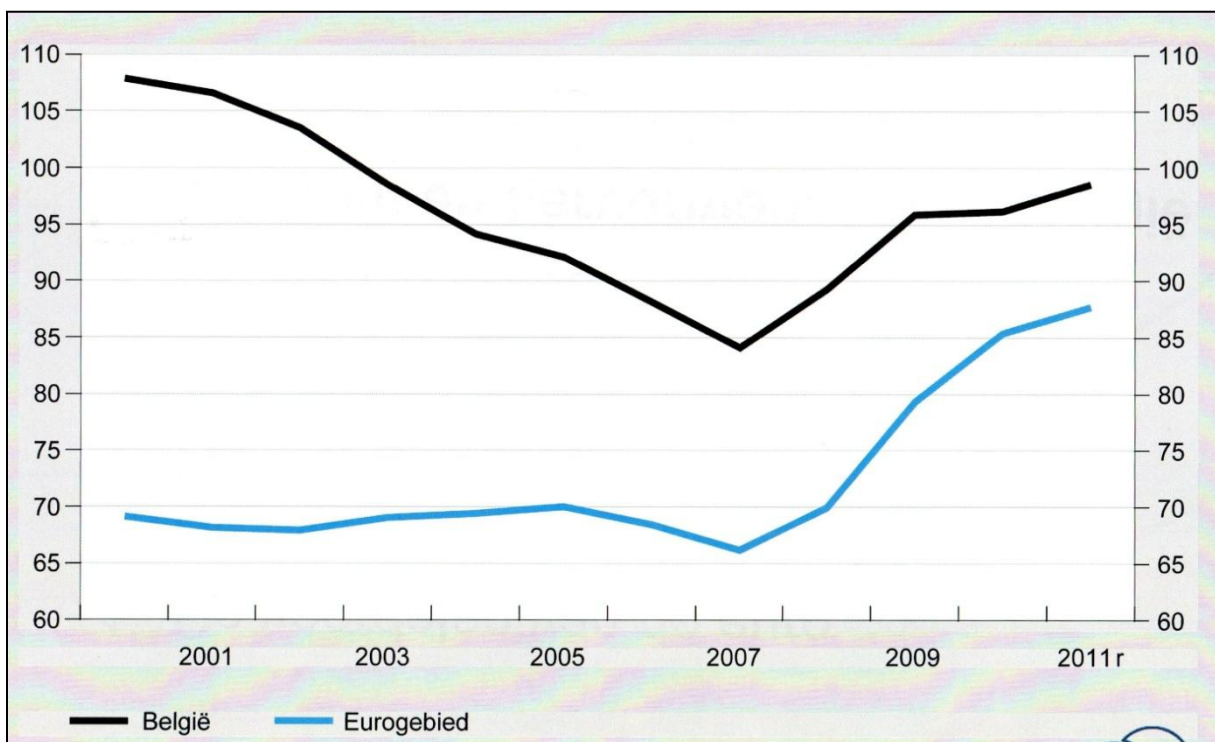
Figuur 33: Bbp België, het eurogebied en de belangrijkste buurlanden (Bron: EC, INR, NBB).



