

— DE —
KREDIETCRISIS

*Een
politiek-
economisch
perspectief*

JASPER BLOM (RED.)

AMSTERDAM UNIVERSITY PRESS

DE KREDIETCRISIS

De kredietcrisis

**Een politiek-economisch
perspectief**

Onder redactie van
Jasper Blom

AMSTERDAM UNIVERSITY PRESS

Omslagontwerp: Maedium, Utrecht
Vormgeving binnenwerk: V3-Services, Baarn

ISBN 978 90 8964 265 3

e-ISBN 978 90 4851 325 3

NUR 754 / 784

© Jasper Blom / Amsterdam University Press, Amsterdam 2010

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 j° het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij het Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

Inhoud

Tabellen en figuren 7

Dankwoord 9

- 1 De politieke economie van het financiële systeem: het spel van markt, macht en crises 11
Jasper Blom
- 2 Europese integratie en de crisis 39
Daniel Mügge
- 3 Corporate governance in Nederland – hoe bedrijven handelswaar werden 59
Laura Horn en Arjan Vliegthart
- 4 Machtige spelers op zoek naar speelveld: de rol van pensioenfondsen in het vormgeven van financiële markten in Nederland, 1970-2008 79
Rodrigo Fernandez
- 5 Banken in crisis: sterker toezicht of beter bankieren? 111
Jasper Blom
- 6 Kredietderivaten als katalysator van de crisis? 143
Rien Jeuken en Bob Coppes
- 7 Het mondiale anker voor financiële stabiliteit: het IMF 179
Wouter Schilperoort

8 Een 'schitterend' ongeluk; verhalen van de crisis 205
Ewald Engelen

Afkortingen 237

Over de auteurs 239

Tabellen en figuren

Tabellen

- 1.1 Bekende verliezen van banken als gevolg van de kredietcrisis 18
- 1.2 Mondiale valutahandel 25
- 1.3 Buitenlandse claims van banken uit geselecteerde OESO-landen 25
- 2.1 Europese expansie door overnames in de City in de jaren 90 50
- 5.1 Buitenlandse vestigingen in belangrijke financiële centra 119
- 5.2 Kapitaalratio's van Amerikaanse banken, 1970-1980 121
- 5.3 Exposure van Westerse banken tot 17 opkomende markten 121
- 5.4 Concentratie van de bancaire sector 126
- 5.5 Non-interest inkomen als % van totaal interest en non-interest inkomen in G10 banken 127
- 5.6 Classificatie van reacties op de consultatiedocumenten 129
- 6.1 De ontwikkeling van de bruto kredietexposure 149
- 8.1 Zes verhalen van de crisis 210
- 8.2 Kosten crisis voor Amerikaanse overheid vergeleken met andere overheidsuitgaven 220

Figuren

- 1.1 Nominale waarde van categorieën derivatencontracten 27
- 4.1 Marktkapitalisatie van de beurs en pensioenreserves in een aantal OECD landen 84
- 4.2 Ontwikkeling van de pensioenreserves en het netto nationale inkomen in Nederland 87
- 4.3 Percentage van de totale omzet per transactiegrootte op de Amsterdamse effectenbeurs 88
- 4.4 Model om aandachtsgebieden voor het AFC project te identificeren door McKinsey 91

- 4.5 Portfolio van pensioenfondsen in Nederland en Groot-Britannië 93
- 4.6 Aandelen als percentage van de totale portefeuille van Nederlandse pensioenfondsen 97
- 4.7 Portfolio ontwikkeling van het ABP 100
- 5.1 Balanstotaal van banken als percentage van het bruto binnenlands product 118
- 6.1 Ontwikkeling nominale waarde van alle categorieën derivatencontracten 147
- 6.2 Ontwikkeling nominale waarde van kredietderivaten 147
- 6.3 Ontwikkeling van de marktwaarde van alle categorieën derivatencontracten 148
- 6.4 Generieke 5-jaars CDS-premie voor Europese bedrijven en financiële instellingen 153
- 6.5 Gestileerd voorbeeld van bilaterale clearing 161
- 6.6 Gestileerd voorbeeld van centrale clearing 161
- 6.7 Bilateraal *settlement* netwerk 163
- 6.8 Gecentraliseerde *settlement* in een Central Counterparty (CCP) 164
- 6.9 Premieontwikkeling op 5-jaars CDS met AIG als referentiernaam 166

Dankwoord

Met een zekere verbazing maar ook professioneel enthousiasme volg ik het verloop van de hevigste economische crisis sinds de Grote Depressie. Toen ik vier jaar geleden begon aan mijn proefschrift over de regulering van financiële markten, moest ik aan familie en vrienden regelmatig uitleggen waarom het relevant was dat ik als politiek econoom dit onderzoek deed. Momenteel hoef ik niet meer uit te leggen waarom mijn werk relevant is. Het financiële systeem dat technocratisch en onaantastbaar leek is geïmplodeerd en economen kijken vertwijfeld wat er aan de hand was met hun modellen. Opeens is weer duidelijk dat staat en markt niet zo gescheiden van elkaar zijn als we denken, en dat schijnbaar technocratische, economische zaken heel directe consequenties kunnen hebben voor ons spaargeld, ons pensioen, kortom ons dagelijkse leven. De crisis maakte plotsklaps duidelijk waarom we *politiek* economen nodig hebben die geen abstracte modellen van markten bouwen, maar de ontwikkeling van markten in haar sociale en historische context plaatsen en oog hebben voor de machtsverhoudingen die daar een rol in spelen.

De beide Amsterdamse universiteiten (UvA en VU) hebben een sterke concentratie van deze politiek economen, die elkaar regelmatig zien in de context van wat we de 'Amsterdam International Political Economy club' noemen. Deze groep organiseerde verschillende workshops om met elkaar van gedachten te wisselen over de betekenis van de recente gebeurtenissen. Tijdens deze workshops werd tot in detail op de gebeurtenissen ingegaan en leken onze analyses van de crisis dan ook redelijk verschillend. Het was pas op een conferentie in New York, waar een gezamenlijk panel georganiseerd was, dat de discussant opmerkte dat ondanks de verschillende benaderingen die wij hebben in ons werk er wel een duidelijke gezamenlijke grondtoon was in de manier waarop we naar de crisis keken. Ik wil professor Amy Verdun (University of Victoria) daarom niet alleen bedanken voor haar nuttige commentaar tijdens dit panel, maar ook voor het aan het rollen brengen van het balletje dat uiteindelijk in deze bundel is geëindigd. In het vliegtuig terug werden de eerste plannen gesmeed, en terug op kantoor de nodige mensen benaderd om diverse aspecten van de crisis te belichten. Mijn dank gaat uit

naar degenen die mij geholpen hebben in mijn speurtocht naar bijdrages over specifieke onderdelen van de crisis (met name Maartje Ooijevaar en Koen van der Veer). Dit heeft zeker geholpen om niet alleen een academisch maar ook een beleidsperspectief vertegenwoordigd te krijgen in de bundel.

Vanzelfsprekend gaat mijn dank vooral uit naar alle contribuanten in de bundel. Zij bleven trouw hun bijdrage leveren, terwijl het project zich langzaam uitbreidde en de werklast dientengevolge verzwaarde. Tegelijkertijd raasde de crisis voort, waardoor de contribuanten moesten blijven rennen om stil te blijven staan. Hulde voor hun werk en betrokkenheid bij het project. De staf van Amsterdam University Press wil ik bedanken voor hun professionalisme en enthousiasme over dit project, ondanks dat de turbulente situatie af en toe wat geduld vroeg. Olav Velthuis verdient een pluim voor het constructieve, enthousiaste, maar vooral ook gedegen commentaar dat hij op een eerste versie van de bundel leverde, dit is de kwaliteit zeker ten goede gekomen.

Zoals gezegd staat de Amsterdam IPE club aan de basis van deze bundel. Zonder de academische gemeenschap die dit forum vormt was deze bundel er niet geweest. Het is helaas niet heel gebruikelijk dat academici van verschillende afdelingen, uit twee universiteiten, en met heel verschillende theoretische en methodologische uitgangspunten zo constructief met elkaar samenwerken en oprecht proberen elkaars werk naar nieuwe hoogten te brengen. Naast alle actieve deelnemers verdienen in het bijzonder Brian Burgoon en Annette Freyberg-Inan waardering voor hun duurzame bijdrage. Professor Geoffrey Underhill heeft zonder twijfel ook een belangrijke bijdrage geleverd aan het denken over financiële markten van diverse contribuanten, iets wat zeker voor ondergetekende geldt. Ook daarvoor mijn waardering.

Het is vaak slechts een gewoonte om ouders te bedanken in een voorwoord. In dit geval is het echter speciaal op zijn plaats, omdat zij de drukproeven van deze bundel consciëntieus hebben doorgenomen terwijl ik mij richtte op het afronden van mijn proefschrift. Ook daarvoor is mijn dank groot. Mijn academische aanstelling is mogelijk gemaakt door de NWO met een beurs uit de open competitie (dossiernr. 400-04-233), waarvoor ik uiteraard erkentelijk ben. Ten slotte wil ik de Amsterdamse school voor Sociaal-Wetenschappelijk Onderzoek bedanken voor het bieden van een academisch thuis. Niet alleen is het een zeer inspirerende academische omgeving, de School bood mij ook de ruimte voor allerhande zijprojecten, waarvan deze bundel er een is.

*Jasper Blom
Amsterdam, juni 2010*

1 De politieke economie van het financiële systeem: het spel van markt, macht en crises

Jasper Blom¹

In september 2006 begint de 24-jarige Amerikaan Casey Serin een blog getiteld 'I am facing foreclosure' (vrij vertaald: ik sta op het punt in executieverkoop te gaan).² Hoewel in eerste instantie niemand hem dat lot toewenst, blijkt dat hij in een korte tijd als speculatieve investering maar liefst acht riant huizen heeft gekocht in het zuidwesten van de VS, daarbij geholpen door hypotheeken met ogenschijnlijk zeer lakse voorwaarden en een oververhitte huizenmarkt. Het tij staat echter op het punt van keren. Helaas worden daarbij niet enkel extreme speculanten als Casey Serin verzwolgen. In het voorjaar van 2007 komen de eerste berichten over bredere problemen met Amerikaanse hypotheeken in het nieuws. Deze financiële problemen woekeren als een veenbrand door tot in september 2008 de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers failliet gaat. Daarmee laait de veenbrand op, en lijkt de financiële wereld in rook op te gaan. Bank na bank wordt het vuur na aan de schenen gelegd en wordt afhankelijk van staatssteun. Schijnbaar astronomische bedragen zijn plots beschikbaar om te voorkomen dat het financiële stelsel implodeert. Ondanks deze massale steun aan de financiële sector en economische stimulatieprogramma's door overheden wereldwijd is momenteel (begin 2010) het economische herstel nog allerminst zeker. De economische crisis in Griekenland lijkt dit nog eens te onderstrepen. Ondanks voorzichtige optimistische geluiden staan we volgens veel economen nog slechts aan het begin van een langdurige dip. De werkloosheid neemt nog steeds toe en er zullen forse belastingverhogingen en/of bezuinigingen nodig zijn om de snel toegenomen staatsschuld weer naar hanteerbare proporties terug te brengen. Alle reden dus om te analyseren waar de kiem van deze crisis lag. Alleen met een goed begrip van de oorzaken van de crisis kunnen we de juiste maatregelen nemen om te voorkomen dat het in de toekomst weer zo fout gaat.

De kredietcrisis heeft ertoe geleid dat voorheen obscure financiële producten zoals *subprime* hypotheeken en *collateralised debt obligations* (CDO's) onderwerp van gesprek zijn geworden aan de keukentafel. Opeens is duidelijk wat de mondiale integratie en expansie van financiële markten kan betekenen voor het dagelijks leven. De spreekwoordelijke man in de straat vraagt

zich af hoe het kan dat miljarden euro's en dollars 'verdampen'. Waarom mag (en moet) de overheid nu opeens radicaal ingrijpen in het financiële systeem terwijl jarenlang 'de vrije markt' het mantra was? In deze bundel worden deze vragen in context geplaatst. Waar het moderne financiële systeem vaak geportretteerd wordt als de uitkomst van een spontaan, autonoom proces laat deze bundel zien dat het de uitkomst is van veranderingen in regelgeving en de reactie van marktpartijen daarop. Hierbij wordt dus niet alleen gekeken naar de recente spectaculaire ontwikkelingen op obscure financiële markten of al dan niet frauduleuze bankiers, de gezamenlijke verantwoordelijkheid die overheid en marktpartijen hebben gehad voor de ontwikkelingen van het financiële systeem wordt geanalyseerd. Om de crisis goed te begrijpen moeten we vanuit een historisch perspectief kijken naar 'de politiek' en naar 'de economie' in hun samenhang. Kortom, we moeten een politiek-economische benadering kiezen.

Hoewel de publieke discussie over het internationale financiële systeem nog volop gaande is, is duidelijk dat de crisis een aantal fundamentele politiek-economische debatten voor het voetlicht brengt: welke implicaties heeft de crisis voor de verhouding tussen markt en staat? Wat leert de crisis ons over de mondiale integratie en expansie van financiële markten? Wie of wat drijft ontwikkelingen in de mondiale economische orde? Dit zijn de vragen die als rode draden door deze bundel lopen. Het wordt daarbij duidelijk dat veel 'traditionele' economische analyses te beperkt zijn, en teveel uitgaan van een geïdealiseerde wereld van stabiele en efficiënte vrije markten die in werkelijkheid niet bestaan – en al helemaal niet in het geval van financiële markten. Als we niet de invloed van beleid (en de invloed van actoren op het beleid) meenemen in de analyse is het ondoenlijk om te komen tot een goed begrip van de ontwikkelingen van het financiële systeem en de huidige crisis.

Wat betreft het eerste debat, de verhouding tussen staat en markt, heeft de crisis onderstreept dat staat en markt niet los van elkaar gezien kunnen worden. Staat en markt kunnen misschien analytisch onderscheiden worden, in de praktijk zijn ze onderdeel van een geïntegreerd sociaal systeem.³ Formeel: markten kunnen alleen functioneren als ze ingebed zijn in institutionele (staats-)structuren. De staat heeft de markt nodig voor zijn financiering, maar de markt heeft ook de staat nodig (zeker als het mis gaat). Het financiële systeem dient daarom niet enkel begrepen te worden als een set markten waarop prijsvorming plaatsvindt (die op dit moment faalt), maar in de bredere institutionele context waarin die markten zich bevinden (zoals de rol van nationale en internationale toezichhouders, maar ook zelfregulering van de banken). Marktpartijen uit de financiële sector zijn niet alleen actief op de markt, maar ook actief in het vormgeven van de institutionele inbedding van de markt. Dit betekent meer in het algemeen dat we om de ontwikkelingen in

het financiële stelsel te begrijpen, niet alleen moeten kijken naar de ontwikkelingen *op* financiële markten (zoals bijvoorbeeld de instorting van de beurs) maar vooral naar de ontwikkeling *van* financiële markten. Hoe het financiële systeem zich ontwikkelt is niet alleen een zaak van autonome processen op de markt, maar vooral ook van de ontwikkelingen in de regulering van die markt. De huidige kredietcrisis kan gezien worden als het (ongetwijfeld onbedoelde) effect van al langer lopende (beleids-)processen in de mondiale politieke economie, en de effecten die deze hadden op de financiële sector. De eerste rode draad door deze bundel is deze wederkerige relatie tussen ontwikkelingen in het functioneren van markten en ontwikkelingen in hun institutionele inbedding (het 'beleid' ten aanzien van financiële markten). Willen we de ontwikkelingen in de mondiale economie begrijpen, moeten we dus naar de historische ontwikkeling van markten en hun institutionele context kijken.

Een tweede rode draad is de voortgaande expansie van het financiële systeem, in de literatuur wel financialisering genoemd.⁴ Hieronder valt ook de mondiale integratie van markten (het tweede voornoemde politiek-economische debat), maar deze expansie vindt op meerdere dimensies plaats: het transactievolume is geëxplodeerd, de geografische reikwijdte is sterk uitgebreid (globalisering van het financiële systeem), en het aantal sectoren dat sterk beïnvloed wordt door financiële markten is toegenomen (bijvoorbeeld het behandelen van ondernemingen als financiële titels die makkelijk gekocht en doorverkocht kunnen worden). Bestaande financiële markten groeien spectaculair sinds de jaren tachtig, en steeds meer producten en diensten worden geïncorporeerd in dit financiële stelsel als 'exotisch' financieel product. Een goed voorbeeld hiervan zijn de *subprime* hypotheeklen die een nieuw leven gingen leiden als een afzonderlijk verhandelbaar financieel product. Deze ontwikkeling heeft ertoe geleid dat de onderhandelingsmacht van actoren uit de financiële sector steeds groter werd. Hoe meer invloed de financiële wereld kreeg op de economische ontwikkelingen wereldwijd, hoe belangrijker het werd om rekening te houden met de wensen van belangrijke financiële spelers.⁵

Maar wat drijft dan de veranderingen in de institutionele inbedding en het functioneren van markten; veranderingen waarvan financialisering er een is? Een derde rode draad door de bundel, gerelateerd aan de eerdere twee, is de aandacht van de auteurs voor concrete acties die beleidsmakers bij overheden en in de financiële sector hebben ondernomen en kunnen ondernemen om het financiële stelsel te hervormen. De ontwikkeling van het financiële stelsel wordt grotendeels gedreven door een serie beslissingen en non-beslissingen van beleidsmakers in het financiële domein.⁶ Met andere woorden: op elk ogenblik in de ontwikkeling van het financiële systeem hebben beleidsmakers ofwel concrete beslissingen genomen om bepaalde regelgeving aan te passen

(zoals bij de Europese integratie van financiële markten, zie hoofdstuk twee) of hebben geen beslissing genomen om te reguleren terwijl dit theoretisch wel gekund had (zoals bij de ontwikkeling van de *over-the-counter* derivatenmarkt, zie hoofdstuk zes). Hetzelfde geldt voor financiële instellingen, die beleidskeuzes maakten over de strategische richting van hun instelling. Het is de interactie tussen deze private en publieke partijen – en de verwachte en onverwachte consequenties van hun (non-)beslissingen – die de ontwikkelingen in het financiële stelsel bepaalt. Er is geen sprake van een spontaan of autonoom proces, maar van wat in de sociaal-wetenschappelijke literatuur ‘agency’ genoemd wordt (in zijn slothoofdstuk noemt Engelen het ook wel politiek voluntarisme).

Er vindt een continue wisselwerking plaats tussen het effect van regulering van financiële markten op de marktpartijen en de marktpartijen die op hun beurt de regulering proberen te beïnvloeden door bijvoorbeeld te lobbyen. De ontwikkeling van het financiële systeem is dus niet alleen het resultaat van welke actor succesvol is in de concurrentiestrijd op de markt, maar ook van welke actor machtig is, welke actor het beleidsproces effectief kan beïnvloeden. De toegevoegde waarde van het vakgebied van de Internationale Politieke Economie (IPE) is dat het precies deze wisselwerking onderzoekt.

Vraagstukken omtrent de ontwikkelingen in en regulering van financiële markten zijn momenteel vanzelfsprekend sterk op de voorgrond gekomen. Nu de financiële crisis zijn uitwerking begint te krijgen op de reële economie, wordt de noodzaak van een goed begrip van de crisis steeds breder gevoeld. De wisselwerking tussen marktprocessen en beleidsprocessen heeft overduidelijk verkeerd uitgepakt in veel landen, waarbij financiële partijen de ruimte kregen van toezichthouders om – naar later bleek – destructieve financiële praktijken te ontwikkelen. Tegelijkertijd zijn er ook landen waar de financiële instellingen redelijk overeind bleven doordat financiële toezichthouders zich onafhankelijk en streng bleven opstellen, ondanks druk van de binnenlandse financiële sector (bijvoorbeeld Kroatië en Spanje).⁷ Juist door de huidige crisis is er op dit moment meer ruimte ontstaan om de richting waarin het financiële systeem zich bewoog ter discussie te stellen en om te buigen, net zoals eerdere crises hebben geleid tot belangrijke wijzigingen in het internationale financiële stelsel (bijvoorbeeld het Bretton Woods systeem als een reactie op de Grote Depressie).

In deze bundel zal het historische proces dat ‘achter’ de huidige crisis ligt geanalyseerd worden op verschillende terreinen, en wordt duidelijk welke ruimte er is om het financiële systeem een andere richting te geven. Hiermee wordt de crisis in context gezet, en levert deze bundel een unieke bijdrage aan het debat. Tot nog toe wordt vaak slechts beperkt aandacht geschonken

aan de historische en bredere context van de kredietcrisis, en ligt de focus te eenzijdig op de VS. De diverse groep experts in deze bundel brengen grondige analyses van belangrijke beleidsterreinen vanuit zowel een academisch als een beleidsperspectief; en laten niet alleen zien hoe het zo ver heeft kunnen komen, maar ook welke aanknopingspunten er zijn om de loop der dingen te veranderen. De duidelijke link tussen de ontwikkelingen op de financiële markten en de veranderende regulering van die markten die in deze bundel gelegd wordt is een belangrijke bijdrage die ook vaak ontbreekt in de gestage stroom analyses die momenteel over de crisis verschijnt. Bovendien richt de blik zich niet alleen op ontwikkelingen in de Verenigde Staten, maar wordt ook de Europese dimensie van de crisis en de rol die Nederland gespeeld heeft bekeken vanuit het perspectief van verschillende actoren en financiële markten. In het vervolg van deze inleiding zal allereerst een korte recente historie van de crisis worden gegeven (paragraaf één) om de drie rode draden uit de bundel naar voren te halen. Deze rode draden – institutionele inbedding van markten, financialisering en *agency* – worden verder uitgewerkt in de tweede paragraaf. De laatste paragraaf beschrijft hoe de verschillende experts in hun hoofdstukken dit raamwerk toepassen op specifieke beleidsterreinen in het bredere financiële systeem, en wat dit ons leert over de politieke economie van de crisis. Maar nu eerst de acute crisis zelf.

De kredietcrisis als politiek-economisch vraagstuk⁸

Zoals ook in de rest van deze bundel duidelijk wordt, kende de kredietcrisis een lange aanloop. In deze paragraaf zal echter voornamelijk een beschrijving worden gegeven van de uitbraak van de crisis in 2007 en de turbulente periode 2008/2009. Deze beschrijving laat de politiek-economische kant van de crisis zien door de relaties tussen staat en markt en de betrokken machtsverhoudingen te illustreren. Deze korte beschrijving is bedoeld als achtergrond waartegen de bundel speelt, en de nadruk ligt op de rode draden zoals hiervoor genoemd. Het afsluitende hoofdstuk van Engelen geeft een uitgebreidere analyse die meer gericht is op verklaringen (of het onvermogen daartoe) en duidingen van de acute crisis.

De *trigger* van de crisis lag in de zeepbel op de Amerikaanse huizenmarkt. Gevoed door goedkoop krediet en het naïeve geloof dat huizenprijzen eeuwig zouden stijgen ontstond een *boom* in hypotheekverstrekking.⁹ Hypotheken als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) stegen tussen 1992 en 2004 al van 45 tot 65 procent.¹⁰ Dit bleek later een zeepbel te zijn, maar in deze hectische periode was veel geld te verdienen voor hypotheekverstrek-

kers en dreef felle concurrentie de eisen die aan hypotheeken gesteld werden gaandeweg terug. Het werd zelfs mogelijk om een hypotheek te krijgen door enkel mondeling je inkomen te bevestigen (toepasselijk leugenaarsleningen genoemd, en onder andere gebruikt door de eerder genoemde Casey Serin).¹¹ Hierdoor ontstond een nieuwe categorie hypotheeken die *subprime* werd genoemd, en werd de vraag op de huizenmarkt nog verder opgedreven. Maar deze zeepbel op de hypotheekmarkt werd niet enkel veroorzaakt door het winstbejag van hypotheekverstrekkers en het overoptimisme van starters op de huizenmarkt.

De Amerikaanse overheid werkte op verschillende manieren mee aan het opblazen van de zeepbel, en illustreert daarmee de rol van de staat in het financiële systeem. Ten eerste konden banken al decennia hun solide hypotheeken doorverkopen aan semi-staatsbanken, het illustere duo Fannie Mae en Freddie Mac (en de minder bekende Ginnie Mae).¹² Al sinds begin jaren tachtig gaven deze instellingen vervolgens *Collateralized Mortgage Obligations* uit om de hypotheeken op hun balans te financieren op de kapitaalmarkt. Dit is een soort van securitisatie zoals we dat later in deze bundel nog regelmatig tegen zullen komen. Een tweede manier waarop deze markt verbonden was met de politiek was dat banken zowel met wetswijzigingen als verbaal aangeemoedigd werden door politici om vooral veel hypotheeken te verstrekken aan arme bevolkingsgroepen (die zich deze hypotheeken dus eigenlijk niet konden veroorloven). De Amerikaanse toezichthouder op de banken onderkende niet de risico's verbonden aan de securitisatie van hypotheeken en bijvoorbeeld de *Securities and Exchange Commission* (SEC, de Amerikaanse beurswaakhond) versoepelde nog in 2004 de regels voor de *leverage* van zakenbanken (waarvoor deze meer schulden aan konden houden). Ten slotte werkte de centrale bank (de Federal Reserve, kortweg Fed) onder leiding van Alan Greenspan de zeepbel in de hand door de rente laag te houden in de nasleep van een andere zeepbel, de dotcom *boom* en *bust* van rond de eeuwwisseling.

De risico's verbonden aan securitisatie waren snel toegenomen nadat banken ook zelf de techniek van Fannie Mae en Freddie Mac gekopieerd hadden. Hierbij werd gebruik gemaakt van zogenaamde *Special Purpose Vehicles* (SPVs) waarin hypotheeken verzameld werden en die vervolgens *Mortgage Backed Securities* uitgaven op de kapitaalmarkt. Hiermee konden ook de meer dubieuze *subprime* hypotheeken doorverkocht worden zonder langs Fannie of Freddie te gaan. De *boom* op de huizenmarkt werd zo gefaciliteerd, hypotheekverstrekkers hoefden zich geen zorgen meer te maken of hun klanten wel konden terugbetalen omdat ze de hypotheeken toch doorverkochten aan anderen. Zij streken simpelweg een mooie premie op bij elke verstrekte hypotheek en verkochten de risico's vervolgens door (vandaar de leugenaarsleningen).

Deze situatie kon natuurlijk niet voortduren. Als de Federal Reserve de rente zou verhogen, of de huizenprijzen niet langer zouden stijgen (of zelfs zouden dalen) omdat de vraag naar huizen stopte dan zou duidelijk worden welke *subprime* leners nu echt hun hypotheek konden betalen. Begin 2007 was het zo ver toen de Fed haar beleidsrente aan het verhogen was en daarnaast de vraag naar nieuwe huizen onderaan de huizenmarkt stokte.¹³ De zeepbel in de Amerikaanse huizenmarkt begon de eerste signalen van overspanning te vertonen. Het werd duidelijk dat er afgeschreven zou moeten worden op de *subprime* hypotheek (met andere woorden: er moest een verlies genomen worden). Maar doordat deze hypotheek gesecuritiseerd waren, en vervolgens doorverkocht op de kapitaalmarkt kon niemand zeker weten wie ze uiteindelijk in de boeken had staan.

In juli 2007 werd opeens duidelijk wie de gesecuritiseerde hypotheek in ieder geval in de boeken had staan: de roemruchte *investment bank* Bear Stearns kondigde aan dat twee van zijn investeringsfondsen (hedgefondsen) grote verliezen hadden geleden op investeringen in *subprime* hypotheek. Dit joeg de markt flinke schrik aan: opeens was duidelijk dat een toonaangevende marktpartij een groot verlies had geleden. Maar wie zou dan nog meer van die verliesgevendende *subprime* effecten hebben? Banken werden terughoudend om geld aan elkaar te lenen, uit angst dat de ander de lening mogelijk niet terug zou kunnen betalen. In de zomermaanden na de aankondiging van Bear Stearns werd het daardoor fors duurder voor banken om van elkaar te lenen. Dit was te zien aan de zogenaamde *spread*, het verschil tussen een risicovrije rente (vaak die van de Federal Reserve of de Bank of England) en de rente die banken elkaar rekenen in Londen (de zogenaamde LIBOR, *London Interbank Offered Rate*). In normale tijden is deze *spread* ongeveer een tiende procentpunt, maar eind augustus stond hij op ruim 1 procentpunt (6,79 vs 5,75 procent).¹⁴ Dit was overigens nog maar een voorbode van wat er nog te wachten stond, later in de crisis steeg de *spread* tot ruim 3,5 procentpunt. De sterke stijging van de *spread* laat zien dat de kredietverstrekking begon te haperen, men begon dan ook te spreken van een *credit crunch*.

Mede dankzij financialisering bleef de crisis echter niet beperkt tot de Verenigde Staten. Jaren van liberalisering in de financiële sector, mede onder druk van de Verenigde Staten en Groot-Brittannië, hebben gezorgd voor een sterke verwevenheid van internationale financiële markten. Dit had ook banken van buiten de VS in staat gesteld *subprime* effecten te kopen. De kredietcrisis kon daardoor opeens zijn kop opsteken in bijvoorbeeld Duitsland, waar eind juli 2007 een relatief kleine Duitse regionale bank, de IKB Deutsche Industriebank, meldde een 'significant lagere winst' te zullen halen door verliezen op investeringen in *subprime* effecten. De aan-

delenkoers van IKB stortte in na dit nieuws en onder leiding van KfW, een Duitse staatsbank met een groot belang in IKB, werd haastig een reddingsoperatie op touw gezet. Een kapitaalinjectie van 3,5 miljard euro redde IKB van de ondergang. Ook in Groot-Brittannië stak de crisis de kop op. Rekeninghouders van de Engelse hypotheekbank Northern Rock verloren het vertrouwen in de bank, die mogelijk geraakt zou worden door de crisis. Op 14 september 2007 vormden zich lange rijen met rekeninghouders bij de filialen van de bank om hun geld op te nemen. Voor het eerst in honderd jaar vond in Groot-Brittannië een zogenaamde *bank run* plaats die Northern Rock in handen van de overheid dreef. Toen de Britse regering na enkele maanden Northern Rock nationaliseerde, was inmiddels al een directe lening verstrekt voor 26 miljard Britse pond en garanties afgegeven op nog eens 30 miljard pond aan schulden.¹⁵ Dit zijn twee spectaculaire voorbeelden van banken in crisis, maar zoals tabel 1.1 hieronder laat zien hebben vele toonaangevende internationaal actieve banken flinke verliezen moeten afboeken als gevolg van de crisis.

De grote verliezen bij banken, gecombineerd met het opdrogen van de interbancaire leningmarkt (de *credit crunch*), dwongen de toezichthouders in

Tabel 1.1 Bekende verliezen van banken als gevolg van de kredietcrisis (stand per 25 februari 2010, miljarden dollars)

<i>Bank</i>	<i>Nationaliteit</i>	<i>Verlies</i>	<i>Ranking*</i>
Citigroup	VS	123,2	1
Wachovia	VS	77,4	2
Bank of America	VS	76,8	3
Merrill Lynch	VS	63,7	4
HSBC	Groot-Brittannië	63,5	5
Lloyds (incl. HBOS)	Groot-Brittannië	58,0	6
UBS	Zwitserland	52,4	7
Royal Bank of Scotland	Groot-Brittannië	51,8	8
JP Morgan Chase	VS	44,2	9
Washington Mutual	VS	41,8	10
ING Groep	NL	9,5	26
Fortis	NL/Bel	3,1	34
Rabobank	NL	2,5	36

* Ranking is gebaseerd op grootte van het verlies.

Bron: Reuters 25 februari 2010

de voornaamste financiële centra tot ingrijpen. De markt kon niet zonder de staat. Banken hadden last van wat in eerste instantie gezien werd als een liquiditeitscrisis, ze konden niet aan noodzakelijk kasgeld komen. Er vonden kapitaalinjecties plaats met directe leningen aan banken, en centrale banken begonnen hun rentes te verlagen om banken tegemoet te komen. In december 2007 kondigden vijf belangrijke centrale banken (Federal Reserve, ECB, Bank of England, Bank of Canada en de Swiss National Bank) aan meer geld in de kapitaalmarkt te injecteren om de liquiditeitsproblemen te bestrijden. Toen de beleidsrentes van diverse prominente centrale banken verlaagd waren tot zo goed als nul gingen de centrale banken zelfs verder met wat in vaktaal *quantitative easing* heet. In de volksmond kan dit wel het laten rollen van de geldpers genoemd worden: centrale banken geven nieuw geld uit door bijvoorbeeld staatsobligaties of (dubieuze) financiële producten van banken op te kopen.

Alle interventies van publieke instanties ten spijt, begon 2008 met forse dalingen van aandelenkoersen en huizenprijzen. Volgens de *Bank for International Settlements* (BIS, de bank van centrale banken) begonnen financiële beleidsmakers zich in de periode maart tot september 2008 te realiseren dat er geen sprake was van liquiditeitsproblemen, maar – veel ernstiger – van solvabiliteitsproblemen. Men kwam niet even geld tekort, maar men was misschien wel technisch failliet.¹⁶ Tegelijk begonnen marktpartijen zich zorgen te maken over de doorwerking van de financiële crisis op de reële economie. De exportvooruitzichten voor opkomende markten als Brazilië en China verslechterden sterk, en dat vertaalde zich in dalingen van de beurskoersen in deze landen die zelfs groter waren dan in de Verenigde Staten.¹⁷

Tot dan toe lijkt de crisis groot en problematisch, maar te overkomen. Dit verandert echter radicaal op 15 september 2008. In de week voor die dramatische maandag in september, had de Amerikaanse overheid al Fannie Mae en Freddie Mac moeten uitkopen vanwege olopemde slechte hypotheekschulden. Op 10 september kondigde vervolgens de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers aan dat het in de drie maanden tot augustus 3,9 miljard dollar verlies had geleden. Lehman Brothers zette zichzelf haastig in de etalage om overeind te blijven. De zoektocht naar een koper faalde echter, en ook de Amerikaanse overheid weigerde een kapitaalinjectie te geven. Er restte Lehman Brothers niets anders dan surseance van betaling aan te vragen. De (toch al wankele) bodem onder het vertrouwen in financiële markten werd hiermee weggeslagen. Diverse financiële instellingen werden overgenomen of ontvingen kapitaalinjecties van de overheid. In Europa ontstaan nieuwe problemen in bijvoorbeeld Groot-Brittannië – waar onder andere de hypotheekbank Bradford and Bingley wordt genationaliseerd en Royal Bank of Scotland,

Lloyds and HBOS kapitaalinjecties nodig hebben – maar ook in Nederland, waar in samenwerking met de Belgen en Luxemburgers op 29 september Fortis wordt genationaliseerd.

Met de uitstraling van de crisis van de Amerikaanse huizenmarkt naar banken in Duitsland, Groot-Brittannië, en zo'n beetje alle ontwikkelde landen, en met de bovengenoemde impact op de beurskoersen in opkomende markten wordt wel duidelijk dat er tegenwoordig sprake is van één mondiaal financieel systeem. Problemen in een land worden moeiteloos doorgeleid naar andere landen. Er is echter niet alleen sprake van integratie in een geografische zin, ook tussen verschillende sectoren in het financiële systeem zijn steeds meer banden ontstaan. De hypothekencrisis slaat onder andere door naar beleggingsfondsen en de verzekeringsmarkt. Het Amerikaanse *money market fund* (een soort beleggingsfonds dat deposito's aanneemt en belegt op de veilige geachte geldmarkt) Reserve Primary moet een verlies van 780 miljoen dollar nemen op leningen aan Lehman. De waarde van het fonds komt daarmee onder het ingelegde vermogen (*'breaking the buck'*), iets wat niet geacht wordt te gebeuren bij geldmarktfondsen. Dit creëert een stormloop van depositohouders op dit type financiële fondsen om hun geld terug te trekken. Ook de verzekeringsmarkt komt niet ongeschonden door de crisis: de Amerikaanse verzekeraar AIG blijkt grote eenzijdige posities opgebouwd te hebben in kredietderivaten en ontvangt een eerste reddingspakket van 85 miljard dollar (dit moet later nog verhoogd worden). Een steeds breder wordende groep financiële bedrijven moet op de staat vertrouwen om overeind te blijven.

In verschillende landen reageerden toezichthouders op de aandelenmarkten op de dalende beurskoersen in het algemeen, en de instortende aandelenkoersen van banken in het bijzonder, met het verbieden van het zogenaamde *naked short selling*. Met *naked short selling* wordt gespeculeerd op een daling van aandelenkoersen zonder daadwerkelijk een onderpand te hoeven hebben. Het gevaar van deze vorm van speculatie is dat het een *self-fulfilling prophecy* kan zijn: als maar genoeg marktpartijen *short* posities innemen zal de aandelenkoers ook inderdaad dalen. Ook buitelden toezichthouders in Europa in september 2008 over elkaar heen om hun depositogarantiestelsel uit te breiden in reactie op het Icesave debacle. Spaarders bij banken worden hiermee beschermd tegen het mogelijke faillissement van hun bank, dus landen met een zeer uitgebreide depositogarantie bieden meer zekerheid en zijn daarom voor spaarders interessant om hun tegoeden weg te zetten. Beide aanpassingen in de institutionele inbedding van respectievelijk de aandelenmarkt en de bancaire markt waren erop gericht de crisis te stoppen.

In oktober wordt duidelijk dat door het overheidsingrijpen de financiële markten net op tijd teruggetrokken zijn van de rand van de afgrond. De pijn

in de reële economie begint echter pas, en de focus verschuift naar de mondiale economische recessie. Diverse landen komen in economische problemen en hebben een IMF programma nodig (bijvoorbeeld IJsland, maar ook diverse Oost-Europese landen). De Amerikaanse autofabrikanten hebben overheidssteun nodig om te overleven. Het IMF stelt in januari 2009 vast dat sprake is van de diepste recessie sinds 1945 in de industriële landen. Daarna lijkt het sentiment echter snel om te slaan. Na maart stabiliseert de situatie, en al snel beginnen toonaangevende publicaties zoals *The Economist* over 'green shoots' te praten, de eerste tekenen van economisch herstel. De academicus Nouriel Roubini (alias dr. Doom) die faam heeft verworven door zijn tijdige waarschuwingen voor de crisis waarschuwt echter opnieuw: door de grote reddings- en stimuleringspakketten die overheden in 2008/2009 rondgestrooid hebben, zal er nog een forse macro-economische recessie volgen. Het is dus de vraag of er sprake is van herstel, of van het macro-economische equivalent van wat op de beurzen wel eens zo cru een *dead cat bounce* genoemd wordt: een korte opleving van een eigenlijk ter ziele gaand bedrijf.¹⁸ De tijd zal het leren, maar de zorgen over de staatsschulden van de zogenaamde PIGS (Portugal, Italië/Ierland, Griekenland en Spanje) in de Eurozone zijn een zorgwekkend voorteken.

Hoewel de rode draden van institutionele inbedding, financialisering en *agency* in deze bundel juist het belang van de historische context in de ontwikkeling van het mondiale financiële systeem onderstrepen, blijkt ook uit deze beknopte beschrijving al hun belang. Allereerst tonen de ontwikkelingen in de Amerikaanse bancaire markt het belang van de institutionele inbedding van de markt. De semi-staatsbanken Fannie Mae en Freddie Mac ondersteunden al decennia de Amerikaanse hypotheekmarkt. Het vertrouwen van consumenten in banken wereldwijd was mede gebaseerd op depositogarantiestelsels. Aandelenmarkten konden functioneren door het toezicht van beurswaakhonden (die tijdens de crisis bijvoorbeeld ingrepen met een verbod op *naked short selling*). Allemaal voorbeelden van regulering van markten die noodzakelijk is om deze in normale tijden te laten functioneren. En toen het mis ging werd ook onmiddellijk naar de overheid gekeken om de markten weer op gang te krijgen, iets wat niet voor de hand zou liggen als markten inderdaad vrij en autonoom waren. De wisselwerking tussen publiek beleid (de institutionele inbedding van markten) en marktontwikkelingen is natuurlijk niet specifiek voor de crisis, dit is een permanente karakteristiek van het financiële systeem (en andere markten).

Tegelijkertijd laat de crisis zien dat financiële markten, ook als ze institutioneel ingebed zijn, niet stabiel zijn.¹⁹ De omvang van deze crises hangt echter samen met de mate van verwevenheid, complexiteit en groei van (mondiale) financiële markten. Met andere woorden: financialisering, waarbij deze ver-

wevenheid, complexiteit en groei flink zijn toegenomen, heeft de huidige crisis versterkt. Dit begon al bij de Amerikaanse *boom* in hypotheekverstrekking en de ontwikkeling van de markt voor gesecuritiseerde *subprime* hypotheeklen (zonder *boom* tenslotte geen *bust*). Het vertoonde zich opnieuw toen problemen bij Amerikaanse hypotheekverstrekkers plotseling uitstraalden naar regionale Duitse banken en de verzekeringsmarkt.

Ten slotte illustreert de crisis het belang van *agency*. Allereerst namen banken bewust het besluit om zich in *subprime* hypotheeklen en de securitisatie ervan te begeven en moedigde in ieder geval de Amerikaanse overheid dit aan door wetswijzigingen. Dat wil natuurlijk niet zeggen dat deze actoren op de huidige crisis aanstuurden, maar de crisis is wel het resultaat van handelende actoren.²⁰ Een tweede voorbeeld van *agency* tijdens de crisis zijn de ingrepen van vrijwel alle belangrijke centrale banken tijdens de crisis, ingrepen die er niet alleen waren om het monetaire beleid succesvol te laten verlopen, maar ook om de interbancaire markt te laten functioneren en om andere kredietmarkten en bredere financiële omstandigheden te beïnvloeden.²¹ Meer fundamenteel suggereert de noodzakelijke institutionele inbedding zoals hierboven geschetst ook dat de financialisering van de politieke economie geen autonoom proces is, maar een gevolg van concrete beleidsbeslissingen. Financialisering kan pas echt op gang komen als de regulering aangepast wordt zodat financiële markten meer ruimte krijgen voor geografische expansie of integratie over verschillende sectoren. In de volgende paragraaf worden deze rode draden verder uitgewerkt.