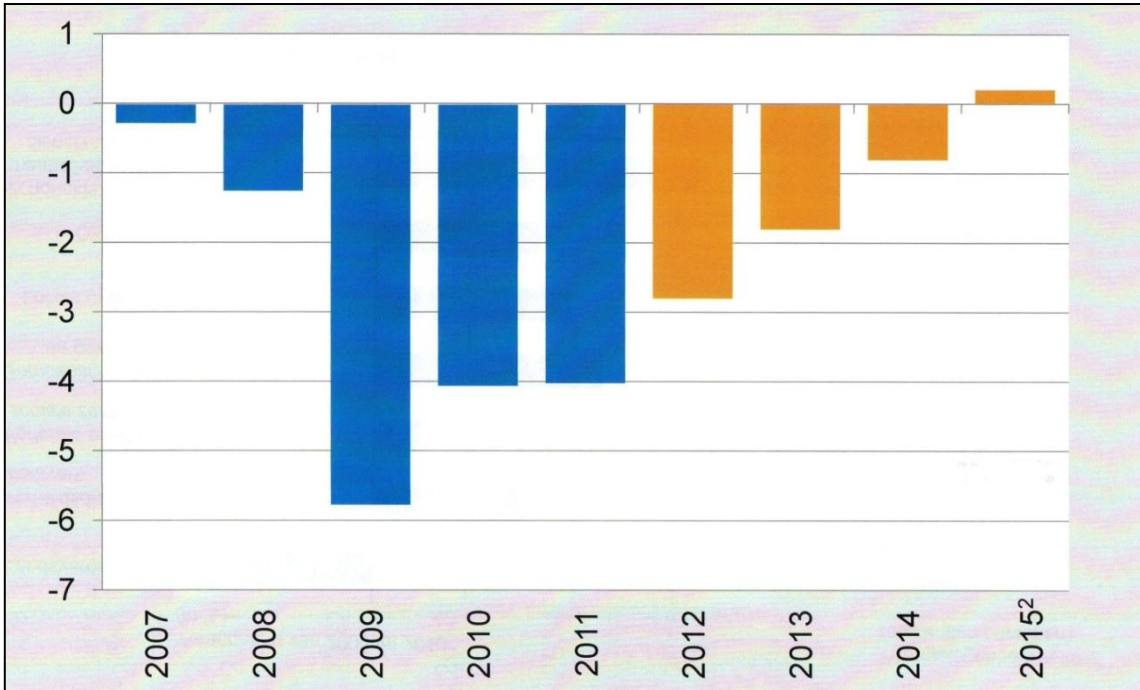
Figuur 34: Werkloosheidsgraad (procenten van beroepsbevolking) (Bron: EC).



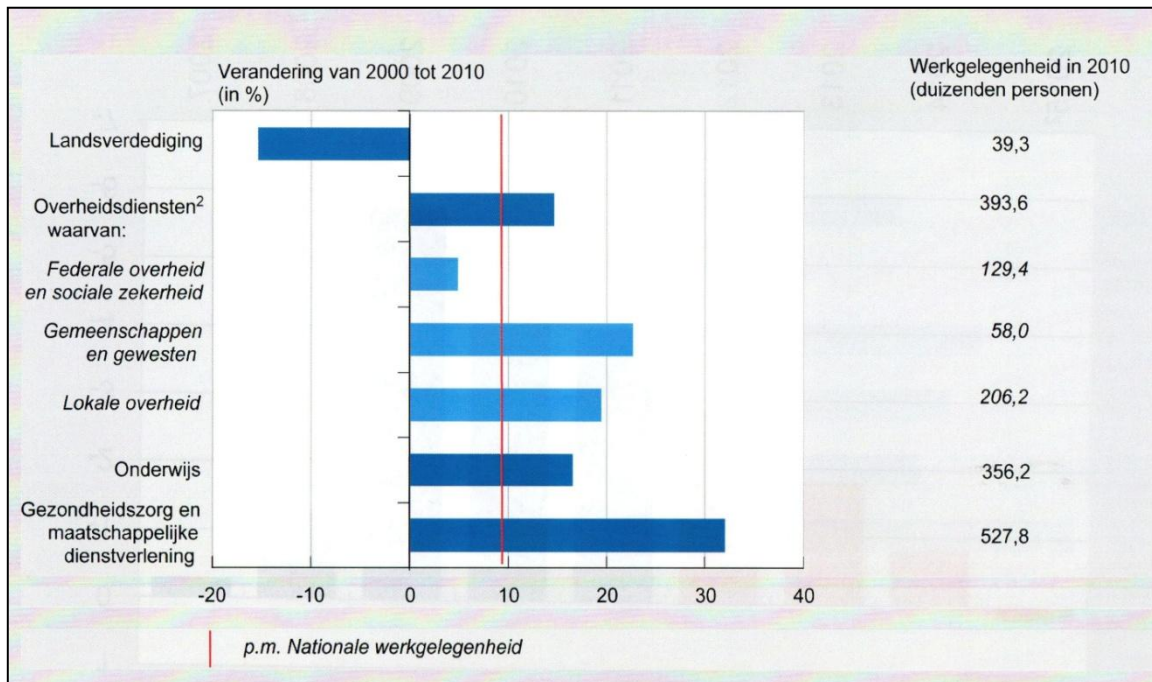
Figuur 35: Bbp-groei in België, in kettingeuro's (referentiejaar 2009)(Bron: INR).