De politieke economie van financiële markten

Zoals hierboven geïllustreerd is voor een goede duiding van de crisis een politiek-economisch perspectief vereist. Om een beter inzicht te krijgen in de verhouding tussen staat en markt kunnen we teruggrijpen op Karl Polanyi's baanbrekende analyse 'The Great Transformation' uit 1944. In de nasleep van de Grote Depressie van de jaren dertig analyseerde Polanyi de opkomst van de industriële economie, en liet daarbij overtuigend zien dat er een wederkerige relatie bestaat tussen kapitalistische markten en moderne staten: zonder overheidsop treden geen succesvolle markt, en zonder succesvolle markt geen moderne staat. Met andere woorden, vrije, kapitalistische markten zijn altijd ingebed in overheidsregulering. Een vrije markt kan pas functioneren als er een autoriteit (de staat) is die bijvoorbeeld eigendomsrechten garandeert.

Maar de rol van de moderne staat in de ontwikkeling van vrije, kapitalistische markten gaat veel verder. Polanyi laat zien hoe de overheid ook actief

meewerkt aan het beschikbaar maken van de productiefactoren arbeid en land. Waar in de prekapitalistische tijd arbeid en land onderdeel waren van een feodaal systeem, veranderde dit met de industriële revolutie. Door een aantal wetswijzigingen brak de Britse overheid het feodale systeem open en maakte arbeid en land verhandelbaar (dit wordt wel 'commodificatie' of 'vermarkting' genoemd). Er zijn een aantal problemen bij het volledig vermarkten van arbeid en land. Als er bijvoorbeeld een onevenwichtigheid tussen vraag en aanbod van arbeiders bestaat, kan (tijdelijk) een grote groep arbeiders werkloos worden en dus zonder loon komen te zitten. Gelukkig wordt het in de samenleving moreel onaanvaardbaar gevonden om deze overtollige arbeiders dan maar te laten verhongeren om het aanbod sneller op de vraag aan te laten sluiten. Moderne samenlevingen rekenen met name op de staat om deze problemen van vermarkting op te lossen, en om dus de ergste uitwassen van volledig vrije markten te verzachten. Hiervoor zijn instituties als de verzorgingsstaat opgericht.²²

Waar het voorgaande argument voor institutionele inbedding van markten op een redelijk abstract niveau kijkt naar de relatie tussen staat en markt en de vermarkting van productiefactoren, is vanuit de economische wetenschap op een praktischer niveau gekeken naar de institutionele inbedding van markten. Een belangrijke bijdrage werd hier geleverd door Douglas North, die in 1993 de Nobelprijs ontving voor zijn bijdrage aan institutionele economie.²³ Institutioneel economen laten zien dat markten pas goed kunnen functioneren als er instituties zijn die transactiekosten verminderen. Een voorbeeld van transactiekosten zijn de kosten om een contract op te stellen met een specifieke tegenpartij over een investering in het bedrijf van die tegenpartij. Het zou erg veel werk zijn om deze contracten steeds opnieuw, individueel op te stellen. Ook zou dit het lastig maken voor de investeerder om zijn investering door te verkopen: de investeerder zou elke keer uit moeten leggen wat de specifieke contractvoorwaarden van zijn investering zijn. Een van de oplossingen hiervoor, naast bijvoorbeeld het ondernemingsrecht, is het gebruik van gestandaardiseerde contracten die daarmee ook makkelijk verhandelbaar zijn. Dit zijn bijvoorbeeld obligaties, die op een beurs verhandeld kunnen worden. Zowel het standaardcontract als de beurs zijn instituties die investeren in bedrijven mogelijk/makkelijker maken, en daarmee de markt voor investeringen hebben helpen ontwikkelen.

Er zijn over het algemeen verschillende manieren om met transactiekosten om te gaan. Door verschillende keuzes die samenlevingen hierin maken, en door de historische ontwikkelingen die op de ingeslagen weg vervolgens optreden in economieën ontstaan zogenaamde 'varianten van kapitalisme'.²⁴ Men kan bijvoorbeeld de transactiekosten voor de financiering van ondernemin-

gen oplossen door een markt voor gestandaardiseerde schuldtitels te creëren (financiering via de kapitaalmarkt, traditioneel is de Verenigde Staten hier het voorbeeld) of door financiële intermediairs op te richten die de transactiekosten absorberen (financiering via banken, traditioneel is Duitsland hier het voorbeeld). Elk van deze opties heeft zijn voor- en nadelen, en vooral ook verschillende voor- en nadelen voor verschillende actoren. Zo kan er een uitruil zijn tussen de efficiëntie van zeer competitieve financiële markten en de stabiliteit en risicodeling van financiële markten gebaseerd op enkele grote financiële intermediairs. Ook zijn bijvoorbeeld huishoudens in een systeem gebaseerd op de kapitaalmarkten meer blootgesteld aan risico's dan in een systeem gebaseerd op banken.²⁵ Sinds de jaren tachtig lijkt er een sterke trend richting een dominantere rol voor kapitaalmarkten op te treden, wat past in de bredere trend van financialisering.

In deze bundel wordt financialisering gebruikt als label voor een aantal elkaar versterkende en verweven ontwikkelingen: de sterke groei van het transactievolume van financiële markten, de geografische expansie en integratie van financiële markten, en de uitbreiding van financiële markten naar nieuwe productcategorieën ('exotische' financiële producten). Het eindresultaat van deze aspecten van financialisering is dat financiële markten een steeds grotere invloed hebben op het wel en wee van een steeds grotere groep wereldburgers. De aandeelhouder krijgt meer macht ten koste van de andere belanghebbenden, wat in het extreemste geval leidt tot agressieve *private equity* fondsen (investeringsfondsen die bedrijven opkopen, hard saneren en doorverkopen).²⁶ Een steeds belangrijker bedrijfs onderdeel van traditionele autofabrikanten is de poot die de financieringsconstructies bij hun auto's regelde, in plaats van de productie van de auto's zelf. Opkomende markten zijn afhankelijk van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten voor de financiering van hun economische ontwikkeling; en ook pensioenen zijn meer afhankelijk geworden van de ontwikkelingen op de beurs. Allemaal voorbeelden die de grotere rol van financiële markten illustreren.

Als we kijken naar de verschillende ontwikkelingen die onder dit proces van financialisering vallen, moet allereerst geconstateerd worden dat financiële markten sinds de jaren tachtig explosief gegroeid zijn. In tabel 1.2 hieronder zijn cijfers voor de omzet op de wereldwijde valutamarkten te zien. Duidelijk wordt dat het volume zowel absoluut als ten opzichte van exporten (waarvoor valuta-inkoop nodig is) sterk gestegen is in de periode 1977-1998.

Naast de explosie in transactievolume, zijn de financiële markten ook in snel tempo meer internationaal verweven. In tabel 1.3 is de internationale positie van banken (ten opzichte van het bbb) voor belangrijke OESO landen te zien. Zowel de bancaire markt als de kapitaalmarkten laten een sterke groei

Tabel 1.2 Mondiale valutahandel

<i>Jaar</i>	<i>Omzet (biljoen \$)</i>	<i>Ratio valutahandel t.o.v. export</i>
1977	4,6	3,5
1987	67,5	33,9
1998	380,2	67,8

Bron: Felix, 2005, tabel 16.1 (p. 397)

van de internationale verwevenheid zien. Deze internationale verwevenheid zorgt ervoor dat financiële crises zich makkelijk kunnen verspreiden van land naar land, zodat bijvoorbeeld de grote verliezen op de activiteiten van ING Direct in de VS uiteindelijk mede verantwoordelijk zijn voor Nederlandse staatssteun aan het moederbedrijf.

Een derde aspect van financialisering is de uitbreiding van financiële markten naar nieuwe productcategorieën. In essentie kan elke toekomstige stroom betalingen omgezet worden in een financieel product dat verhandelbaar gemaakt kan worden. Een grappig voorbeeld hiervan zijn de zogenaamde 'Bowie Bonds'. Popster David Bowie heeft in 1997 de rechten op een deel van zijn albums overgedragen aan een *Special Purpose Vehicle*, dat vervolgens obligaties (in het Engels *bonds*) uitgaf die de inkomsten uit die rechten als onderpand

Tabel 1.3 Buitenlandse claims van banken uit geselecteerde OESO-landen als percentage van het bbp²⁷

<i>Land</i>	<i>1983</i>	<i>1985</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>1998*</i>	<i>1999*</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>
België	7	13	10	13	14	152	172	239
Duitsland	5	9	9	11	18	80	98	100
Frankrijk	13	16	9	10	13	58	59	83
Italië	3	4	3	5	5	22	26	20
Japan	5	14	12	9	8	24	25	36
Nederland	5	11	9	16	35	98	105	260
VK	18	18	9	21	23	58	72	108
VS	6	5	2	3	3	7	7	8
Zweden	3	3	3	3	4	35	59	137
Zwitserland	16	29	18	19	31	359	386	519

* NB breuk in datareeks, zie noot

Bron: BIS consolidated banking statistics, tabel 9B

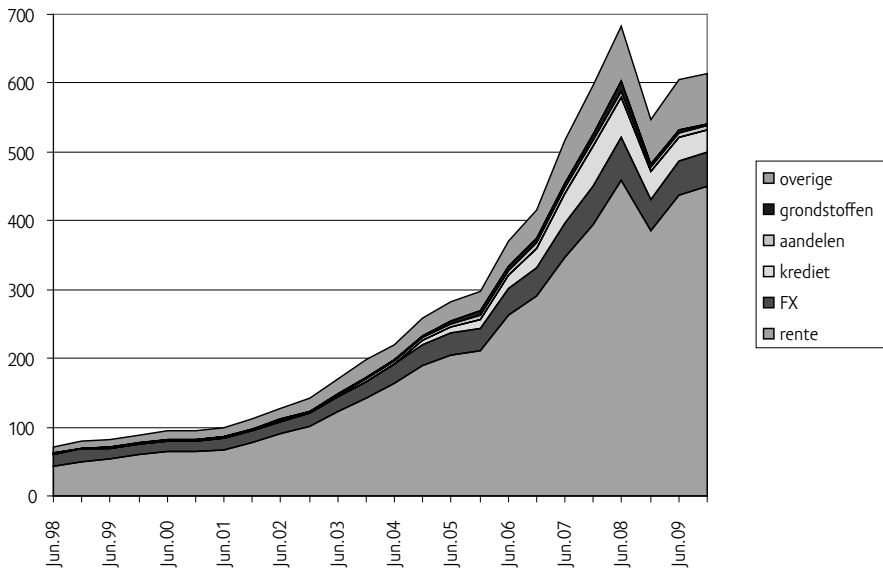
hadden. Met zijn muziek heeft hij recht op een langdurige stroom royalties elke keer als een album verkocht wordt of een van zijn hits op de radio gedraaid wordt. Door dit om te zetten in Bowie Bonds kon hij direct over de inkomsten beschikken, in plaats van de jaarlijkse uitkering af te moeten wachten. Hij verdiende hier in één klap 55 miljoen dollar mee. De uitbreiding van financiële markten met nieuwe productcategorieën kende echter ook belangrijker (en bij nader inzien twijfelachtige) ontwikkelingen: de gesecuritiseerde *subprime* hypotheek zijn een belangrijk voorbeeld. Hier wordt de toekomstige stroom terugbetalingen op *subprime* hypotheek omgezet in *Mortgage Backed Securities* die verkocht worden op de kapitaalmarkt. Zo ontvangt de bank onmiddellijk zijn geld en hoeft zich verder geen zorgen te maken over de hypotheek.

Veel van de nieuwe financiële producten zijn derivaten, producten die ontwikkeld zijn om (waardeveranderingen van) meer reguliere financiële titels te volgen, zoals aandelenopties, *futures* voor grondstoffen, of *valuta-swaps*. Deze kunnen een belangrijke economische functie hebben in het verminderen en/of verzekeren van risico's voor actoren in de reële economie. *Futures* voor een grondstof bieden bijvoorbeeld de mogelijkheid nu al grondstoffen in te kopen die volgend jaar nodig zijn tegen een vaste prijs. De koper is daarmee als het ware verzekerd tegen prijsveranderingen. Elke nieuwe uitbreiding van het financiële systeem bood echter ook financiële bedrijven nieuwe kansen om winst te maken met de handel erin. Dit betekende soms echter ook dat nieuwe productcategorieën (zoals ondernemingen die door *private equity* fondsen verhandeld werden) bloot kwamen te staan aan de gejaagdheid en volatiliteit van financiële markten. In figuur 1.1 is te zien dat de markten voor derivaten in het begin van de 21^e eeuw explosief stegen.

De financialiseringstendens leidde ertoe dat de internationale kapitaalmarkten in 2006 – het jaar voor de crisis uitbrak – vier keer zo groot waren als het wereld-bruto binnenlands product.²⁸ Hiermee kregen financiële spelers meer onderhandelingsmacht in de beleidsdiscussie over de institutionele inbedding van hun markten: nu ze een grote invloed hebben op het dagelijks leven van veel mensen werd het voor beleidsmakers belangrijk ze te vriend te houden. De internationale verwevenheid maakt het daarnaast makkelijk voor financiële instellingen om hun zaken naar elders te verplaatsen. Als regelgeving in een land te strikt wordt bevonden, verplaatsen ze de zaken naar internationale financiële centra waar minder regelgeving is. Ook dit geeft financiële instellingen een sterke onderhandelingspositie, en daarmee invloed op financiële regelgeving.

Zoals uit de voorgaande bespreking wel blijkt, is de ontwikkeling van financiële markten niet het gevolg van anonieme en autonome krachten. De noodzakelijke institutionele inbedding van markten verklaart waarom we niet

Figuur 1.1 Nominale waarde van categorieën derivatencontracten (bedragen in biljoenen dollar)



Bron: BIS (met dank aan Jeuken en Coppes in deze bundel)

alleen de ontwikkelingen van prijzen op markten moeten analyseren als we willen begrijpen wat er met een markt gebeurt. Ook de veranderingen in de institutionele inbedding zijn cruciaal voor een goed begrip van een economie. Ook onderstreept de voorgaande bespreking nog eens dat we staat en markt niet los van elkaar kunnen zien. Kortom, om de ontwikkelingen te begrijpen is een politiek-economische benadering nodig, waarin oog is voor de onderhandelingsmacht van verschillende actoren. Dit brengt ons bij de derde rode draad: *agency*.

Aan de beschreven ontwikkelingen liggen namelijk concrete beslissingen ten grondslag van zowel publieke autoriteiten ('de politiek') als de bestuurders van ondernemingen.²⁹ Publieke autoriteiten zijn verantwoordelijk voor de institutionele inbedding van markten, terwijl bestuurders uit de financiële sector besluiten hoe de concurrentiestrijd aan te gaan en welke nieuwe producten in de markt te zetten. Deze twee besluitvormingsprocessen (in de markt en in de politiek) zijn echter niet gescheiden. Marktpartijen proberen om via een lobby politieke besluitvorming te beïnvloeden om hun concurrentiepositie te beschermen of te verbeteren. Andersom richt veel politieke besluitvorming zich op het beïnvloeden van de strategieën van het bedrijfsleven (zoals bijvoorbeeld met subsidies en belastingen).

Waar in de neoklassieke economie vaak uitgegaan wordt van zogenaamde geatomiseerde markten (dat wil zeggen, markten met allerlei kleine aanbieders die zelf geen invloed op de prijs kunnen uitoefenen) is er in werkelijkheid vaak sprake van machtige partijen op markten, en slagen deze partijen er in om de spelregels naar hun hand te zetten (bijvoorbeeld door een effectieve lobby). Susan Strange heeft dit wel 'structurele macht' genoemd, de macht om een structuur op te zetten die in jouw belang is.³⁰ Met andere woorden: als een actor de spelregels bepaalt, kan deze zorgen dat hij zijn eigen spelletje kan spelen en dus in het voordeel is ten opzichte van andere actoren. Onder andere door financialisering ligt het voor de hand dat actoren uit de financiële wereld aan invloed gewonnen hebben, en betere mogelijkheden hebben om de regulering van de sector in hun voordeel om te buigen.

Hoewel er dus duidelijk sprake is van *agency*, wil dat niet zeggen dat er een *masterplan* ten grondslag ligt aan de ontwikkelingen in het internationale financiële systeem. Dit systeem is veel te complex om daadwerkelijk te sturen met een klein groepje beleidsmakers. Elke beslissing die genomen wordt heeft zowel bedoelde als onbedoelde gevolgen, en de uitwerking van beide bepaalt welke kant het opgaat. Om het kort door de bocht samen te vatten: het nobele doel om meer arme Amerikanen een eigen huis te laten bezitten had als onbedoeld gevolg de kredietcrisis die we nu ervaren (en dus een uiteindelijke groei in armoede). Maar dat laat onverlet dat de hoofdstukken in deze bundel laten zien dat de beslissingen en non-beslissingen van beleidsmakers de ontwikkeling van het financiële systeem drijven en niet een autonoom, spontaan proces. In de volgende sectie worden de verschillende hoofdstukken in dit raamwerk geplaatst.

Opzet van de bundel

In deze bundel staat de politiek-economische analyse van de historische ontwikkeling van verschillende financiële markten centraal. Het wordt duidelijk hoe deze ontwikkelingen passen in bredere trends, en hoe deze bredere trends uiteindelijk uitmondten in de huidige crisis. Zoals hiervoor uitgewerkt staan drie punten hierbij centraal: de institutionele inbedding van markten, financialisering, en het belang van het handelen van actoren (*agency*). In de verschillende bijdragen worden deze rode draden voor verschillende financiële markten uitgewerkt of ter discussie gesteld.

De bundel begint met een hoofdstuk van Daniel Mügge dat de Europese dimensie van het financiële stelsel bespreekt. Hij kijkt specifiek naar de – tot nog toe onderbelichte – rol die Europese financiële integratie in de crisis ge-

speeld heeft. Dat de financiële crisis, met haar oorsprong in de Amerikaanse huizenmarkt, zich zo snel en zo breed door Europa kon verspreiden is allesbehalve vanzelfsprekend. Het is het gevolg van ontwikkelingen die in gang gezet werden door de hervormingen van Europese financiële markten in het kader van de Europese integratie: Europese consolidatie en internationalisering van banken; vermenging van zakenbankieren en regulier bankieren; fragmentatie van beleid tussen verschillende autoriteiten; en de overheveling van beleid naar technocratische comités. Mügge laat zien hoe in Europa enkele decennia geleden nog duidelijk verschillende ‘varianten van kapitalisme’ dominant waren. In continentaal Europa maakten ‘traditionele’ (reguliere) banken de dienst uit, die zich vooral met hun thuismarkt bezig hielden en voor wie hoogriskante beleggingen en complexe derivaten feitelijk geen rol speelden. In de Angelsaksische wereld was de financiële sector veel meer georiënteerd op de kapitaalmarkten. Sinds begin jaren negentig is duidelijk verandering gekomen in de Europese varianten van kapitalisme, waarbij de traditionele Europese banken steeds meer op vooraanstaande Amerikaanse beleggingsbanken gingen lijken.

Zoals eerder in deze inleiding betoogd gaat dit soort veranderingen niet vanzelf, de Europese regels voor financiële markten moesten ingrijpend herzien worden voordat continentale banken met dit nieuwe *business model* aan de slag konden. Mügge laat zien hoe deze verandering in regelgeving tot stand kwam door een combinatie van doelgericht lobbyen van banken en beurzen aan de ene kant, en overmatig geloof in het zelfcorrigerende vermogen van markten aan de andere kant. Hiermee werd in de Europese Unie een geïntegreerde kapitaalmarkt gebouwd die gestoeld was op het Angelsaksische model, en al snel de capaciteiten van het voornamelijk nationaal georganiseerde toezicht ontgroeide. De inbedding van deze nieuwe Europese kapitaalmarkt lijkt incompleet omdat beleidscompetenties fragmenteerden bij overheveling naar technocratische comités en organisaties op Europees en internationaal niveau. Het hoofdstuk levert zo een belangrijke bouwsteen van de verklaring voor de snelle verspreiding van de crisis van de VS naar Europa, en vervolgens door Europa. Tegelijk spreekt Mügge zijn zorgen uit of het gefragmenteerde toezicht – met name in de Europese Unie – nog wel kan leiden tot een stevig ingebedde markt.

In het derde hoofdstuk kijken Laura Horn en Arjan Vliegenthart naar veranderingen op het gebied van corporate governance, het stelsel van beheer, toezicht en controle over beursgenoteerde vennootschappen. Onder andere de Commissie de Wit, die een parlementair onderzoek naar de kredietcrisis uitvoerde, heeft zich kritisch uitgelaten over de rol die aandeelhouders hebben gespeeld bij de totstandkoming van de financiële crisis: het aandeelhouders-

kapitalisme zou vooral kortetermijnbelangen en rendementen in ondernemingen centraal gesteld hebben.³¹ Horn en Vliegthart laten zien hoe het zo ver heeft kunnen komen dat ondernemingen vooral gezien worden als handelswaar voor investeerders, speelbal van de financiële markten ('commodificatie' van bedrijven). De Nederlandse ontwikkelingen op dit vlak zijn kenmerkend voor een bredere Europese trend. De discussie over de overnamerichtlijn aan het begin van deze eeuw en de uitbreiding van aandeelhoudersrechten zijn het afgelopen decennium actief door de Europese Commissie bevorderd. De gedachte dat aandeelhouders als daadwerkelijke eigenaren van de onderneming in staat zouden zijn bestuurders tot het beste beleid te prikkelen was hierbij leidend. Onder invloed van adviescommissies – voornamelijk gevuld met experts uit bedrijfsleven en juristen – werd zo het corporate governance regime in Nederland en Europa ingrijpend gewijzigd en nam de structurele macht van financiële actoren verder toe. Horn en Vliegthart signaleren echter een mogelijke kentering met de financiële crisis. Maatschappelijke actoren zoals de vakbonden beginnen zich te roeren, en ook in de politiek groeit de kritiek op de kortetermijnvisie die het aandeelhouderskapitalisme lijkt te bevorderen. Hiermee staan we mogelijk aan het begin van een proces dat kan uitmonden in fundamentele hervormingen van het corporate governance regime; een nieuwe institutionele inbedding van de markt voor overnames als reactie op de crisis.

In het vierde hoofdstuk kijkt Rodrigo Fernandez naar de rol die pensioenfondsen hebben gespeeld in de aanloop naar de crisis, aan de hand van een rijkelijk geïllustreerde weergave van de ontwikkeling van de Amsterdamse beurs en de rol die Nederlandse pensioenfondsen als handelende actoren daarin speelden. Samen met Zwitserland voert Nederland al decennia lang de lijst aan van landen met de grootste pensioenspaarpotten per hoofd van de bevolking. Fernandez laat zien hoe de (beleggingen van) pensioenfondsen een vormende invloed hadden op de ontwikkeling van de Amsterdamse beurs sinds de jaren zeventig. Hoewel er gaandeweg onder de paraplu van 'Amsterdam Financial Centre' gepoogd werd de Nederlandse pensioenreserves in te zetten om Amsterdam als internationaal financieel centrum neer te zetten, kozen de pensioenfondsen voor een andere strategie van internationalisering en beleggingen in hedgefondsen en *private equity*. Met hun niet aflatende honger naar beleggingsmogelijkheden leverden de pensioenfondsen zo een bijdrage aan de financialisering en de ontwikkeling van financiële producten die later een bijdrage hebben geleverd aan de crisis. De opkomst van deze grote spaarpotten en de rol die hun honger naar investeringsmogelijkheden heeft gespeeld bij de kredietexplosie van de afgelopen tien jaar is tot nu toe onderbelicht gebleven in de discussie over de oorzaken van de crisis. Fernandez laat zien dat

we de institutionele veranderingen in de wereldwijde kapitaalmarkten alleen kunnen begrijpen als we ook de *agency* van deze actoren aan de vraagkant van de markt in acht nemen, en hetzelfde geldt natuurlijk voor de analyse van de huidige crisis.

Jasper Blom bespreekt in het vijfde hoofdstuk het toezicht op banken. De crisis heeft een trend in het bankwezen voor het voetlicht gebracht die tot voor kort enkel besteed was aan financiële experts en toezichthouders: banken houden hun hypotheeken en andere leningen niet zelf in beheer, maar ‘verpakken’ ze in effecten die doorverkocht worden (*securitisatie*). Blom laat in dit hoofdstuk zien hoe sinds de eerste internationale afspraken over het toezicht op banken gekozen is voor een toezichtsmodel dat banken aanmoedigde om gebruik te maken van geavanceerde risicomodellen gecombineerd met *securitisatie*. Deze ontwikkeling vond vooral plaats bij de grootste, internationaal actieve banken. Deze banken hebben vervolgens succesvol gelobbyd om de internationale regels voor het toezicht verder aan te passen in deze richting. Dit heeft uiteindelijk geleid tot een herzien internationaal akkoord (het zogenaamde *Bazel II Kapitaalakkoord*) waarin het toezicht aangepast werd aan deze nieuwe bankpraktijk en tegelijkertijd nieuwe eisen aan banken gesteld werden omtrent de kwaliteit van hun risicomanagement. Nog los van de vraag of de achterliggende filosofie van dit type banktoezicht optimaal is (een vraag die sinds de crisis luider wordt opgeworpen in de financiële gemeenschap), wordt duidelijk hoe een relatief gesloten gemeenschap van beleidsmakers een dynamiek in gang kan zetten tussen de ontwikkelingen op de bancaire markt en die in het toezicht die onverwachte consequenties kan hebben (uitmondend in de huidige crisis). Blom schetst in zijn conclusie de contouren van een alternatief, restrictiever toezichtsmodel. Tegelijk wijst hij er ook op dat er een politieke afweging gemaakt moet worden bij eventuele herzieningen van het internationale toezicht, de rol van banken is te belangrijk om aan technocraten over te laten.

Rien Jeuken en Bob Coppes gaan vervolgens verder in op de exotische wereld van *securitisatie* en derivatenhandel. Zij beschrijven hoe de markt voor derivaten explodeerde aan het begin van de 21^e eeuw, en welke risico's dit met zich meebracht. Grote bedragen aan hypothecaire leningen, maar ook *creditcard*- en andere vorderingen zijn *gesecuritiseerd*. De langdurig lage rente van de afgelopen tijd in combinatie met stijgende vastgoedprijzen waren een stimulans voor de groei van *gesecuritiseerde* hypotheeken, maar ook van een structurele onderschatting van kredietrisico's door *credit rating agencies* (mede daarom werd de markt grotendeels ongereguleerd gelaten). Kredietderivaten (ook wel *credit default swaps* genoemd) vormen een belangrijk ingrediënt hiervan, en de analyse van de historische ontwikkeling van deze financiële markt

levert daarom een belangrijke bijdrage aan ons begrip van de crisis. Jeuken en Coppes laten zien dat zowel marktparticipanten als toezichthouders wel oog gehad hebben voor de risico's, zoals de complexiteit van de markt die mede volgde uit de intransparantie ervan en het systeemrisico bij problemen van een van de belangrijkste actoren. Er werden diverse initiatieven genomen door zowel private partijen als toezichthouders om deze risico's te beperken, waarmee de ontwikkelingen in deze relatief nieuwe markten laten zien hoe staat en markt zich kunnen verhouden in nieuwe situaties. Een aantal van deze initiatieven is nog vóór de huidige crisis genomen en hebben kunnen vermijden dat de crisis nog erger werd. Tegelijk is duidelijk dat de initiatieven tot institutionele inbedding niet afdoende waren. Jeuken en Coppes blikken tevens vooruit op de initiatieven die op dit moment in ontwikkeling zijn, zoals de mogelijke institutionele inbedding van de markt door centrale verwerking (Central Counterparty) en een verdere vergroting van de transparantie.

Het laatste empirische hoofdstuk van Wouter Schilperoort kijkt naar een van de mondiale instituten die een belangrijke rol spelen in de reactie op de crisis, het Internationaal Monetair Fonds (IMF). Van oudsher geldt het IMF als een van de belangrijkste internationale fora voor financiële beleidsmakers. Daarnaast speelt het een prominente rol in lokaal economisch beleid met zijn surveillance van de economieën van de lidstaten (onder Artikel IV van zijn statuten). Het ligt daarom voor de hand dat het IMF een belangrijke rol speelt in het debat rond de crisis. Schilperoort laat zien dat waar het IMF slechts twee jaar geleden fors moest inkrimpen omdat zijn lidstaten geen steun nodig hadden, het nu weer midden in de belangstelling staat. Het IMF heeft in de aanloop naar de crisis echter een (te?) beperkte rol gespeeld in het toezicht op het internationale financiële stelsel. Juist met de toenemende integratie en geografische expansie van financiële markten, zijn robuuste multilaterale instellingen nodig. Financiële crises kunnen zich ten slotte in zo een omgeving razendsnel over de wereld verspreiden. Schilperoort houdt daarom een pleidooi voor een prominentere rol voor het IMF als mondiale toezichthouder. Het IMF zal dan echter wel zijn werk- en denkwijze moeten aanpassen aan de nieuwe situatie, iets waar het instituut al mee bezig was toen de crisis toesloeg.

Ewald Engelen concludeert de bundel met een analyse van de verschillende 'verhalen' die op dit moment over de crisis de ronde doen. Deze verhalen kunnen gecategoriseerd worden aan de hand van een aantal tegenstellingen. In de verhalen ligt de nadruk op de rol van de staat versus de rol van marktpartijen; op de vraagzijde of de aanbodzijde; en op de rationaliteit van actoren versus onbedoelde gevolgen. Hij laat zien welke invloed de keuzes die gemaakt worden op deze polen hebben op voorstellen voor de weg voorwaarts, en hoe de verschillende bijdragen in de bundel passen in zijn classificatieschema. Hij sluit af

met zijn eigen visie op de crisis, die in zijn ogen een 'schitterend ongeluk' is, een ingewikkelde keten van onbedoelde gevolgen. De crisis onthulde de complexe geografische en functionele terugkoppelingsmechanismen die zich ontwikkeld hadden in de markt, en tussen de hedendaagse financiële markten en hun institutionele context. De uitkomst van al deze complexe terugkoppelingsmechanismen in het financiële systeem kon vrijwel niemand bevroeden eer het te laat was. Hiermee sluit de bundel af met een belangrijke kritische noot bij een van de primaire rode draden door de bundel: de rol van *agency*. Engelen waarschuwt daarom ook voor al te gemakkelijk politiek ingrijpen in reactie op de crisis, want hoewel actoren inderdaad handelingsmacht hebben (zoals de diverse hoofdstukken in dit boek ook uitgebreid laten zien) is de uitkomst van dit handelen waarschijnlijk een heel andere dan men in gedachten heeft.

Met deze waarschuwing in het achterhoofd, is het mooie van de politiek-economische benadering die gekozen is in deze bundel dat het ook laat zien dat er dus ruimte is om nieuwe wegen in te slaan (waarbij we natuurlijk hopen dat het een juiste weg is). Hierbij kunnen we weer gebruik maken van de analyse van Polanyi. Hij signaleerde namelijk niet alleen de noodzakelijke institutionele inbedding van markten, maar ook dat er een zogenaamde *double movement* optrad in de ontwikkeling van de industriële economie. Hoewel opgemerkt moet worden dat Polanyi het enkel over een concrete historische periode had, zijn er wel degelijk parallellen te trekken met de huidige tijd.³² De *double movement* refereert namelijk aan de tegenstellingen die bestaan tussen een voortdurend proces van commodificatie en de tegenwerkende krachten die dit vanuit de maatschappij oproept. Waar economische globalisering en liberalisering van markten (vermarkting) steeds meer bestaansonzekerheid oplevert voor werknemers, groeit de roep om bescherming in de vorm van handelsbarrières of een sociaal zekerheidsstelsel. Financialisering kan gezien worden als een specifieke, en extreme vorm van vermarkting. De huidige crisis heeft de destructieve kant van deze vermarkting laten zien, en zet daarmee als het ware de *double movement* op scherp.

Dit vertaalt zich in de forse discussie tussen voor- en tegenstanders van de vrije markt die zich momenteel in het publieke debat en ook in de politiek (denk aan de parlementaire commissie die onderzoek doet naar de kredietcrisis) voordoet. Verschillende hoofdstukken stippen aan dat er momenteel voorstellen de ronde doen voor fundamentele wijzigingen in ons economische stelsel; weg van ondernemingen die handelswaar zijn en banken die losgeslagen zijn. Tegelijkertijd zijn er nog veel partijen die belang hebben bij het in stand houden van licht-gereguleerde markten. Het lijkt erop dat het op dit moment beide kanten op kan gaan, en daarom is het goed dat de verschillende hoofdstukken en contrasterende visies in deze bundel al

met al een gedegen basis bieden aan de lezer om zelf te bepalen wat de weg voorwaarts moet zijn. Na het lezen van deze bundel zal de lezer toegerust zijn met ruim voldoende informatie om zelf een afgewogen oordeel te vellen over de recente gebeurtenissen. Zoals de hoofdstukken laten zien begint alles uiteindelijk met beslissingen of non-beslissingen van actoren, en de (on)verwachte gevolgen hiervan. Het is aan de lezer om daar de consequenties aan te verbinden.

Noten

- 1 De auteur dankt Rodrigo Fernandez, Daniel Mügge, Wouter Schilperoort en Geoffrey Underhill voor nuttig commentaar op concepten van deze inleiding. Eventueel resterende tekortkomingen zijn volledig op mijn conto te schrijven.
- 2 Het verhaal van Serin werd als een van de eersten opgepikt door USA Today, 22 oktober 2006. Zie wikipedia voor een uitgebreide versie van het verhaal (http://en.wikipedia.org/wiki/Casey_Serin). Hij geldt inmiddels als een standaardvoorbeeld van wat er mis was in de Amerikaanse hypotheek- en huizenmarkt.
- 3 Zie bijvoorbeeld Underhill, 2001 en 2007.
- 4 Zie bijvoorbeeld Leyshon & Thrift, 2007; Krippner, 2005; Boyer, 2000; Froud et al, 2002.
- 5 Zie bijvoorbeeld Mosley, 2003 die de invloed van buitenlandse investeerders op het beleid van opkomende markten analyseert.
- 6 Strange, 1998; Helleiner, 1994.
- 7 Geoffrey Underhill wees me op deze cases.
- 8 Er ontstaat momenteel een gestaag groeiende literatuur met uitgebreidere analyses van de crisis. Zie bijvoorbeeld Morris, 2009; Kragt, 2008; Gamble, 2009; Van Ewijk & Teulings, 2009; Schwartz, 2009; Sorkin, 2009; en Velthuis & Noordegraaf-Eelens, 2009. Deze beschrijving concentreert zich op de ontwikkelingen van financiële markten, en besteedt minder aandacht aan de macro-economische kant van het verhaal. Zie ook Engelen in deze bundel voor een classificatie van de verschillende verhalen die momenteel ter duiding van de crisis verteld worden.
- 9 Een uitstekende analyse is Schwartz, 2009.
- 10 Schwartz, 2009, tabel 4.3, p. 99. Overigens was de stijging van hypotheek als percentage bbp in diverse andere OESO landen nog groter, maar vanwege de absolute omvang van de Amerikaanse markt is deze stijging toch het meest significant.
- 11 Van Ewijk & Teulings, 2009, p. 11.
- 12 Fannie Mae, Freddie Mac, en Ginnie Mae zijn bijnamen voor respectievelijk de Federal National Mortgage Association, de Federal Home Loan Mortgage Corporation, en de Government National Mortgage Association. Fannie Mae was opgericht

- in 1938 als overheidsinstelling om hypotheke te garanderen. Bij de privatisering van Fannie Mae werd Freddie Mac opgericht als identieke instelling die als concurrent moest functioneren. Ginnie Mae garandeert specifieke klassen van hypotheke. Morris, 2009, p. 38.
- 13 Schwartz, 2009 wijst vooral op het belang van de vraag naar huizen aan de onderkant van de markt (starterswoningen). Deze vraag stuwde de hele huizenmarkt omhoog door iedereen een stapje vooruit in zijn wooncarrière te laten zetten. Toen de vraag van starters stokte was het met deze opwaartse druk op de prijzen gedaan.
 - 14 Gamble, 2009, p. 25. Gebaseerd op de rente van de Bank of England.
 - 15 Met de koers van ultimo 2007 hebben deze lening en garanties een waarde van 76 miljard euro.
 - 16 BIS, 2009, p. 19-23.
 - 17 De MSCI aandelenindex voor opkomende markten daalde 28 procent van midden mei tot mid-september, terwijl de Amerikaanse S&P 500 index 'slechts' 12 procent daalde in deze periode. BIS, 2009, p. 29.
 - 18 Naar verluidt refereert de term aan de bizarre observatie dat een dode kat nog even opstuiterd als hij van de hoogste wolkenkrabber in de Londense City gegooid wordt, Kort, 1996, p. 39.
 - 19 Zie bijvoorbeeld Minsky, 1983; Kindleberger & Aliber, 2005; Reinhart & Rogoff, 2009.
 - 20 Waarbij de roemruchte uitspraak van Chuck Prince, CEO van Citigroup "*When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing*" (*Financial Times*, 9 juli 2007) lijkt te suggereren dat tenminste Citigroup wel degelijk tegen beter weten in doorging.
 - 21 BIS, 2009, tabel VI.1, p. 97.
 - 22 Waar Polanyi vooral kijkt naar de positie van arbeiders, is de roep van bankiers om staatsbescherming tijdens de huidige crisis natuurlijk ook goed te passen in zijn analyse. Het punt is dat actoren bescherming zoeken van de staat ('de politiek') tegen de gure wind van volledig vrije markten.
 - 23 North, 1990 is zijn standaardwerk.
 - 24 Zie bijvoorbeeld Hall & Soskice, 2001; Becker, 2009, of Allen & Gale, 2001.
 - 25 Allen & Gale, 2001, p. 9-13.
 - 26 Deze zijn onder andere door toenmalig minister van Economische Zaken Joop Wijn wel vergeleken met een sprinkhanenplaag die bedrijven leegvreten en dan weer weggaan. *Volkskrant*, 21 augustus 2006.
 - 27 Tussen 1998 en 1999 vindt er een 'sprong' in de claims plaats omdat de definitie van 'buitenland' verruimd werd door de BIS. Uit de tabel blijkt echter ook zonder die sprong de groei van de internationale positie van banken.
 - 28 OECD statistics.
 - 29 Zoals eerder aangegeven kunnen dit dus ook 'non-beslissingen' zijn: een besluit om geen beslissing te nemen.

- 30 Strange, 1988.
31 Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, 2010, p. 12-13.
32 Silver & Arrighi, 2003; Blyth 2002.

Bibliografie

- Allen, F. & D. Gale (2001) *Comparing Financial Systems*, MIT Press
- Becker, U. (2009) *Open varieties of capitalism: continuities, change and performances*, Palgrave MacMillan
- BIS (2009) 79th Annual Report, juni 2009
- Blyth, M. (2002) *Great transformations, economic ideas and institutional change in the twentieth century*, Cambridge University Press
- Boyer, R. (2000) 'Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis', *Economy and Society*, vol 29(1), p. 111-145
- Ewijk, C. van & C. Teulings (2009) *De grote recessie. Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Balans
- Felix, D. (2005) 'Why international capital mobility should be curbed and how it could be done', in: Epstein, G.A. (red), *Financialization and the world economy*, Edward Elgar, 2005
- Financial Times* (2007) 'Citigroup chief stays bullish on buy-outs', 9 juli
- Froud, J., Johal, S. & Williams, K. (2002) 'Financialisation and the coupon pool', *Capital and Class*, vol 78, p. 119-151
- Gamble, A. (2009) *The Spectre at the Feast. Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Palgrave MacMillan.
- Hall, P. & D. Soskice (eds.) (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press
- Helleiner, E. (1994) *States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press
- Kindleberger, C.P. & R. Aliber (2005) *Manias, panics, and crashes, a history of financial crises*, John Wiley & Sons, 5th ed.
- Kort, P. (1996) *Bisnisbabbel, geheimtaal van het moderne zakenleven*, Prometheus
- Kragt, J. (2008) *De Kredietcrisis. De implosie van de financiële markt van binnenuit bekeken*, Eburon
- Krippner, G. (2005) 'The Financialization of the American Economy', *Socio-Economic Review*, vol 3, p. 173-208
- Leyshon, A. & N. Thrift (2007) 'The capitalization of almost everything, the future of finance and capitalism', *Theory, Culture & Society*, vol 24, p. 97-115
- Minsky, H.P. (1982) *Can "It" happen again, essays on instability and finance*, ME Sharpe

- Morris, C. (2009) *De meltdown van 2 biljoen dollar*, Business Contact
- Mosley, L. (2003) *Global Capital and National Governments*, Cambridge University Press
- North, D.C. (1990) *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press
- Polanyi, K. (2001 [1944]) *The great transformation, the political and economic origins of our time*, Beacon Press
- Reinhart, C.M & K. Rogoff (2009) *This time is different, eight centuries of financial folly*, Princeton University Press
- Schwartz, H. (2009) *Subprime nation: American power, global capital, and the housing bubble*, Cornell University Press
- Silver, B.J. & G. Arrighi (2003) 'Polanyi's "double movement": The Belle Époques of British and U.S. hegemony compared', *Politics and Society*, vol 31(2), p. 325-355
- Sorkin, A.R. (2009) *Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system – and themselves*, Viking Adult
- Strange, S. (1988) *States and markets*, Blackwell
- Strange, S. (1998) *Mad money*, Manchester University Press
- Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (2010) *Parlementair onderzoek financieel stelsel, eerste rapport, mei 2010* [Commissie de Wit]
- Underhill, G.R.D. (2001) *States, markets, and governance: private interests, the public good, and the democratic process*, Vossiuspers
- Underhill, G.R.D. (2007) 'Markets, institutions and transaction costs: the endogeneity of governance', *World Economy and Finance working papers series, no. WEF 0025*
- USA Today (2006), *10 mistakes that made flipping a flop*, 22 oktober 2006
- Velthuis, O. & L. Noordegraaf-Eelens (2009) *Op naar de volgende crisis! Over het verleidend vermogen van de financiële markt*, Klement
- Volkskrant (2006), 'Investeerders zijn net sprinkhanen', 21 augustus

2 Europese integratie en de crisis

Daniel Mügge

De financiële crisis, die in de Verenigde Staten begon, heeft ook Europa hard getroffen. Het besmukte leedvermaak in Europa na jaren van Amerikaanse welvaart was van korte duur: binnen enkele maanden verspreidde de recessie zich ook hier in rap tempo. Groot-Brittannië werd het hardst getroffen, maar ook Duitsland, Frankrijk, België en niet te vergeten Nederland werden meedogenloos meegezogen in een neerwaartse spiraal. Toen de Nederlandse tak van ABN Amro in oktober 2008 genationaliseerd moest worden, was zeker in Nederland geen sprake meer van leedvermaak. In plaats daarvan vroeg men zich vertwijfeld af hoe de van origine Amerikaanse problemen de Europese economieën zo in de put mee hebben kunnen trekken.