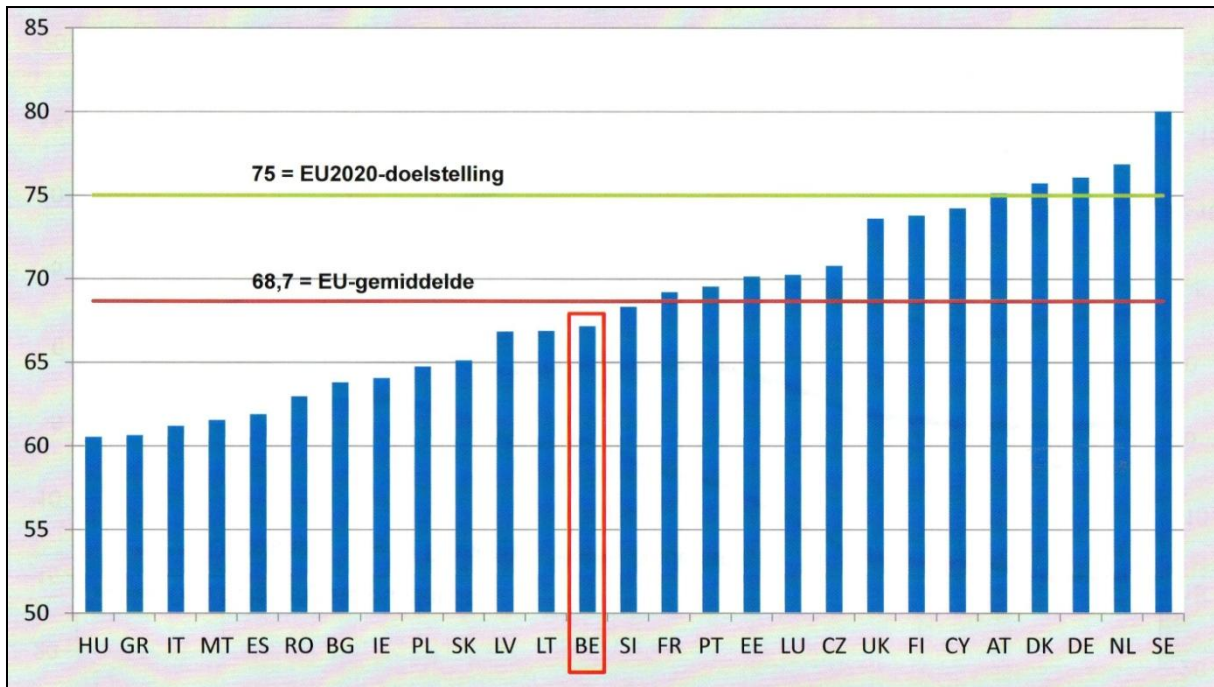
Figuur 36: Overheidsschuld België en eurogebied (in % bbp) (Bron: EC, INR, NBB).



Figuur 37: Financieringssaldo van de overheid (in % bbp) (Bron: FOD Financiën, INR, NBB).



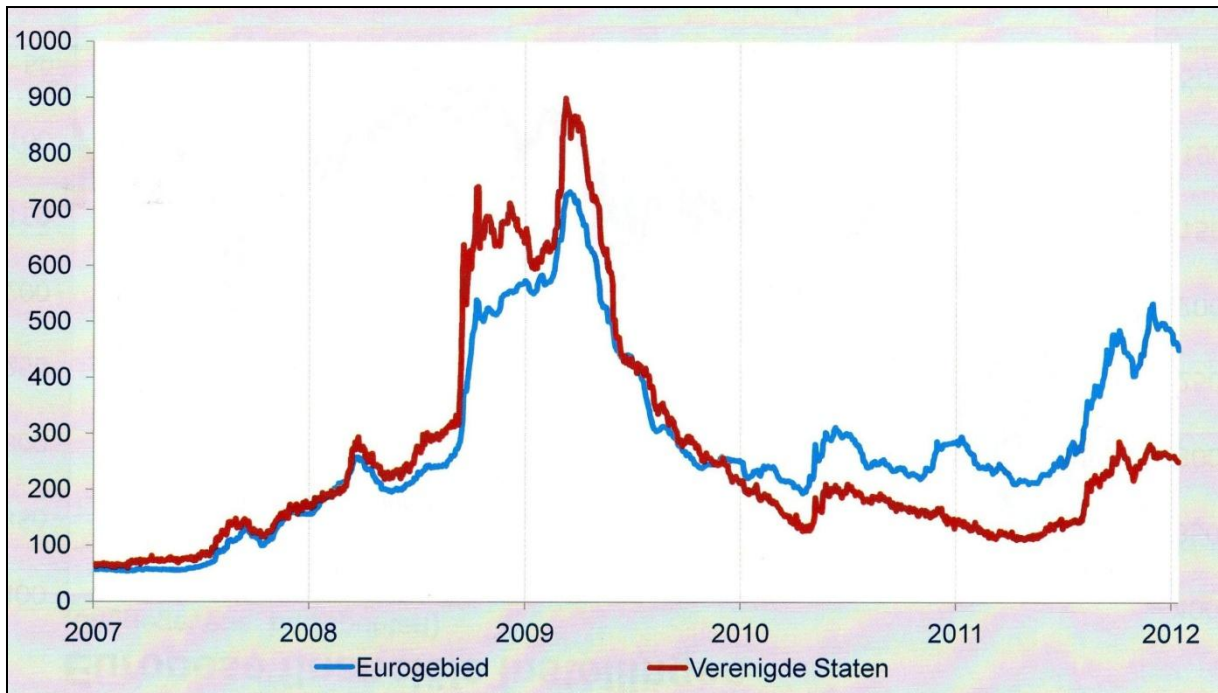
Figuur 38: Werkgelegenheid in verschillende bedrijfstakken (Bron: INR, NBB).



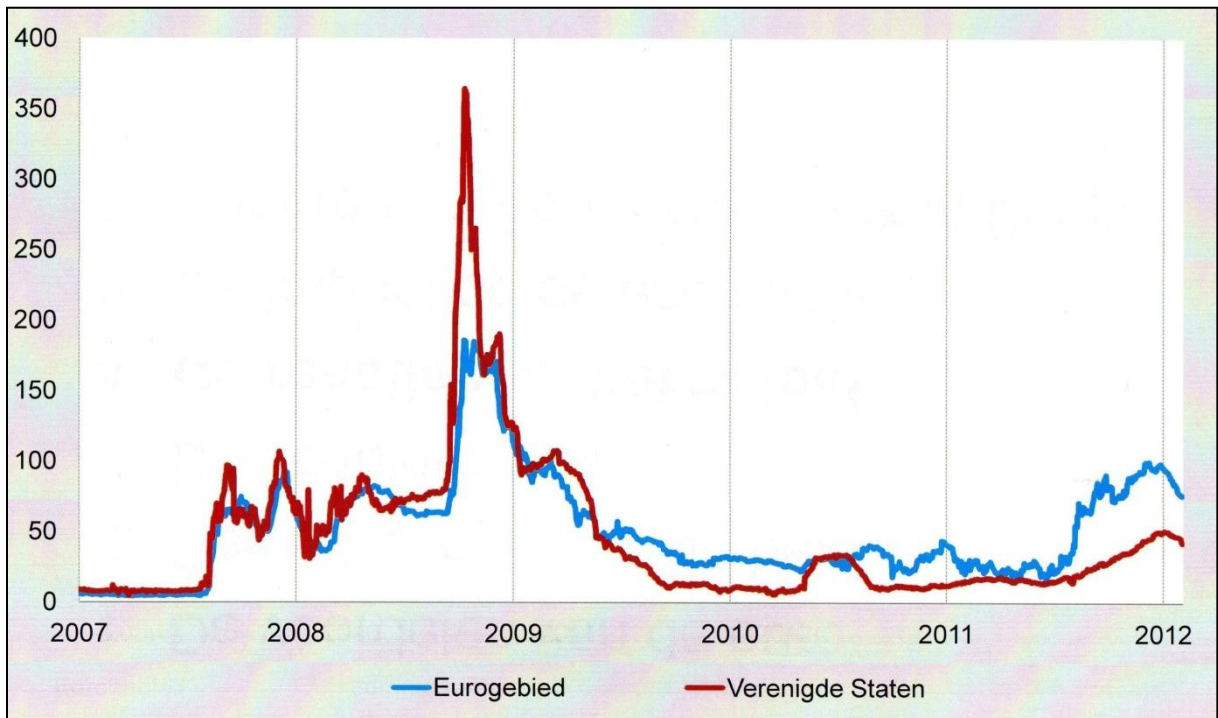
Figuur 39: Werkgelegenheidsgraad (in procenten van de 20-64-jarigen bevolking) (Bron: EC).