Deze vraag staat ook in dit hoofdstuk centraal. De ambitie is niet om hier een compleet beeld te geven van de financiële crisis in Europa, maar om een aspect te belichten dat tot nu toe minder aandacht heeft gekregen, namelijk de rol van de Europese integratie zelf.¹ Deze integratie werkte als vehikel voor een fundamentele hervorming van Europese financiële markten over de afgelopen twintig jaar. De financiële sector groeide, en raakte steeds meer geïntegreerd over heel Europa. Beurzen en andere financiële markten werden geopend en gemoderniseerd; saaie nationale *champions* uit de bankenwereld werden omgetoverd in internationale beleggingsbanken. Het tragische lot van ABN Amro is hier een uitstekend voorbeeld van.² De crisis heeft in Europa met dezelfde hevigheid als in de VS kunnen toeslaan omdat Europese financiële markten naar Amerikaans, en in mindere mate Brits, voorbeeld zijn omgebouwd. De Europese financiële marktintegratie is een Trojaans paard geweest dat lidstaten financieel, economisch en daardoor uiteindelijk maatschappelijk zeer kwetsbaar maakte.

Europese financiële integratie is niet alleen een mede-oorzaak van de crisis zelf. De fragmentatie van competenties over tal van organisaties en comités op nationaal, supranationaal en internationaal niveau vertaalde zich ook in een traag en weinig daadkrachtig Europees antwoord op de crisis. Bij het veiligstellen van spaargelden van kwetsbare banken werd slecht samengewerkt; lidstaten werkten elkaar zelfs tegen door zonder overleg nationale

beleidsmaatregelen te treffen. En toch verliep Europese samenwerking in 2007 beter dan een decennium eerder; en nog eens tien jaar eerder was van coöperatie amper sprake. Zo bezien is de Europese integratie er duidelijk op vooruit gegaan. Parallel aan deze ontwikkeling hebben financiële markten echter een ongekende transformatie en integratie doorgemaakt. Ondanks verbeterde samenwerking is de kloof tussen markten en toezicht dus groter geworden. Als gevolg daarvan zijn bijvoorbeeld kredietbeoordelaars (*credit rating agencies*) als Moody's en Standard & Poor's uit het beeld van de toezichthouders gebleven. Hetzelfde geldt voor complexe derivaten, door menig commentator aangewezen als centrale schakels in de keten die tot de crisis leidde.³ Institutionele hervormingen in Europa hebben financiële markten ongekende ruimte gegeven om boven de reële economie uit te groeien en daarmee financialisering bevorderd.

De invloed van Europese integratie op het ontstaan en verloop van de crisis wordt in dit hoofdstuk als volgt geanalyseerd. De eerste paragraaf belicht hoe eind jaren tachtig de toen nog nationaal georiënteerde financiële systemen tevens nationaal gereguleerd werden. De verschillen tussen de landen die nu samen Europa vormen waren enorm, het waren verschillende 'varianten van kapitalisme'. Het Franse stelsel onderscheidde zich duidelijk van het Duitse, het Britse leek op geen van beide en het Nederlandse model was feitelijk een mengsel van het Duitse en Britse.

De tweede paragraaf gaat dieper in op Europese financiële integratie in de jaren negentig. Centraal staan de beleidswijzigingen die financiële markten 'moderniseerden', en waaruit een Europese markt voor beleggingsbankieren voortvloeide. Vervolgens belicht ik hoe financiële instellingen samen met strategische partners in de beleidswereld grensoverschrijdende financiële integratie als politiek project tot een succes hebben gemaakt. Grote Europese banken wilden graag internationaliseren en beleggingsbankieren, wat niet mogelijk was zonder beleidshervormingen. Zo werden zij zelf een cruciale motor achter nieuwe regels en een overheveling van nationale beleidscompetenties naar Brussel – een uitstekend voorbeeld van de *agency* achter financiële hervormingen die ook in veel andere hoofdstukken van deze bundel centraal staat.

De derde paragraaf analyseert hoe Europese financiële markten als gevolg van deze hervormingen zijn veranderd, en laat daarmee de wisselwerking tussen beleidsprocessen en marktprocessen zien. Naast aanpassingen van bedrijfsstrategieën richting internationale markten en beleggingsbankieren is vooral de groeiende marktconcentratie van de afgelopen anderhalf decennia opmerkelijk. Nationale eredisies in de financiële wereld werden als het ware vervangen door één Europese Champions League. Voor gewone individuele

klanten met een spaarrekening was hiervan weinig merkbaar. Op de achtergrond verschoven echter duidelijk, en zoals later bleek, onherroepelijk, de parameters waarbinnen banken zaken deden.

Hoe deze ontwikkelingen verder doorwerken in de huidige crisis blijkt in de vierde paragraaf. Nationale banken werden door Europese beleidshervormingen, waarvan zij zelf de meest fervente voorstanders waren, blootgesteld aan internationale competitie en zagen de druk op hun rendementen toenemen. Op zoek naar rendement werd beleggen in Amerikaanse *subprime*-hypotheek en andere financiële innovaties een prominente bezigheid van Europese banken. Hier ligt de centrale schakel tussen Europese integratie en de crisis. Integratie was een vehikel om financiële markten te 'ontketenen'. De nieuwe kansen voor 'innovatief beleggen' die nu voor banken openstonden bleven echter niet lang vrijblijvend. Zij legden de lat voor prestaties en verwachte rendementen in de sector hoger; wie het onder deze nieuwe omstandigheden niet wilde afleggen tegen de concurrentie werd bijna gedwongen om de nieuwe beleggingsmethoden, en vooral de derivaatmarkten, aan te boren.

Daarnaast zijn beslissingen op twee beleidsterreinen – kredietbeoordeling en boekhoudregels – doorslaggevend geweest voor de crisis zoals die in Europa heeft toegeslagen. Deze beleidshervormingen waren een direct resultaat van het reguleringsliberalisme, een nieuw beleidspadigma dat binnen Europa sinds midden jaren negentig geleidelijk de overhand kreeg.

Ten slotte neem ik in de concluderende paragraaf de huidige discussie over beleidshervormingen binnen Europa onder de loep. In hoeverre zullen de eigenschappen van het Europese stelsel die een belangrijke bijdrage aan de crisis geleverd hebben veranderen? Het toekomstbeeld lijkt niet rooskleurig. Voor échte verandering ontbreken niet alleen goede ideeën in de politiek, maar vooral ook de wil om de financiële sector weer duidelijker in dienst te stellen van de belangen en behoeften van de burger.

Financiële markten en economie – Europa's traditionele diversiteit

Europese financiële integratie heeft een lange aanloop gekend. Sinds het begin van de naoorlogse Europese eenwording in de jaren vijftig is de oprichting van een Europese kapitaalmarkt een van de pijlers van integratie geweest.⁴ Terwijl al snel vooruitgang geboekt werd op het gebied van de interne markt voor goederen, is integratie op het financiële gebied tot de jaren tachtig langzaam verlopen. Vrij kapitaalverkeer, noodzakelijk voor financiële instellingen om onbeperkt grensoverschrijdend zaken te doen, werd belemmerd door ex-

pliciete obstakels voor kapitaaltransfers en restricties voor banken. Pas in de context van de 'herstart' van Europese economische eenwording in 1985 kwam ook financiële integratie op gang. De economische eenwording leidde tot het ontstaan van een geïntegreerde Europese financiële markt waarop de crisis zich in rap tempo door Europa heeft kunnen verspreiden. Een analyse van de situatie in Europa twee decennia geleden toont aan hoe diepgaand het financiële landschap veranderd is.

De oorspronkelijke diversiteit wordt duidelijk zichtbaar in een vergelijking van de rol die financiële markten destijds speelden in de drie grootste en politiek gezien belangrijkste Europese economieën – Duitsland, Groot-Brittannië en Frankrijk. Deze landen zijn te zien als modellen, die in de literatuur meestal aangeduid worden als nationale 'varianten van kapitalisme'.⁵ De economische stelsels die in het kapitalistische westen na de Tweede Wereldoorlog tot bloei zijn gekomen vertonen een grote diversiteit.⁶ Het punt is dat instituties op verschillende terreinen – financiële markten, maar ook overlegstructuren tussen werkgevers en werknemers, opleidingsstelsels, corporate governance, etc. – elkaar beïnvloeden en goed samen passen of juist niet. In theorie kunnen de instituties elkaar zodanig aanvullen dat de alternatieve modellen op alle terreinen goed op elkaar afgestemd zijn. Binnen deze varianten van kapitalisme verschilt de verdeling van materiële welvaart en persoonlijk versus gesocialiseerd risico, bijvoorbeeld door uitgebreide welvaartstaten. Zo worden de VS en Groot-Brittannië met veel hogere inkomensongelijkheid geassocieerd dan bijvoorbeeld Duitsland of Frankrijk.

Groot-Brittannië wordt traditiegetrouw gezien als de meest marktgeoriënteerde economie binnen Europa. Dat wil niet zeggen dat dit land het economisch gezien ook het beste deed; de rol van economische motor en exportkampioen was lang vergeven aan Duitsland. De oriëntatie op de markt in Groot-Brittannië was veel meer een kwestie van een eigen, en voor Europese begrippen enigszins uitzonderlijke, taakverdeling tussen overheid en markt in de inrichting van de binnenlandse economie.

Sinds de machtovername door de conservatieve Tories eind jaren zeventig onder leiding van Margaret Thatcher is in Groot-Brittannië een economisch hervormingsprogramma doorgevoerd dat meer dan elders in Europa inzette op marktkrachten. Bovendien betekende dit programma een beperktere inbreng van de overheid. De nadruk kwam te liggen op bedrijven, die volgens de neoliberale visie zo onbelemmerd mogelijk zaken moesten kunnen doen. Zo was het bijvoorbeeld Thatchers ambitie om de macht van vakbonden fors te verminderen. Maar ook privatisering van overheidsdienstverleningen in de zorg, de energiesector en het openbaar vervoer passen in dit patroon. Particuliere entrepreneurs moesten zo veel mogelijk de ruimte krijgen om

de Britse economie na de recessie van de jaren zeventig weer dynamisch te maken.

In dit economisch model was een specifieke rol weggelegd voor het financiële stelsel. Ook potentiële kapitaalschieters moesten zo veel mogelijk de ruimte krijgen om naar eigen inzicht en in competitie met elkaar economische projecten te financieren. De Londense beurs en het financiële district daar omheen – simpelweg de *City* genoemd – werden het boegbeeld van de Britse vorm van kapitalisme. En ook al kenden de *London Stock Exchange* en de *City* een rijke geschiedenis, het waren toch de jaren tachtig waarin zij op hun hoogtepunt waren.

Behalve de nadruk op de positie van de beurs was vooral het ongeremde spel van marktkrachten in de financiële sector kenmerkend voor de *City*. Deregulering werd het toverwoord, al in de jaren tachtig. Financiële innovaties, zoals de recentelijk in opspraak gekomen derivaten, konden in dit klimaat ongebreideld groeien. Vijandelijke bedrijfsovernames werden gezien als legitiem middel om bedrijven en hun managers te disciplineren; beleggingsfondsen voor 'durfkapitaal' moesten de bron vormen voor financiering van nieuwe, innovatieve bedrijven.⁷ Langdurige relaties tussen geldschieters en hun klanten en beleggingsobjecten waren uit den boze, want die zouden de disciplineerende kracht van de markt alleen maar in de weg kunnen staan.

Als gevolg van de specifieke inrichting van de financiële markt onstonden beleggingsbanken (in Groot-Brittannië *merchant banks* en in de VS *investment banks* genoemd) in Groot-Brittannië eerder dan elders in Europa. Omdat marktkrachten werden gezien als de drijvende kracht van economische voorspoed had de regering Thatcher ook de markt voor financiële dienstverleningen geopend voor buitenlandse investeerders. Dit had een sterke aantrekkingskracht op de Amerikaanse beleggingsbanken van Wall Street, zoals Goldman Sachs en Morgan Stanley. Deze verwierven zich met hun expertise, kapitaalcracht en agressieve bedrijfscultuur in een ommezwaai een plaats op deze nieuwe markt.⁸ Midden jaren negentig, tien jaar na de deregulering van de Britse beurs, verloor ook de laatste Engelse *merchant bank* haar afhankelijkheid en werd de *City* feitelijk gedomineerd door hun grote broers uit de VS. Deze tentoonstelling van kracht en dynamiek, maar ook de rendementen die deze banken in het beleggingsbankieren wisten te behalen, zouden in de jaren negentig de belangrijkste bron van inspiratie worden voor grote banken op het Europese continent. Vooralsnog waren deze echter ingebed in hun eigen Europese varianten van kapitalisme.

Het Duitse stelsel onderscheidt zich duidelijk van het Britse. Hier lag de nadruk minder op vrije marktwerking en meer op overleg tussen sociale partners, zoals dat ook in Nederland het geval is. Deze economische over-

legcultuur sloot aan bij een andere industriële structuur. Terwijl in Groot-Brittannië financiële dienstverlening als belangrijke bron van economische groei werd gezien, stond in Duitsland het financiële stelsel in dienst van een economie die zich richtte op langlopende investeringen in hoogwaardige industrieproducten. De ontwikkeling en instandhouding van de industrie, bijvoorbeeld de Duitse automerken en industrieconglomeraten als Siemens, was niet gebaat bij 'snelle' financiële markten van Londense snit. Investeringen moesten dan ook niet via de wisselvallige beurzen aangetrokken worden, maar direct van grote banken. Deze zogenaamde *Hausbanken* verstrekten leningen en investeerden tegelijkertijd in aandelen van deze bedrijven. Door deze directe aandelenbelangen in bedrijven en vertegenwoordiging in raden van commissarissen nestelden banken zich stevig in de Duitse industrie. Ook al waren de grootste Duitse banken privaat, zij waren wél ingebed in een nationaal economisch stelsel. Een systeem dat werd gekarakteriseerd door de interacties tussen werknemers, werkgevers en de staat op uiteenlopende beleidsterreinen, zoals monetair beleid, CAO-onderhandelingen en werknemersinspraak. Bankieren in dit stelsel had minder glamour dan in Groot-Brittannië, maar was door de stevige inbedding in de Duitse economie niet minder succesvol.

In tegenstelling tot Groot-Brittannië en Duitsland werd de Franse economie traditioneel geleid door de staat. De overheid bleef niet alleen tot diep in de jaren negentig eigenaar van vele belangrijke industrieën, zij bestuurde de economie op bijna 'socialistische' wijze. Ook al woedde ook in het Frankrijk van de jaren tachtig een liberaliseringgolf, de economie bleef onder leiding van een kleine elite die de grens tussen markt en staat veelvuldig overschreed.⁹ Tot eind jaren tachtig was de nationale financiële sector grotendeels in handen van de overheid, topmanagers van grote banken hadden veelal een carrière op het ministerie van Financiën achter de rug. Zelfs toen banken langzaam maar zeker geprivatiseerd werden, werden zij door de Franse overheid nog steeds als integraal onderdeel van het economische bestuursapparaat gezien. Net als in Duitsland maakten banken deel uit van een hecht netwerk van actoren en instanties die in samenspel de economie leidden, ongeacht de veel sterkere centralisatie van bestuurlijk leiderschap.

De inbedding van financiële markten in nationale varianten van kapitalisme wordt dus weerspiegeld in de structuur van de financiële sector én in beleidsmaatregelen en bestuursstructuren. Duitsland en Frankrijk kenden subtiele vormen van protectionisme. Een specifieke taak van banken in de nationale economie leek onverenigbaar met open markten en een sterke aanwezigheid van buitenlandse spelers op de binnenlandse markt. Alhoewel buitenlandse spelers, vooral Amerikaanse en Britse (beleggings-)banken, niet volledig werden uitge-

sloten door nationale regelgeving bleef grensoverschrijdend bankieren moeizaam en onrendabel. Op papier mocht iedereen de binnenlandse markt op; in de praktijk was echter voor buitenlanders geen brood te verdienen.

Nederland neemt in dit plaatje een aparte positie in.¹⁰ Aan de ene kant kent het, net als Duitsland, een sterke cultuur van overleg, aan de andere kant hebben beurzen een grotere inbreng gehad dan bij de oosterburen. De eerste echte beurs van Europa werd in de 17^e eeuw op de Dam in Amsterdam gevestigd, lang voordat Londen financieel gezien de leiding zou nemen over het Europese vasteland. Ook op het gebied van openheid voor internationale handel en flexibilisering van de arbeidsmarkt was Nederland veel sneller en doortastender dan andere Europese landen. De Nederlandse variant van kapitalisme staat daarmee duidelijk in het verlengde van een groots handelsverleden aan de ene kant en een traditie van corporatisme aan de andere kant. Nederland liep eveneens aan kop toen het midden jaren negentig het Duits georiënteerde financiële stelsel ombouwde naar Brits en Amerikaans model – een trend die elders in Europa later doorzette. De Amsterdamse beurs was de eerste die het Engels als voertaal introduceerde en werd geprivatiseerd, jaren voordat een vergelijkbare stap in Frankfurt überhaupt bespreekbaar werd.¹¹ Dit paste bij een economie die – tot op heden – door haar openheid enorm afhankelijk was van internationale trends en het moest hebben van handel, of dat nou via de Rotterdamse haven ging of via Amsterdam als aantrekkelijke locatie voor Europese hoofdkantoren van buitenlandse bedrijven.

Kortom, eind jaren tachtig verschilden nationale financiële industrieën duidelijk van elkaar en hadden een aangewezen plek in nationale varianten van kapitalisme. Deze varianten werden in stand gehouden door specifieke regelgeving die onder meer tot gevolg had dat buitenlandse spelers buiten de deur werden gehouden. Bedoeld of onbedoeld kweekte deze regelgeving ook groepen die er belang bij hadden. Nationale spelers in de financiële wereld hadden nu eenmaal baat bij territoriale afscherming van de markt; daarom steunden zij de nationale regelgeving en bekeken overheveling van competenties naar Brussel met argwaan. Het is dan ook niet verbazingwekkend dat de eerste pogingen in die tijd om één Europese markt voor financiële dienstverlening te creëren vooral op het gebied van beleggingsbankieren en kapitaalmarkten nogal beperkte resultaten boekten – in tegenstelling tot andere financiële subsectoren. Van een Europeanisering van markt- en beleidsstructuren, zeker op de schaal waarop die zich de afgelopen tien jaar heeft voorgedaan, was toen nog weinig te merken.

Banken als motor van integratie van Europese financiële markten

In de jaren negentig maakten Europese kapitaalmarkten een belangrijke transformatie door. Het oorspronkelijke idee was om dwars door alle economische sectoren Europese grenzen te openen en zo één Europese markt te creëren. Voor traditionele dienstverlening van banken, zoals acceptatie van deposito's en het verstrekken van leningen, werkte deze strategie redelijk. De grootste hindernis voor grensoverschrijdende marktopening waren nationale verschillen in niveaus van kapitaalreserves, maar hier werd al in 1988 internationaal een akkoord over bereikt in het Bazelse Comité.¹² Alle op financieel vlak belangrijke EU-leden waren – en zijn nog steeds – lid van het Bazelse Comité; dus deze afspraken hoefden feitelijk alleen te worden vertaald naar de geïntegreerde Europese markt.

Vergeleken met de traditionele bankensector liepen Europese onderhandelingen voor één Europese kapitaalmarkt erg stroef. Verschillende landen kenden uiteenlopende standaarden, allemaal gekoppeld aan en historisch gegroeid binnen de eerder beschreven nationale varianten van kapitalisme. Het overnemen van een van deze modellen in heel Europa bleek niet acceptabel – vooral voor banken zelf, of dat nou in Frankrijk, Groot-Brittannië of Duitsland was. De banken zagen zichzelf benadeeld door de standaarden die door andere landen voorgesteld werden. Op het continent vreesden nationale spelers bovendien de concurrentie uit de Londense *City* en vooral van de Amerikaanse *investment* banken die daar inmiddels de dienst uitmaakten. Vanwege de nauwe verbintenis tussen nationale financiële sectoren en economieën bleken banken grote invloed te hebben op nationale beleidsvorming. Begin jaren negentig, na meer dan vier jaar van onderhandelen, ontstonden er zwakke gezamenlijke regels die nationale overheden voldoende openingen boden om competitie uit het buitenland te weren. Dus terwijl de reguliere bankensector op het gebied van Europese regelgeving aan kop liep, waren de kapitaalmarkten eerder hekkensluiters. Dit verschil had alles te maken met de diversiteit van bedrijfsmodellen in Europa en de daaruit voortkomende uiteenlopende beleidsvoorkeuren van grote banken.

In de loop van de jaren negentig veranderde dit fundamenteel. Banken die eerder een vergaande eenwording van Europese kapitaalmarkten hadden gedwarsboomd herzag hun positie. Grote spelers in Duitsland, Frankrijk en Nederland zoals Deutsche Bank, Société Générale en ABN Amro namen hierbij het voortouw. De eigen binnenlandse markten waren nagenoeg verzadigd, er was amper ruimte voor verdere groei. Internationalisering werd hét antwoord op stagnerende vooruitgang. Tegelijkertijd waren de jaren negentig een decennium waarin de VS op economisch vlak schitterden; het Amerikaanse

economische model werd simpelweg superieur bevonden. Door de explosieve groei in ICT werd de VS het schoolvoorbeeld voor Europese hervormingsstrategieën zoals in de zogenaamde 'Lissabon-strategie' uit 2000, die de EU binnen tien jaar de meest competitieve economie ter wereld moest maken.

Ook banken waren onder de indruk van de prestaties van de Amerikanen. Beleggingsbankieren betekende beduidend hogere rendementen dan klassieke kredietdienstverlening. De vermeende link tussen goed ontwikkelde kapitaalmarkten, economische groei en innovatie maakte voor overheden de overstap naar Amerikaans model aantrekkelijk. Beurzen moesten zich sterker ontwikkelen en aantrekkelijker worden voor buitenlandse beleggers. Bedrijven werden aangemoedigd om aandelen aan de beurs te verkopen. Burgers moesten worden getransformeerd tot actieve beleggers op de beurs. Dit was kortstondig erg succesvol: de Europese beurzen waren euforisch in 1998 en 1999; handelen in aandelen werd een volkssport.

Natuurlijk hadden ook overheden zelf belang bij het aanmoedigen van kapitaalmarkten en vooral beurzen. Op die manier konden zij grote staatsbedrijven zoals telecommunicatiebedrijven, luchtvaartmaatschappijen en energiebedrijven in de etalage zetten. Mede dankzij het enthousiasme van de eigen burgers leverde dit forse bedragen op. Het met de kennis van nu enigszins naïeve elan waarmee eind jaren negentig het roer in Europees kapitaalmarktbeleid werd omgegooid was vooral product van de belangrijkste spelers in de financiële sector. Door overnames van kleine Britse banken en beleggingsbedrijven stroomden zij de *City* binnen, in de hoop de achterstand op de Amerikanen te kunnen wegwerken.¹³ Midden jaren negentig zetten banken zoals ABN Amro en Deutsche Bank hun eigen kantoren met lobbyisten in Brussel op om Europeanisering te stimuleren. De Europese Commissie legde na intens overleg met de industrie in 1998 een actieplan op tafel bij de Europese Raad van Ministers. Om de Europese kapitaalmarkt volledig te benutten waren tientallen Europese wetswijzigingen nodig; de finale versie in 1999 telde er maar liefst 43.¹⁴

De beleidsveranderingen die na steun van de ministers van Financiën voor het actieplan volgden, hadden twee belangrijke kenmerken. Ten eerste moest Europese regelgeving nationale stelsels vervangen. Dit zou banken in staat stellen om in de hele Europese Unie zaken te doen. Ten tweede moesten er nieuwe structuren om beleid te maken geschapen worden. De traditionele manier van Europese wetgeving vereiste tot in detail absolute consensus tussen het Europese Parlement en de Raad van Ministers. Dit was te log om financiële markten tot in de technische finesses te reguleren. Beleid werd dus voor een goed deel uitbesteed aan een nieuw comité van nationale experts, het zogenaamde Comité van Europese Effectenregelgevers.¹⁵

Het onderliggende belang van banken was sinds de vroege jaren negentig niet substantieel veranderd. Toen waren zij gebaat bij territoriale alleenheerschappij en zochten bescherming bij eigen nationale overheden. Centraal in de vermeende de-politisering van beleid stond een opening en heropdeling van markten door overheveling van beleidscompetenties naar Brussel. Aangezien de financiële sector tegen het einde van het decennium wél grensoverschrijdend zaken wilde doen, ging internationalisering gepaard met gestage loskoppeling van nationale politieke structuren.

Het ideaal om door de implementatie van één geïntegreerde regelset nationale politieke belangen uit te sluiten, bleek onhaalbaar. De onafhankelijkheid van de Europese Centrale Bank bijvoorbeeld is gebaseerd op de vooronderstelling dat iets als optimaal monetair beleid zou kunnen bestaan. Dat er buitengewoon slecht beleid is, valt niet te betwisten. Maar hoe 'goed' beleid ook is, er kan maar een de winnaar zijn. Een rente die voordelig is voor een spaarder, kan rampzalig uitpakken voor een belegger. Het streven naar deugend en gelijkwaardig economisch beleid verdient steun, maar het zal ook verdelingspolitieke consequenties hebben. Dit geldt ook in het Europese financieel marktenbeleid, met de recente crisis als extreem voorbeeld hiervan. De overheveling van nationaal beleid naar 'Europese' experts en bureaucraten heeft nog andere gevolgen gehad die de institutionele hervorming uit de late jaren negentig in een nogal twijfelachtig licht zetten.

De herverdeling van politieke macht en competenties omvat bijna alle beleidsdomeinen die in de crisis centraal hebben gestaan: boekhoudingregels, kredietbeoordeling en derivaten. Een belangrijke uitzondering was het directe toezicht op banken, dit bleef in nationale handen en werd vaak uitgevoerd door centrale banken, zoals De Nederlandsche Bank. Dat is volkomen begrijpelijk aangezien reddingsoperaties voor banken bekostigd worden uit de staatskas en dus feitelijk door belastingbetalers die nu eenmaal door nationale grenzen zijn gescheiden. Tegelijkertijd versluiert nationaal georganiseerd toezicht de minimale autonomie van nationale autoriteiten voor het voeren van zelfstandig en dus niet Europees gereguleerd beleid. Deze beperking van nationale autonomie was echter een bewuste keuze; het leek een logische consequentie van een steeds verder globaliserende financiële markt die door steeds weer andere regels niet echt tot bloei zou kunnen komen volgens de gangbare argumentatie. De huidige crisis toont aan dat de *nationale* kosten die aan deze globalisering kleven torenhoog zijn. Tot nu toe lijken zowel de lidstaten als Europa zich geen raad met de crisis te weten. Aanbevelingen van experts hebben amper weerklank in beleidshervormingen die tot nu toe zijn doorgevoerd.¹⁶

Concentratie en internationalisering van de Europese financiële industrie

De huidige structuur van de financiële sector is problematisch om drie redenen: de markt is geconcentreerd, geïnternationaliseerd en de meeste vooraanstaande banken verenigen klassieke kredietverstrekking met kapitaalmarktactiviteiten. Alledrie kenmerken hebben bijgedragen aan de crisis. Veel banken zijn zo groot dat maar weinig overheden zich een faillissement kunnen permitteren. Deze 'nationale verzekering' geeft banken prikkels om risicovolle transacties aan te gaan. Tegelijkertijd zijn banken dusdanig geïnternationaliseerd dat diezelfde nationale overheden feitelijk niet alleen garant staan voor banken die hun eigen burgers dienen, maar ook in het buitenland producten aanbieden. Moet de overheid ook spaarders en beleggers in het buitenland dekking bieden? En zo nee, hoe verantwoord is het dan om grote buitenlandse banken op de binnenlandse markt zaken te laten doen? Ten slotte leidt de vermenging van klassieke kredietzaken en beleggingsbankieren ertoe dat risico's uit kapitaalmarkten via een bankfaillissement direct kleine spaarders kunnen treffen. Hierdoor voelen overheden zich gedwongen in te grijpen, een reactie die het zelfvertrouwen van banken voor snelle speculatie ironisch genoeg extra stimuleert. In wezen fungeren spaarders als een menselijk schild.

Europese integratie heeft zowel de internationalisering van de financiële sector met hoge marktconcentratie bevorderd als het universeel bankieren. Internationalisering op het vlak van kapitaalmarktactiviteiten blijkt vooral uit de vele overnames die gedurende de jaren negentig door Europese banken in de City zijn gedaan (zie tabel 2.1). ABN Amro expandeerde bijvoorbeeld niet alleen in Groot-Brittannië, maar ook in Latijns-Amerika en de VS.¹⁷ De bank veroverde in 2006 de 15^e plaats op de ranglijst van grootste banken wereldwijd van het vaktijdschrift *The Banker*. Twee jaar later werd de oude kern van het bedrijf gekocht door de Nederlandse overheid om een financiële catastrofe te voorkomen.

Het verhaal van ABN Amro staat niet op zich. Tal van banken zijn aan excessieve ambities bezweken. Bijna geen enkele grote Europese bank kon het jaar 2008 overleven zonder staats hulp in de vorm van een tijdelijke lening of door een rechtstreekse overname. De eenwording van Europese en transatlantische marktgrenzen maakte internationale expansie mogelijk, gepaard met een ongekende competitie. Gevierde kampioenen uit de nationale eredivisies ontdekten hun beperkingen in de Europese Champions League van het zakenbankieren. Tegen de grote namen van Wall Street – Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, JP Morgan – was geen Europese speler opgewassen. Het succes van Deutsche Bank en de Zwitserse UBS en Credit Suisse was van korte duur; ook zij werden door miljardenverliezen gedwongen om

Tabel 2.1 Europese expansie door overnames in de City in de jaren 90

Naam	Thuisland	Grensoverschrijdende expansie	Andere indicaties van internationalisering
ABN Amro	Nederland	Aankoop van Britse zakenbank Hoare Govett in 1992, Alfred Berg A/B in Scandinavië in 1995. Joint venture met Rothschild merchant banks in 1996	60 procent van zakenactiviteiten in het buitenland in 2000
Deutsche Bank	Duitsland	Aankoop van Britse Morgan Grenfell in 1989 en van de Amerikaanse beleggingsbanken Bankers Trust and Alex. Brown in 1999	Beslissing in 1994 om alle beleggingsbankactiviteiten in Londen te bundelen
Commerzbank	Duitsland		Handel in niet-DM valuata in 1994 naar Londen verhuisd
Dresdner Bank	Duitsland	Aankoop van Britse Kleinwort Benson in 1995	
Barclays	Groot-Brittannië	Had al in de jaren 80 de zakenbank De Zoete and Wedd Durlacher gekocht	
UBS	Zwitserland	Kocht in 1998 de Swiss Banking Corporation, die in 1995 werd overgenomen door de laatste grote onafhankelijke Britse zakenbank S.G. Warburg.	
Credit Suisse	Zwitserland	Controle over Amerikaanse zakenbank First Boston sinds 1988	
BNP	Frankrijk	Koopt in 1999 het Franse Paribas – sterk in internationaal zakenbankieren	
Paribas	Frankrijk	Neemt in 1995 de Europese custody-zaken van JP Morgan over	Versterkt in 1997 massaal de staf voor beleggingsbankieren in de VS
Société Générale	Frankrijk	Aankopen: de Londense beleggingsbank Strauss Turnbull (1993), Crosby Securities in Hong Kong (1996), bank-gedeelte van de Londense <i>merchant bank</i> Hambros (1997), twee kleine beleggingsbanken op Wall Street (1997 en 1998)	

Bron: Mügge, 2010

hun mondiale ambities te beperken. De illusie dat ABN Amro in deze wereld een belangrijke speler zou kunnen worden is dan ook raadselachtig.¹⁸

Meespelen in deze competitie betekende voor de Europese banken dat alle mogelijke bronnen van winst moesten worden uitgeput. Competitie – het gevolg van een politieke campagne voor Europese marktintegratie – werd daarmee de motor achter een zoektocht naar rendement die deze banken verleidde tot overmoed. Zij begonnen te beleggen in de Amerikaanse *subprime* hypotheeken. Deze hypotheeken werden verpakt in veilig gewaande kredietderivaten en verkocht aan beleggers of uit het blikveld van toezichthouders gearpeneerd. En waren er geen hypotheeken of andere lenigen meer beschikbaar om te verpakken, dan konden banken *zelf* synthetische kredietderivaten creëren die, tenminste op het eerste gezicht, nogal op herverpakte hypotheeken leken.¹⁹ Als ware alchemisten leken banken een formule gevonden te hebben die waardeeloos materiaal veranderde in goud.

Hervormingen binnen Europa en de crisis

Europese kapitaalmarktintegratie heeft aan de crisis bijgedragen door overmoedig gedrag van de grote Europese banken aan te moedigen. De link was dus indirect. Het punt is niet dat geïntegreerde markten per se vatbaarder zijn voor crises, maar dat de specifieke invulling van die integratie – in dit geval als vehikel voor een brede liberalisering en invoering van meer competitie – het gedrag van banken cruciaal heeft beïnvloed. Nu, na de crisis, concentreren veel hervormingsdiscussies zich op manieren om banken, en daarmee de samenleving, voor hun eigen winsthonger te beschermen. De mogelijkheden voor profijt die banken zien, zullen ze ongetwijfeld blijven benutten, zo gaat het argument, en tenzij dit beperkt wordt, ligt de volgende crisis al in het verschiet. Precies deze beperkingen, die menig politicus nu graag weer wil invoeren, zijn destijds in het kader en in de naam van Europese integratie geschrapt. Dit heeft het Europese bankwezen én de Europese economie enorm geschaad. Ondanks zijn centrale rol is de verandering van het businessmodel van de grote banken daarbij maar een factor geweest. Deze verandering kon alleen tot zulke negatieve gevolgen leiden door ingebed te zijn in een web van financiële regels die als reguleringsliberalisme aangeduid kunnen worden.²⁰

Reguleringsliberalisme is een perspectief op het beleid ten aanzien van financiële markten dat gestoeld is op drie assumpties: (1) markten kunnen voor een optimale verdeling van producten zorgen en maximaliseren zodoende welvaart, (2) met de nodige steun, bijvoorbeeld door gepaste regulering, neigen markten naar evenwicht, (3) publieke en particuliere belangen harmoni-

seren. In tegenstelling tot binnen het marktfundamentalisme heeft binnen het reguleringsliberalisme de overheid een sterke functie: zij is verantwoordelijk voor een gezonde markt. Overheden kunnen bijvoorbeeld financiële instellingen dwingen tot meer transparantie naar belanghebbenden, zodat deze zich optimaal kunnen informeren alvorens zaken te doen met deze instelling. Tegelijkertijd bevordert regulering marktwerking.

De befaamde econoom John Maynard Keynes stelt dat reguleringsliberalisme problematisch is omdat het reflexiviteit van financiële markten negeert.²¹ Succes op de financiële markt is niet zozeer afhankelijk van inzicht in de reële economie, maar staat of valt met goede inschattingen over het sentiment van andere marktpartijen. Keynes heeft dit wel eens vergeleken met een miss-verkiezing (*beauty contest*). Aangezien er geen objectieve maatstaf van schoonheid is, kun je de uitslag van een miss-verkiezing niet zozeer voorspellen door naar de missen in spe te kijken, maar door in te schatten wat de andere juryleden van de missen vinden. Inschattingen moeten dus worden gezien als collectief proces: als anderen de beurs positief inschatten dan loont het om te investeren. Voor sommige producten of bedrijven is dit geen groot probleem. Wanneer een autofabrikant geen kloppend bedrijfsmodel heeft en hierdoor geen auto's verkoopt zal hij geen hoge beurswaardering krijgen. Ondanks door sentiment gedreven fluctuaties blijft er een vorm van *reality-check*. Bij derivaten en waardepapieren die geen directe link met een bedrijf hebben ligt dit ingewikkelder, want het sentiment kan zelf een drijvende kracht achter rendementen worden. Of een nieuw automodel gewild is bij consumenten staat los van de aandelenkoers van de fabrikant. Dit is anders bij beleggingsproducten die op hypotheek gebaseerd zijn. Het risico dat hieraan vastzit ligt vooral in de kans dat mensen hun hypotheek niet kunnen terugbetalen, en dat risico stijgt als huizenprijzen stagneren of vallen – oversluiten van een hypotheek is dan niet meer mogelijk. Floereert de huizenmarkt dan is het risico laag, het rendement hoog, en dit maakt investeringen voor beleggers aantrekkelijk. Zij vergroten zo de beschikbaarheid van krediet, bijvoorbeeld door goedkopere hypotheek of soepelere kredietvoorwaarden; hierdoor stijgt de vraag naar huizen en gaan de prijzen omhoog. Dit mechanisme werkt echter even zelfversterkend in een neerwaartse spiraal. Sentiment is dus oorzaak én gevolg van marktontwikkelingen. En juist dit principe wordt in de visie van het reguleringsliberalisme onderschat.

Toch is het reguleringsliberalisme de afgelopen tien jaar veelal toegepast in Europa. Kredietbeoordelaars hebben de crisis gekanaliseerd door een te positieve inschatting van kredietderivaten. De gevolgen hiervan waren zo ernstig omdat banken uitvalrisico's lieten berekenen op basis van deze inschattingen. Volgens het reguleringsliberalisme zou het belang van kredietbeoordelaars

om kredietderivaten zo nauwkeurig mogelijk in te schatten de eigen reputatie zijn. Óf is overschatting te wijten aan het feit dat kredietbeoordelaars werden betaald door de banken die tevens deze derivaten uitgaven? En waarom trokken Europese beleidsmakers de competenties van kredietbeoordelaars nooit serieus in twijfel? Waarom reageerden zij niet op aanbevelingen voor strakke Europese regulering van het takenpakket van deze instituten?²² Het antwoord op deze vragen is dat de kloof tussen Europese beleidsmakers en nationale parlementen en regeringen simpelweg te groot was geworden.

Daarnaast hebben de ingrijpende wijzigingen in Europese boekhoudregels katalyserend gewerkt voor de crisis. Waarom? Banken maken winst uit operationele zaken: het verschil tussen de inkomsten uit dienstverleningen en uitgaven. Bij banken die veel leningen hebben uitstaan in de vorm van obligaties die gekocht zijn met kredietderivaten kunnen kleine schommelingen in de waarde daarvan tot winsten of verliezen leiden die ver boven het profijt van operationele zaken liggen. De vraag is hoe strikt banken de waarde van leningen en andere bezittingen in de boekhouding moeten bijhouden. Hoe banken het eigen kapitaal berekenen is dus bepalend voor wat uiteindelijk als winst of als verlies in de boekhouding verschijnt. En juist dit kan de doodsteek betekenen.

Midden jaren negentig had iedere lidstaat zijn eigen boekhoudregels. De ongebreidelde groei van Amerikaanse kapitaalmarkten in die tijd werkte magnetisch op grote Europese bedrijven, die maar al te graag een notering aan een Amerikaanse beurs wilden. Om dit te bewerkstelligen moesten bedrijven de boekhouding bijhouden volgens het Amerikaanse systeem. Zo steeg de druk op Europa om het Amerikaanse stelsel over te nemen.²³ Terwijl Europese beleidsmakers weinig zagen in het Amerikaanse voortrekkerschap leek een eigen Europese variant onhaalbaar. De keuze viel uiteindelijk op ondersteuning van het reeds bestaande *International Accounting Standards Committee* (IASC). Het IASC is, tegenwoordig onder de noemer *International Accounting Standards Board* (IASB), een privé-organisatie van boekhoudkundige experts die sinds de jaren zeventig min of meer autonoom gewerkt heeft aan een set internationale regels. Tot midden jaren negentig was internationale steun aan dit comité beperkt. De schaal waarop de door IASC ontwikkelde *International Accounting Standards* (IAS) werden toegepast was dan ook beperkt. Voor de Europese Commissie was het verlenen van steun aan IAS een strategie om enige invloed te houden en zich niet geheel te conformeren aan de VS. In 2002 besloot de Europese Commissie dat bedrijven met een beursnotering in Europa met ingang van 2005 de IAS dienden te volgen.

Met deze beslissing gaf de EU feitelijk beleidscompetentie uit handen aan een particuliere, onafhankelijke instelling. Dit riep direct vragen op over de

legitimiteit van de experts achter deze regels, gezien het gebrek aan democratische controle.²⁴ Voor de crisis was echter niet zozeer dit gebrek aan controle cruciaal, maar het ideeënstelsel dat het IASB aanhangt. Dit paradigma, meestal aangeduid als *fair value accounting* (FVA), stelt dat bedrijven de actuele marktwaarde van bezittingen in de boekhouding moeten opnemen.²⁵ In veel lidstaten was het tot dan toe gangbaar om de oorspronkelijke acquisitieprijzen van eigendom, zoals machines en kantoorgebouwen te vermelden: de zogenaamde historische kostenmethode. Marktschommelingen vergrootten verschillen tussen de daadwerkelijke marktwaarde en de boekwaarde van bedrijfsbezittingen. De IASB hoopte door middel van FVA altijd een actueel beeld te kunnen laten schetsen van de marktwaarde van bedrijfsbezit en hiermee het bedrijf in zijn totaliteit.