Figuur 40: Indexen van credit default swaps (Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream).



Figuur 41: Obligaties financiële ondernemingen (Bron: Thomson Reuters Datastream, NBB).



Figuur 42: Geldmarktrente (Bron: Thomson Reuters Datastream).

Bijlage 2: Lijst van tabellen en figuren

TABEL 1: OVERZICHT GEBRUIKTE DATABANKEN LITERAATUURSTUDIE (BRON: EIGEN ONDERZOEK).	12
TABEL 2: VOORDELEN EN NADELEN VAN KWALITATIEF ONDERZOEK (BRON: EIGEN ONDERZOEK).	14
TABEL 3: CRISIS IN IJSLANDSE FINANCIËLE SECTOR (BRON: EBF).	18
TABEL 4: RELATIEVE BELANGRIJKHEID VAN SYSTEMISCHE BANKEN (MILJARD US-DOLLAR) (BRON: CBFA).	38
TABEL 5: NIEUWE EISEN BASEL III (BRON: NBB).....	61
TABEL 6: WAT ZIJN HEDGEFONDSEN? (BRON: HANSSSEN).....	76
TABEL 7: WAT IS THAMES RIVER CAPITAL? (BRON: F&C INVESTMENTS, THAMES RIVER).	78
TABEL 8: KERNCIJFERS JAARVERSLAG 2011 TRIODOS BANK (BRON: TRIODOS BANK).....	88
FIGUUR 1: SECURITIZATION FOOD CHAIN (BRON: INSIDE JOB, FERGUSON).	21
FIGUUR 2: WERKING CREDIT DEFAULT SWAPS (BRON: INSIDE JOB, LONGSTAFF ET AL).....	24
FIGUUR 3: INFLATIE (VERANDERINGSPERCENTAGES T.O.V. HET VOORGAANDE JAAR, KWARTAALGEGEVENS) (BRON: EC, THOMSON REUTERS DATASTREAM).....	31
FIGUUR 4: INFLATIE EN INFLATIEVERWACHTING EUROGEBIED (VERANDERINGSPERCENTAGES T.O.V. HET VOORGAANDE JAAR) (BRON: EC, ECB, THOMSON REUTERS DATASTREAM).....	31
FIGUUR 5: BILATERALE WISSELKOERS VAN EURO T.O.V. VS-DOLLAR (BRON: THOMSON REUTERS DATASTREAM).	32
FIGUUR 6: KREDIETVERLENING EN WONINGPRIJZEN EUROGEBIED (BRON: ECB).	33
FIGUUR 7: LOONKOSTEN PER EENHEID PRODUCT (VERANDERINGSPERCENTAGES, JAARGEMIDDELDE, 1999-2007) (BRON: EC).....	33
FIGUUR 8: OVERHEIDSTEKORT IN % BBP, IN 2010 (BRON: EC).....	34
FIGUUR 9: OVERHEIDSSCHULD IN % BBP, IN 2010 (BRON: EC).	34
FIGUUR 10: LANGE TERMIJNRENTE IN DUITSLAND EN EUROGEBIED (IN PROCENTEN, RENDE OP 10-JAARS OVERHEIDSOBLIGATIE) (BRON: THOMSON REUTERS DATASTREAM).....	36
FIGUUR 11: NIEUWE TOEZICHTARCHITECTUUR BELGISCHE FINANCIËLE SECTOR (BRON: ASBA – FSI).....	37
FIGUUR 12: EVOLUTIE VAN SPREIDING VAN CDS (5-JAAR CONTRACT) (BRON: CBFA).....	39
FIGUUR 13: EVOLUTIE VAN DE AANDELENPRIJZEN (BRON: CBFA).	39
FIGUUR 14: AANDEELHOUDERS VAN DEXIA SA NA DE KAPITAALSVERHOOGING VAN SEPTEMBER 2008 (BRON: CBFA).....	41
FIGUUR 15: NIEUWE EUROPESE TOEZICHTKADER (BRON: NBB).....	43
FIGUUR 16: BALANSTOTAAL VAN DE MONETAIRE FINANCIËLE INSTELLINGEN, IN % BBP (BRON: ECB, NBB).	45
FIGUUR 17: CONJUNCTUURBAROMETER NBB (INDUSTRIE, HANDEL, BOUW, DIENSTEN AAN BEDRIJVEN) (BRON: NBB).	48
FIGUUR 18: SPAARQUOTE EN INVESTERINGSQUOTE VAN HUISHOUDENS (BRON: INR).	55
FIGUUR 19: CONSUMENTENVERTROUWEN EN ONDERNEMERSVERTROUWEN IN EUROGEBIED (BRON: EC, ECB, OESO).	56
FIGUUR 20: AANTAL ABONNEMENTEN VOOR INTERNETBANKIEREN, IN MILJOENEN (BRON: FEBELFIN).	69
FIGUUR 21: AANTAL GEREgistreERDE SESSIES INTERNETBANKIEREN, IN MILJOENEN (BRON: FEBELFIN).	69