De toepassing van FVA op waardepapieren van banken vormt echter een praktisch probleem. Wanneer de marktwaarde van (tijdelijke) beleggingen stijgt, levert dit in de boekhouding winst op die kan worden uitgekeerd in de vorm van dividend of bonussen. Maar dalen bezittingen in waarde, dan boeken banken op papier verlies en zijn in het ergste geval insolvent, en dus failliet. Om dit te voorkomen moeten banken beleggingen verkopen op het minst gunstige moment: namelijk als de waarde ervan snel daalt. Hoe sterker de prijsdaling, hoe groter de druk om nog meer met verlies te verkopen. Deze vicieuze cirkel kan enkel door kapitaal- en liquiditeitsinjecties door overheden en centrale banken gestopt worden. Kritiek op boekhoudregels die deze dynamiek bevorderden is daarbij alles behalve nieuw.²⁶ Maar door het nieuwe Europese beleidstelsel, met een onafhankelijk, particulier comité achter het stuur, werd deze kritiek niet in beleid vertaald.

Conclusie

De hervorming van Europese financiële markten en beeldvorming hebben geleid tot vier ontwikkelingen die de Amerikaanse crisis naar Europa hebben gebracht: 1) rendementsdruk volgend uit internationalisering en concentratie in de financiële sector, 2) de pan-Europese vermenging van zakenbanken en reguliere banken, 3) fragmentatie van beleid tussen verschillende autoriteiten, 4) de overheveling van beleid naar technocratische comités en organisaties die handelen volgens het reguleringsliberalisme. Rest de vraag wat er moet veranderen om een soortgelijke crisis in de toekomst te voorkomen.

De financiële sector lijkt zich nu te stabiliseren zonder dat er structurele hervormingen zijn gedaan. Ondanks de overname van bijvoorbeeld ABN Amro door de overheid en massale steun aan grote banken in het Westen lijkt

er weinig animo om bedrijfsmodellen fundamenteel te veranderen. Sterker nog, de inzet van overheden was om financiële instellingen intact te houden; nationalisering of opsplitsing werd als het allerlaatste middel gezien. Noch de internationalisering van de sector, noch de grote schaal van banken werd serieus ter discussie gesteld. En op zichzelf is met internationale banken ook weinig mis. De daaruit resulterende rendementsdruk, en de verleiding grote risico's aan te gaan om dit te behalen, blijven echter zorgwekkend. Dit probleem weegt vooral zwaar als banken zo groot zijn dat overheden zich niet kunnen veroorloven hen daadwerkelijk failliet te laten gaan als het een keer misgaat. Ten slotte wordt, nota bene in tegenstelling tot de VS, noch op Europees, noch op nationaal niveau overwogen om het zaken- en regulier bankieren te scheiden. Een dergelijke maatregel zou een duidelijke scheidslijn trekken tussen spaarders en beleggers, zoals die in de VS lang heeft bestaan als gevolg van de Glass-Steagall Act, een wet uit de jaren dertig die pas in 1999 is afgeschaft. De eerste groep wil zijn geld veilig opbergen, terwijl de tweede groep juist bewust grotere risico's aangaat in de wetenschap dat zij de inleg kunnen verliezen. In het huidige systeem is deze scheidslijn afwezig waardoor de staatskas de klappen opvangt.

Op het gebied van regelgeving en toezicht zijn momenteel geen stappen ondernomen om de huidige beleidsfragmentatie serieus het hoofd te bieden. Natuurlijk zijn er goede argumenten om toezicht nationaal te houden. Nationale overheden – en niet Europese fondsen – moeten (dreigende) faillissementen van banken voorkomen omdat deze anders de nationale economieën treffen. Tegelijkertijd functioneert een Europese interne markt slecht met uiteenlopende nationale regulering, vooral omdat dit overheden verleidt om door steeds laxere regels met elkaar de competitie voor financiële activiteiten en dus belastinginkomsten aan te gaan. Zó'n 'reguleringswedloop' kan worden vermeden door Europese afspraken, vooral als banken vrij zijn om zich binnen Europese grenzen overal te vestigen. Verschillende adviescommissies van experts hebben voorstellen gedaan, zoals bijvoorbeeld voor een Europese raad voor systeemrisico's in de financiële sector. Het zou echter niet voor het eerst zijn dat een goed initiatief dat fundamentele hervormingen en harde beslissingen zou eisen, ergens in de Europese besluitvormingsprocedure verzandt of alleen maar in een heel uitgekledede versie wordt omgezet. Ten slotte zijn er, ten minste op specifieke vlakken zoals wisselkoersbeleid en kapitaalstromen, ook goede argumenten voor mondiale instellingen. Gezien de focus op de situatie in Europa heeft dit hoofdstuk hier weinig aandacht aan geschonken.²⁷ Tegelijk kent mondiale samenwerking, meer nog dan Europese, haar beperkingen, en zal daardoor maar op weinige terreinen de slagkracht kunnen ontwikkelen die effectief beleid nodig heeft.

De verschillende domeinen van de financiële sector worden gereguleerd op diverse niveaus: nationaal, supranationaal of internationaal. Gekoppeld hieraan verschilt ook de status van actoren die aan het roer staan; nationale of Europese beleidsmakers, particuliere bedrijven of politieke instituties. Omdat deze actoren andere belangen hebben, is het onvermijdelijk dat beleid wordt gemaakt vanuit soms tegenstrijdige visies en doelstellingen. De moeilijkheid van de versplintering van beleid is het gebrek aan controle: er is niet één autoriteit die alles overziet. Er zijn voorstellen gedaan en met de recente oprichting van de *Financial Stability Board* in 2009 (als opvolger van het *Financial Stability Forum*) is een eerste stap gezet, maar tot nu toe is niet duidelijk of dit meer zal zijn dan relatief vrijblijvende coöperatie, waar alleen maar makkelijke beslissingen worden genomen, en of overheden bereid en in staat zijn om daadwerkelijk competenties aan internationale instellingen over te dragen. Kortom, er blijft een mismatch tussen de noodzaak van een overkoepelende visie op het beleid ten aanzien van financiële markten, en een politieke realiteit, waarin behalve financiële stabiliteit altijd ook andere overwegingen (met name concurrentievoor- of nadelen) een belangrijke rol spelen. Aangezien financieel marktenbeleid vaak in het teken staat van de belangen van banken, lijkt het niet erg waarschijnlijk dat wij snel een beleidsstructuur zullen gaan zien die ons hoop kan geven, dat we in de toekomst zulke crises zullen kunnen voorkomen.

Noten

- 1 Voor uitgebreide analyses van de crisis zie bijvoorbeeld: Kragt, 2008 of Morris, 2009.
- 2 Smit, 2008.
- 3 Zie over deze derivaten ook het hoofdstuk van Jeuken en Coppes in deze bundel.
- 4 Dinan 1999.
- 5 Hall & Soskice, 2001.
- 6 Zysman, 1983.
- 7 Zie ook het hoofdstuk van Horn en Vliegenthart in deze bundel.
- 8 Augar, 2000.
- 9 Schmidt, 1996.
- 10 Touwen, 2006.
- 11 Bij deze bijzondere taak van de beurs past ook dat Nederland in tegenstelling tot de buurlanden een belangrijk deel van de pensioenopbouw al had uitbesteed aan pensioenfondsen terwijl pensioenstelsels elders lang compleet in handen van de overheid waren, en dat vaak nu nog zijn. Zie ook het hoofdstuk van Fernandez in deze bundel.
- 12 Wood, 2005; Tarullo, 2008. Zie ook het hoofdstuk van Blom over de Bazel Akkoorden in deze bundel.

- 13 Augar, 2000.
- 14 European Commission, 1999.
- 15 Beter bekend als CESR, de afkorting voor *Committee of European Securities Regulators*.
- 16 Financial Services Authority, 2009; European Commission, 2009.
- 17 De Vries, Vroom, et al., 1999; Smit, 2008.
- 18 Augar, 2005.
- 19 Zie ook het hoofdstuk van Jeuken en Coppes over kredietderivaten in deze bundel. Verder is meer over deze 'synthetische' CDOs te vinden bij Partnoy & Skeel, 2006.
- 20 Gamble, 2009. Gambles originele term is '*regulatory liberalism*'.
- 21 Best, 2003; Soros, 2008.
- 22 Partnoy, 1999; Partnoy & Skeel, 2006.
- 23 Dewing & Russell, 2004.
- 24 Mattli & Büthe, 2005; Perry & Nölke, 2005.
- 25 Barlev & Haddad, 2003.
- 26 European Central Bank, 2004; Financial Times, 2004.
- 27 Zie bijvoorbeeld het hoofdstuk van Schilperoort over het IMF in deze bundel.

Bibliografie

- Augar, P. (2000) *The Death of Gentlemanly Capitalism*, Penguin Books
- Augar, P. (2005) *The Greed Merchants. How the Investment Banks played the Free Market Game*, Portfolio
- Barlev, B. & J. R. Haddad (2003) 'Fair Value Accounting and the Management of the Firm', *Critical Perspectives on Accounting*, vol 14, p. 383-415
- Best, J. (2003) 'From the Top-Down: The New Financial Architecture and the Re-embedding of Global Finance', *New Political Economy*, vol 8(3), p. 363-384
- Dewing, I. & P. Russell (2004) 'Accounting, Auditing and Corporate Governance of European Listed Countries: EU Policy Developments Before and After Enron', *Journal of Common Market Studies*, vol 42(2), p. 289-319
- Dinan, D. (1999) *Ever Closer Union*, MacMillian
- European Central Bank (2004) *Credit Risk Transfer by EU banks: Activities, risks and risk management*, ECB
- European Commission (1999) *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, EC
- European Commission (2009) *High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report [De Larosière Report]*
- Financial Services Authority (2009) *The Turner Review. A regulatory response to the banking crisis*, FSA

- Financial Times* (2004) 'Take it or leave it', 21 maart 2004, p. 17
- Gamble, A. (2009) *The Spectre at the Feast. Capitalist Crisis and the Politics of Recession*, Palgrave MacMillian
- Hall, P. & D. Soskice (eds.) (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press
- Kragt, J. (2008) *De Kredietcrisis. De implosie van de financiële markt van binnenuit bekeken*, Eburon
- Mattli, W. & T. Büthe (2005) 'Accountability in Accounting? The Politics of Private Rule-Making in the Public Interest', *Governance*, vol 18(3), p. 399-429
- Morris, C. (2009) *De meltdown van 2 biljoen dollar*, Business Contact
- Mügge, D. (2010) *Widen the market, narrow the competition: banker interests and the making of a European capital market*, ECPR Press
- Partnoy, F. (1999) 'The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Ratings Agencies', *Washington University Law Quarterly*, vol 77(3), p 619-712
- Partnoy, F. & D. Skeel (2006) 'The Promise and Perils of Credit Derivatives' *University of Cincinnati Law Review*, vol 75, p. 1019-1051
- Perry, J. & A. Nölke (2005), 'International Accounting Standard Setting: A Network Approach', *Business and Politics*, vol 7(3), p. 1-32
- Schmidt, V. (1996) *From State to Market? The Transformation of French Business and Government*, Cambridge University Press
- Smit, J. (2008) *De prooi. Blinde trots breekt ABN AMRO*, Prometheus
- Soros, G. (2008) *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What it Means*, Public Affairs
- Tarullo, D. (2008) *Banking on Basel. The Future of International Financial Regulation*, Peterson Institute for International Economics
- Touwen, J. (2006) 'Varieties of capitalism en de Nederlandse economie in de periode 1950-2000', *Tijdschrift voor sociale en economische geschiedenis*, vol 3(1), p. 73-104
- Vries, de J., Vroom, W. et al. (eds.) (1999) *Wereldwijd bankieren. ABN Amro 1824-1999*, ABN Amro Bank
- Wood, D. (2005) *Governing Global Banking. The Basel Committee and the Politics of Financial Globalisation*, Ashgate
- Zysman, J. (1983) *Governments, markets, and growth*, Cornell University Press

3 Corporate governance in Nederland – hoe bedrijven handelswaar werden

Laura Horn en Arjan Vliegenthart

Begin 2008 verscheen het artikel *Rhineland Exit?* waarin werd gepleit om ook in landen waar het Rijnlandse model dominant is, de aandeelhouder meer macht te geven.¹ De auteurs gaven hiervoor drie redenen. Meerdere belanghebbenden (zogenaamde *stakeholders*) leiden tot een onduidelijke verdeling van de eigendomsrechten. Daarnaast zou het ten koste van de werkgelegenheid gaan als werknemers een deel van de meerwaarde van een onderneming zouden kunnen claimen. En ten derde zouden aandeelhouders als ultieme eigenaren van de onderneming de beste risicospreiding waarborgen. Zo ver eigenlijk weinig nieuws. Wetenschappelijke artikelen die de loftrumpet steken op het aandeelhouderskapitalisme verschijnen al een aantal jaren, zoals het in de jaren zeventig bon ton leek te zijn om de rechten van werknemers te benadrukken. Het opmerkelijke aan het artikel waren de auteurs, Lans Bovenberg en Coen Teulings. De laatste is directeur van het Centraal Planbureau, de instelling in Nederland die regeringsplannen en partijpolitieke verkiezingsprogramma's doorrekent op hun macro-economische gevolgen en als het ware aan deze voorstellen een goedkeuringsstempel geeft. Lans Bovenberg is een van Nederlands bekendste economen en wordt vaak gezien als een van de belangrijkste economisch adviseurs van het CDA. Zij vertolkten daarmee de *opinio communis* dat de Nederlandse economie bijzonder wel zou varen bij een stevige extra scheut Angelsaksisch marktdenken. Het zogenaamde Rijnlandse model, dat volgens de econoom Michel Albert op de langere termijn superieur zou zijn,² werd weggezet als inflexibel en star.

Hoe snel zijn de tijden niet veranderd? Twee jaar na het verschijnen van *Rhineland Exit?* zal geen enkele beleidsmaker het meer wagen om de zegeningen van het aandeelhouderskapitalisme nog zo openlijk te bezingen. Slechts een enkeling pleit er nog voor om de financiële sector te stimuleren, niet kleinzielig te doen over hedgefondsen en *private equity* firma's en op de koop toe te nemen dat de sociale polarisatie toeneemt.³ Hoewel er nog getwist wordt over de exacte oorzaken van de kredietcrisis en de daaropvolgende wereldwijde recessie, lijkt er brede consensus te zijn over het feit dat een focus op kortetermijnbelangen een van de factoren is die bijgedragen

heeft aan het onverantwoorde risico dat bankiers in de Verenigde Staten en Europa namen in hun beleggingsportefeuille. Premier Balkenende pleitte dan ook onlangs voor het Rijndeltamodel, waarin ook structurele elementen van het Rijnlandse model een plaats moeten blijven houden.⁴

Deze radicale wending in het denken over de economische ordening in Nederland roept veel vragen op. Hoe kon het zo ver komen dat de inherente zwakheden van het Angelsaksische model – die mede ten grondslag lagen aan de crisis – zo onderbelicht bleven? Waarom werd het belang van de aandeelhouder zo centraal gesteld, niet alleen in het maatschappelijke discours, maar ook in de beleidspraktijk? Het zijn deze en gerelateerde vragen die centraal zullen staan in dit hoofdstuk. Doel ervan is om in kaart te brengen hoe het aandeelhouderskapitalisme hegemoniaal werd in Nederland en hoe de discussie over corporate governance steeds verder in de richting ging van het versterken van de belangen van aandeelhouders ten opzichte van andere belanghebbenden zoals werknemers, consumenten en overheden. Welke belangen- en machtsconstellaties hebben daartoe bijgedragen en hoe is hun opkomst te verklaren?

Corporate governance, het stelsel van bestuur, toezicht en controle over beursgenoteerde vennootschappen, maakt deel uit van het institutionele raamwerk van een markteconomie. In een eerder hoofdstuk heeft Mügge aangegeven dat er binnen het kapitalisme verschillende economische en financiële marktmodellen bestaan.⁵ Omdat de focus van dit hoofdstuk op corporate governance ligt, zullen we hier niet uitgebreid ingaan op de verhouding tussen corporate governance aan de ene kant en andere institutionele elementen zoals educatie op de werkvloer, de loonstructuur of productieregimes aan de andere kant. Toch is het van belang om te onderkennen dat hoewel de controle over de onderneming een van de belangrijkste vraagstukken in een kapitalistische samenleving is, dit vraagstuk niet los gezien kan worden van andere socio-economische vraagstukken.

Was het twintig jaar geleden nog ondenkbaar dat ondernemingen zuiver georganiseerd waren ten faveure van aandeelhouders, vandaag de dag is dit steeds meer realiteit geworden. Aandeelkoersen bepalen het succes van de onderneming, en de markt speelt vaak een doorslaggevende rol in de strategische beslissingen die ondernemingen nemen. De invloed van werknemers is significant afgenomen en managers worden door kritische aandeelhoudersvergaderingen en kwartaalcijfers gedirigeerd. Daarnaast zijn exorbitante optieregelingen meer regel dan uitzondering geworden. De wet- en regelgeving richt zich steeds meer op de relatie tussen aandeelhouders en managers. Dit hoofdstuk benadrukt dan ook de *politieke* natuur van de regulering van ondernemingsbestuur, in het bijzonder de rol van de overheid en wetgeving in

het proces van *vermarkting*, en hoe dit politieke proces vorm heeft gekregen. Door het vermarkten van ondernemingen heeft dit politieke proces de expansie van financiële markten in de hand gewerkt, waarmee tegelijkertijd ondernemingen kwetsbaarder werden voor de volatiliteit van financiële markten. Conform het kader van deze bundel concentreert dit hoofdstuk zich dan ook op de ontwikkelingen die deel uitmaken van het proces van financialisering, waarbij de structurele macht van financiële actoren zoals institutionele investeerders en aandeelhouders sinds de jaren tachtig steeds verder zijn toegenomen. Daarnaast geeft het hoofdstuk een korte beschouwing op de beleidsmatige consequenties van de crisis op het gebied van corporate governance regulering. Dit laatste kan natuurlijk niet allesomvattend zijn gezien het feit dat de uitwerking van de crisis en reacties van het regeringsbeleid hierop nog steeds een *moving target* is.

De Nederlandse ontwikkelingen staan geenszins op zichzelf, maar zijn een weerspiegeling van wat breder in de Europese Unie (EU) speelt. Ook op dit niveau kunnen we een gelijksoortige ontwikkeling ontwaren, die de Nederlandse koers beïnvloed heeft. Daarbij geldt natuurlijk wel dat Nederland zijn eigen historische ontwikkeling kent, die hieraan een specifieke wending geeft. Zowel de Europese als de Nederlandse ontwikkelingen zijn echter onlosmakelijk verbonden met de opkomst van het neoliberale gedachtegoed aan het eind van de jaren zeventig, begin jaren tachtig. Vandaar dat wij in dit hoofdstuk de opkomst van het aandeelhouderskapitalisme willen relateren aan de opkomst van het neoliberalisme. We zullen daarbij zowel de Europese als Nederlandse ontwikkelingen bespreken.

Dit hoofdstuk geeft allereerst een kort overzicht van verschillende corporate governance modellen en de positie van Nederland daarin. In de tweede paragraaf gaan wij dieper in op de veranderingen van bedrijfscontrole en -toezicht, zowel wat betreft de regulering als in de praktijk sinds de jaren negentig. Daarbij zullen we onder meer stilstaan bij de boekhoudschandalen van het begin van de 21^e eeuw, de commissies Tabaksblat en Frijns, en de invloed van Europese wet- en regelgeving. In de derde paragraaf wordt de huidige situatie besproken: de gevolgen van en reacties op de financiële en economische crisis. Het hoofdstuk sluit af met enkele reflecties op de crisis en de veranderende rol van de staat voor het functioneren en bestaan van een markt voor ondernemingen. Het wordt duidelijk dat de verschuivende verhoudingen in corporate governance niet alleen hun invloed hebben gehad op de financialisering van ondernemingen, maar ook van groot belang zijn voor de werknemers als collectieve actor.