FIGUUR 22: AANTAL FRAUDEGEVALLEN BIJ INTERNETBANKIEREN (BRON: FEBELFIN).	70
FIGUUR 23: BRUTO FRAUDEVERLIES, IN EURO (BRON: FEBELFIN).....	71
FIGUUR 24: WERELDWIJDE ACTIVA VAN BELEGGINGSFONDSEN (BRON: STRATEGIC INSIGHTS SIMFUND GL).	76
FIGUUR 25: WERELDWIJDE ACTIVA VAN BELEGGINGSFONDSEN, IN TRILJOEN EURO'S (BRON: EFAMA).	77
FIGUUR 26: WERELDWIJDE <i>HIGH YIELD BOND</i> UITGIFTE, 1998-2010 (BRON: CITIBANK CREDIT INVESTMENT RESEARCH).	79
FIGUUR 27: WERELDWIJDE <i>HIGH YIELD</i> WANBETALINGSGRAAD EN HERSTELLINGSGRAAD (BRON: MOODY'S).	80
FIGUUR 28: WERELDWIJDE <i>HIGH YIELD</i> - ONTLEDING VAN RENDEMENT (BRON: BANK OF AMERICA MERRILL LYNCH, MOODY'S, BLOOMBERG).	80
FIGUUR 29: FITCH WERELDWIJDE RATINGACTIVITEIT (BRON: FITCH, NRSRO).	83
FIGUUR 30: VERKOPEN EN INTERNATIONALE VERKOPEN INDUSTRIAL AREA (BRON: CAJA LABORAL).....	90
FIGUUR 31: VERKOPEN RETAIL AREA (BRON: CAJA LABORAL).	90
FIGUUR 32: EVOLUTIE VAN DE TEWERKSTELLING (BRON: MONDRAGON).	91
FIGUUR 33: BBP BELGIË, HET EUROGEBIED EN DE BELANGRIJKSTE BUURLANDEN (BRON: EC, INR, NBB).	105
FIGUUR 34: WERKLOOSHEIDSGRAAD (PROCENTEN VAN BEROEPSBEVOLKING) (BRON: EC).	105
FIGUUR 35: BBP-GROEI IN BELGIË, IN KETTINGEURO'S (REFERENTIEJAAR 2009)(BRON: INR).	106
FIGUUR 36: OVERHEIDSCHULD BELGIË EN EUROGEBIED (IN % BBP) (BRON: EC, INR, NBB).	106
FIGUUR 37: FINANCIERINGSSALDO VAN DE OVERHEID (IN % BBP) (BRON: FOD FINANCIËN, INR, NBB).	107
FIGUUR 38: WERKGELEGENHEID IN VERSCHILLENDE BEDRIJFSTAKKEN (BRON: INR, NBB).	107
FIGUUR 39: WERKGELEGENHEIDSGRAAD (IN PROCENTEN VAN DE 20-64-JARIGEN BEVOLKING) (BRON: EC).	108
FIGUUR 40: INDEXEN VAN CREDIT DEFAULT SWAPS (BRON: BLOOMBERG, THOMSON REUTERS DATASTREAM).	108
FIGUUR 41: OBLIGATIES FINANCIËLE ONDERNEMINGEN (BRON: THOMSON REUTERS DATASTREAM, NBB).	109
FIGUUR 42: GELDMARKTRENTRE (BRON: THOMSON REUTERS DATASTREAM).	109

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

De echte winnaars van de financiële crisis

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-innovatie en ondernemerschap**

Jaar: **2012**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Mertens, Thijs

Datum: **1/06/2012**