Van Poldermodel naar Shareholder Value? Corporate governance in Nederland

De private onderneming werd in de 19^e en 20^e eeuw een van de centrale instituties van het moderne kapitalisme. Deze ontwikkeling kon echter alleen plaatsvinden omdat de wetgever de institutionele en juridische context creëerde waarin eigendomsrechten van aandeelhouders beschermd werden. Deze regelgeving was er niet alleen op gericht om de verstrekkers van kapitaal te beschermen tegen andere belanghebbenden in de onderneming, zoals werknemers en bestuurders, maar ook om hun rechten te beschermen tegen de staat. Hoewel de tegenstrijdige belangen van bestuurders en beleggers in een onderneming met verspreid aandelenbezit al duidelijk werden toen de eerste VOC-schepen hun dienst opnamen,⁶ werd de discussie over belangenconflicten tussen bestuurders en aandeelhouders aan het begin van de 20^e eeuw een centraal knelpunt in het moderne kapitalisme. Uitgaand van het beroemde werk van Berle en Means in 1932 wordt corporate governance dan ook algemeen beschouwd als het mechanisme om de verhoudingen tussen de mogelijk tegenstrijdige belangen van bestuurders, aandeelhouders, en andere belanghebbenden (zoals werknemers en klanten) te structureren.⁷

Ruwweg worden er twee verschillende corporate governance stelsels onderscheiden, het *stakeholder* (oftewel *insider*) model en het *shareholder* model.⁸ Terwijl in het eerste model de onderneming als een organisatie beschouwd wordt waarin verschillende belanghebbenden (*stakeholders*) betrokken zijn, staan in het *shareholder* model de belangen van de aandeelhouder centraal. De onderneming is hier alleen een samenspel tussen aandeelhouders en bestuurders; alle andere relaties zoals met werknemers, klanten, leveranciers en crediteuren zijn contractueel geregeld en dus niet van belang voor het besturen van de onderneming. De doelstelling van de onderneming is winstmaximalisatie voor aandeelhouders, en corporate governance gaat met name over de verschillende interne en externe controlemechanismen om deze doelstelling te waarborgen. In de woorden van de economen Shleifer en Vishny: '*how investors get managers to give them back their money.*'⁹ Naarmate het aandelenbezit meer gespreid is wordt het voor aandeelhouders moeilijker en duurder om *intern* toezicht op het bestuur uit te oefenen. De competitie tussen ondernemingen, met name de overnamemarkt, speelt dus een belangrijke rol als *extern* controlemechanisme. Hierbij wordt een disciplinerende werking van de kapitaalmarkt verondersteld, waar beleggers hun aandelen kunnen verkopen als zij niet tevreden zijn met het rendement. Beleggers stemmen als het ware met hun voeten, in plaats van op de aandeelhoudersvergadering. Voor dit model is het essentieel dat er liquide kapitaalmarkten zijn, inclusief een overname-

markt, waar delen van bedrijven (aandelenpakketten) dan wel hele bedrijven verhandeld kunnen worden. Waar het dus in het aandeelhouderskapitalisme om gaat is de *vermarkting* van de onderneming zelf. De onderneming, de eenheid die goederen voor ons produceert, is daarmee zelf tot waar geworden.

Het Nederlandse corporate governance stelsel kenmerkt zich doordat het elementen van beide modellen in zich verenigt. Om de Nederlandse ontwikkeling richting een *shareholder* model te kunnen begrijpen is het essentieel om de fundamentele van het Nederlandse stelsel in deze context te zien. Het traditionele Nederlandse model van ondernemingsbestuur en toezicht werd vooral gekenmerkt door het zogenoemde *structuurregime* – een corporatistisch systeem met een dubbellaagse bestuursstructuur waarin naast het bestuur ook een aparte raad van commissarissen bestaat. Deze raad van commissarissen wordt samengesteld door zowel werknemers als aandeelhouders. Beide belanghebbenden hebben het recht om commissarissen voor benoeming voor te dragen. Zo bezien is de onderneming een organisatie waarin verschillende belangen recht van spreken hebben. Daarnaast kenmerkte het Nederlandse systeem zich lange tijd door geconcentreerd aandelenbezit, het bestaan van omvangrijke beschermingsconstructies tegen overnames (bijvoorbeeld door middel van prioriteitsaandelen of certificering, het uitgeven van aandelen zonder stemrecht) en het ‘*old boys netwerk*,’ waarbij een belangrijke overlap bestond in de raden van commissarissen van grote Nederlandse ondernemingen en banken.¹⁰ In dit systeem had de raad van commissarissen vooral de functie om als toezichhoudend orgaan te voorkomen dat managers alleen rekening met hun eigenbelang hielden. Het structuurregime was tot stand gekomen door wetgeving en institutionele veranderingen in 1970/1971, en werd gezien als ‘toonbeeld van consensus en van pariteit tussen werknemers en van kapitaalverschaffers op de beslissers in het Nederlandse bedrijfsleven.’¹¹ Daarbij is het belangrijk te realiseren dat de structuurwet vooral bedoeld was om medezeggenschap door werknemers vorm te geven.¹² De structuurwet gaf werknemers structureel meer recht op informatie en medezeggenschap, allereerst binnen de ondernemingsraden. Door belangrijke bevoegdheden toe te kennen aan de raad van commissarissen werd de positie van de aandeelhouder verzwakt.

De praktijk functioneerde echter anders. Door overlappende commissariaten en de afstandelijke houding van de raad van commissarissen ten opzichte van het reilen en zeilen in de onderneming was het daadwerkelijke toezicht op het bestuur beperkt – in feite hadden bestuurders vergaande vrijheden, en konden zij door het bestaan van omvangrijke beschermingsconstructies nauwelijks tot de orde geroepen worden door aandeelhouders en werknemers. Door de recessie in de jaren zeventig en de daarop volgende

dalende aandelenkoersen was de beurs van ondergeschikt belang. Pas in de jaren tachtig werd de kapitaalmarkt weer een belangrijke financieringsbron voor ondernemingen.

De politieke machtsverhoudingen van de jaren zeventig, die vooral gekenmerkt kunnen worden als het naoorlogse hoogtepunt van de sociaal-democratie, zijn van cruciaal belang om de totstandkoming van het structuurregime te kunnen verklaren. De politieke democratiseringsgolf van de jaren zestig had de geesten rijp gemaakt voor een – zij het betrekkelijk geringe – democratisering van de economie. Spreiding van de macht binnen de economie was dan ook een van de speerpunten van het kabinet-Den Uyl (1973-1977). Veel vergelijkende corporate governance analyses negeren dit *politieke* element van corporate governance regelgeving. Corporate governance regelgeving komt niet alleen tot stand op basis van ‘rationele’ argumenten met betrekking tot efficiëntie en de effectiviteit van een onderneming, of alleen door de druk van veranderende marktstructuren; de regelgeving is het gevolg van politieke keuzes.

Belangrijker nog, empirisch onderzoek heeft aangetoond dat corporate governance ook duidelijk een verdelingscomponent kent. In landen waarin ondernemingen vooral door de kapitaalmarkt worden aangestuurd wordt drie tot vier keer zoveel van de totale toegevoegde waarde aan aandeelhouders uitgekeerd (in plaats van in de vorm van lonen aan werknemers) als in regimes waarin die markt niet zo dominant is, zoals in het Rijnlandse model.¹³ Zoals in de inleiding van deze bundel al aangegeven houdt een politiek-economische benadering rekening met de historische ontwikkeling van de markt en vooral ook zijn institutionele context, alsmede de politieke verhoudingen die tot bepaalde ontwikkelingsrichtingen leiden. Het is daarom van cruciaal belang de politieke afwegingen omtrent de regulering van corporate governance te onderzoeken, zowel in het Europese als in het nationale beleid.

De transformatie van het corporate governance stelsel in de jaren tachtig en negentig

De politieke verschuiving waarbinnen de geleidelijke transformatie van het Nederlandse corporate governance systeem geplaatst moet worden vond plaats aan het einde van de jaren zeventig, begin jaren tachtig met het aan de macht komen van de kabinetten Lubbers (1982-1994). Vooral onder Lubbers I en II waarin het CDA samenwerkte met de liberale VVD nam het denken over de rol en positie van verschillende belanghebbenden binnen de economische ordening een nieuwe wending. Daarbij speelden niet alleen politieke

partijen een rol, maar ook verschillende maatschappelijke spelers. Hoewel elk beginpunt enigszins arbitrair is, kan de transformatie van het Nederlandse corporate governance model goed geïllustreerd worden aan de hand van de brochure *De aandeelhouder, beschermingsconstructies en de effectenbeurs* die de Amsterdamse Effectenbeurs in 1986 uitgaf.¹⁴ Hierin werd gepleit om het vigerende model nader onder de loep te nemen omdat een markt waarbij een vergroting van 'de dynamiek en de mobiliteit van het stelsel van de ondernemingswijze productie' zou kunnen leiden tot een situatie waar 'veranderingen – zoals saneringsprocessen, samenvoegingen tot eenheden van optimale grootte of tot gespecialiseerde eenheden – sneller worden toegepast en kan de allocatie van kapitaal worden verbeterd'. Daarbij richtte de discussie zich vooral op beschermingsconstructie die veel Nederlandse bedrijven hadden ingesteld teneinde zich te wapenen tegen een mogelijke vijandige overname. Een minderheid van de Commissie van Grinten, die in 1987 in opdracht van de Vereniging voor de Effectenhandel onderzoek naar dergelijke beschermingsconstructies deed, concludeerde dat beschermingsconstructies 'een duidelijk negatief effect op de aandelenkoers van de betreffende onderneming hebben' en dat dit wel eens tot problemen kan leiden voor de internationale aantrekkingskracht van Amsterdam als kapitaalmarkt. Toch stelde de commissie in haar geheel vast dat de verantwoordelijkheid voor het invoeren van en het vasthouden aan beschermingsconstructies toch in de eerste plaats bij de aandeelhoudersvergadering ligt.

Gelijktijdig met de discussie over beschermingsconstructies werd het Nederlandse bankwezen door het kabinet-Lubbers geliberaliseerd. Deze liberalisering kent deels haar oorsprong in Europese initiatieven zoals de tweede bancaire richtlijn die midden jaren tachtig het licht zag. De openstelling van de Nederlandse financiële markt voor buitenlandse banken veroorzaakte een toename in concurrentie voor de Nederlandse banken. Tegelijkertijd bood de internationalisering van kapitaalmarkten banken de mogelijkheid transnationale zaken te doen. Ook werden de markten door het verruimen van securitisatiemogelijkheden meer liquide. Dit heeft een aantal gevolgen. Daar waar markten groter en meer liquide worden, neemt het aantal mogelijkheden voor externe financiers om hun vermogen elders te beleggen toe. Deze 'exit'-optie is een van de voornaamste machtsmiddelen van aandeelhouders, zeker wanneer zij, zoals dat in de Nederlandse context het geval is, naar verhouding weinig *voice* hebben, de mogelijkheid om inspraak te hebben op de te varen koers. Door (te dreigen) gebruik te maken van deze 'exit'-optie kunnen aandeelhouders druk zetten op het management van een onderneming.

Het proces van economische transnationalisering en de daarmee gepaard gaande fusies en overnames bleef echter niet beperkt tot de bancaire sector.

Ook in andere delen van de economie was er sprake van een verregaande trend van internationalisering van grote Nederlandse bedrijven. Shell, Unilever, en Philips zijn bij uitstek voorbeelden van ondernemingen met het hoofdkwartier in Nederland, maar met steeds meer buitenlandse investeringen. Door deze parallelle ontwikkelingen van transnationalisering en verruiming van de financiële sector en de forse stijging van de aandelenomzet veranderde ook de marktstructuur in Nederland: de kapitaalmarkt werd steeds belangrijker als bron voor financiering voor bedrijven. Door (buitenlandse) beleggers werden beschermingsconstructies steeds meer ter discussie gesteld. Nederland werd in deze periode een van de grootste exporteurs van investeringskapitaal ter wereld, mede door de groeiende internationale beleggingen van pensioenfondsen.¹⁵ Tegelijkertijd waren Nederlandse ondernemingen 'dichtgetimmerd' tegen (buitenlandse) overnames en meer controle door aandeelhouders.

Commissie-Peters

Hoewel de discussie over het nut en de noodzaak van meer rechten voor aandeelhouders dus al in de jaren tachtig begon, nam zij pas in de jaren negentig een hoge vlucht. Vooral tijdens de paarse kabinetten Kok (1994-2002) kwam de discussie over het corporate governance stelsel meer en meer op de politieke agenda. Frits Bolkestein, fractievoorzitter van de VVD, en Gerrit Zalm, minister van Financiën pleitten voor aanpassingen in het structuurregime. Ook door marktpartijen werd gelobbyd voor liberalisering van het structuurregime, met name door de Vereniging voor de Effectenhandel (VVDE) en later ook de Vereniging van Effectenbezitters (VEB).¹⁶ Daarbij groeide de kritiek op het 'old boys netwerk', waarbij met name het gebrek aan kritisch toezicht en ontoereikende controlemechanismen de aandacht kregen.¹⁷ In navolging van andere landen werden gedragscodes voor bestuurders en toezichthouders voorgesteld. Door deze vrijwillige zelfregulering zouden de verhoudingen tussen bestuur, toezichthouders en (professionele) aandeelhouders geregeld worden. Het bekendste voorbeeld hiervan was de zogenaamde Cadbury Code die in 1992 in Groot-Brittannië ingevoerd werd, terwijl in 1999 een internationale gedragscode gepubliceerd werd die als voorbeeld voor vele nationale codes diende, de Corporate Governance Code van de OESO.

In Nederland leidde het 'onbehagen' over de 'rechteloosheid van de kapitaalverschaffers die nauwelijks in staat zijn de ondernemingsleiding te controleren'¹⁸ tot het in het leven roepen van de commissie-Peters. Deze commissie, onder voorzitterschap van Jaap Peters, bestond uit bestuurders, beleggers en academici en zou zich over het Nederlandse corporate governance stelsel buigen. Begin 1997 ging de commissie aan het werk, waarbij vooral de kwes-

tie van beschermingsconstructies veel aandacht kreeg. Juni 1997 publiceerde de commissie haar eindrapport met veertig aanbevelingen voor onder andere meer transparantie van de raad van commissarissen en meer zeggenschap voor aandeelhouders. De commissie hanteerde een vrij brede definitie van corporate governance, die ook representatief voor het Nederlandse model is: 'Governance gaat over bestuur en beheer, over verantwoordelijkheid en zeggenschap en over verantwoording en toezicht. Integriteit en transparantie spelen hierbij een grote rol.'¹⁹ De aanbevelingen waren zeer vrijblijvend – zoals een monitoring-commissie later concludeerde was er maar weinig toezicht op de naleving van de aanbevelingen die door de commissie gedaan waren. In mei 1999 greep het kabinet het rapport echter wel aan om wettelijk de zeggenschap van aandeelhouders te verbeteren, omdat zelfregulering niet altijd bleek te werken.²⁰ Door het stemmen bij volmacht (zogenaamd *proxy voting*) wettelijk toe te staan kregen aandeelhouders meer zeggenschap in Nederlandse ondernemingen en werd de aandeelhoudersvergadering machtiger.

Fraude, boekhoudschandalen en de kwetsbaarheid van zowel het Angelsaksische als Rijnlandse model

Toen de grote Amerikaanse ondernemingen Enron en Worldcom in 2001/2 getroffen werden door grootscheepse fraude en boekhoudschandalen, was de aanvankelijke reactie in veel Europese landen niet ontdaan van enig leedvermaak – het Angelsaksische model met zijn externe toezicht en kapitaalmarkt-discipline bleek kwetsbaarder dan de groeiende populariteit van het *shareholder value* model aan het begin van de jaren negentig deed vermoeden. Toen echter ook bij Ahold, Parmalat en andere Europese ondernemingen grote boekhoudschandalen aan het licht kwamen, werd duidelijk dat ook Europese corporate governance stelsels gevoelig waren voor het falen van toezicht. De rol die bestuurders in deze schandalen hadden gespeeld, leidde tot discussie hoe het kortetermijndenken en creatieve boekhouden hadden kunnen postvatten, ondanks – of juist dankzij – hoge bonussen die deze bestuurders voor hun werk kregen. Uiteindelijk leidden deze boekhoudschandalen echter niet tot een fundamentele reflectie op het corporate governance stelsel in zijn geheel. Omdat deze schandalen vooral of zelfs alleen als incidenten en boekhoudproblemen werden gezien, was de voornaamste reactie gericht op regulering met de doelstelling om corporate governance mechanismes te verbeteren in plaats van deze fundamenteel te herzien. Met name de aandeelhouders werden hierbij gezien als actor bij uitstek om het bestuur te disciplineren, door de 'tucht' van de kapitaal- en overnamemarkt.

Deze gedachte komt naar voren in de code-Tabaksblat, die mede in reactie op de hiervoor genoemde corporate governance schandalen werd opgesteld. Hoewel het werk van de commissie-Tabaksblat, voorgezeten door oud-Unilever topman Morris Tabaksblat, deels een herziening van het werk van de commissie-Peters behelst, zijn er wel een aantal belangrijke verschillen tussen beide commissies aan te wijzen. Allereerst waren de aanbevelingen van de commissie minder vrijblijvend van aard dan de eerdere aanbevelingen van de commissie-Peters. Alle beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht om hetzij de aanbevelingen te volgen, hetzij in hun jaarverslag uit te leggen waarom zij ervoor gekozen hebben dit niet te doen. Deze laatste regeling (het zogenaamde *comply or explain* principe) is zelfs wettelijk vastgelegd.

Inhoudelijk gezien richt de code zich voornamelijk op het openbreken van het 'old boys netwerk' door het aantal commissariaten per persoon te maximaleren tot vijf. Deze maatregel kan echter gedeeltelijk worden gezien als mosterd na de maaltijd. Heemskerk constateert dat het netwerk van dubbelfuncties tussen 1976 en 2001 al gestaag erodeerde.²¹ De raden van bestuur en van commissarissen werden kleiner, en door deze afname van het aantal bestuurders kwam het systeem van dubbelfuncties onder druk. Het netwerk bleef wel lang intact: zowel in 1976 als in 1996 was 80 procent van de 250 grootste Nederlandse bedrijven via dubbelfuncties verbonden. De vraag is echter of een maximalering op vijf commissariaten deze verbinding nu daadwerkelijk zou ontrafelen.

Het tweede zwaartepunt van de code-Tabaksblat heeft betrekking op het versterken van de macht van de aandeelhouder. Daartoe worden onder meer de rol en verantwoordelijkheden van de raad van commissarissen aangescherpt, waarbij voor het financiële toezicht de auditcommissie aan belang wint. Daarnaast moet het bestuur verantwoording afleggen aan de algemene aandeelhoudersvergadering en er zorg voor dragen dat deze vergadering een volwaardige rol krijgt in het controleren van het management enerzijds en het nemen van belangrijke beslissingen anderzijds.

Wat ten slotte opvalt is dat er zowel bij de commissie-Tabaksblat als bij de commissie-Peters weinig aandacht is voor de rol van werknemers binnen het corporate governance systeem. Dat is een opmerkelijke verschuiving in aandachtspunten, zeker in vergelijking met de jaren zeventig waarin het vandaag de dag nog grotendeels vigerende structuurregime het licht zag. Zo bezien zijn beide commissies kinderen van hun tijd waarin corporate governance steeds nauwer wordt gedefinieerd. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de

code op verzet stuitte vanuit de vakbeweging. De kritiek van de vakbeweging richtte zich echter niet direct op de rechten van werknemers, maar op de beloningsstructuur die met de code werd afgesproken. In plaats van zich helder uit te spreken tegen excessieve beloningen – zoals de FNV dat graag gezien had – schreef de code-Tabaksblat voor dat beloningen publiek bekend worden gemaakt, zonder er een maximum aan te stellen.

Commissie-Frijns

Het werk van de commissie-Tabaksblat werd voortgezet door de commissie-Frijns, ook wel Monitoring Commissie Corporate Governance Code geheten. Deze commissie onder leiding van Jean Frijns, voormalig directeur van het pensioenfonds ABP, moest toezien op de naleving van de code-Tabaksblat. De commissie stelde vast dat code-Tabaksblat over het algemeen goed werd nageleefd, zowel in 2006 als in 2007 werd 95 procent van de aanbevelingen nageleefd. Hoewel de commissie-Frijns dus een positief oordeel kon vellen over het algemeen functioneren van de code-Tabaksblat, maakte met name de voorzitter zich wel zorgen over het feit dat ondernemingen steeds meer ‘een speelbal van kortetermijnbeleggers’ zouden worden.²² Het is dan ook niet verwonderlijk dat de commissie in haar eindverslag in 2008 benadrukt dat een ‘vennootschap een langetermijnsamenwerkingsverband is van diverse bij de vennootschap betrokken partijen.’²³

Aan de andere kant zag de commissie geen aanleiding voor een fundamentele wijziging van het Nederlandse corporate governance stelsel. Met name in de discussie over de beloningsstructuur van het topmanagement stelt de commissie zich op tegen wettelijke maatregelen, omdat deze eenvoudig te ontduiken zijn en bovendien schadelijk voor het vestigingsklimaat voor bedrijven in Nederland zouden zijn. De keuze voor de beloningsstructuur is volgens de commissie-Frijns het beste gewaarborgd wanneer de raad van commissarissen ervoor verantwoordelijk is. Deze kan een aparte beloningscommissie in het leven roepen en verantwoording voor haar keuzes in het jaarverslag afleggen. Het is dan aan de aandeelhoudersvergadering om het beloningsbeleid officieel vast te stellen.

Vooraf in dat laatste element, het vasthouden aan zelfregulering en het afzien van publieke wet- en regelgeving passen de code-Tabaksblat en de daaropvolgende discussies in een bredere nationale context, waarbij ervan wordt uitgegaan dat de beïnvloeding van het gedrag van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders allereerst een aangelegenheid is van de betrokken spelers en niet zozeer van de overheid.

De Nederlandse ontwikkelingen staan niet op zichzelf. Ook in Europa zien we een geleidelijke trend richting zelfregulering en het versterken van de positie van de aandeelhouder. Sinds het begin van de jaren tachtig heeft met name de Europese Commissie – onder het mom van de vorming van een gelijk speelveld (*level playing field*) – erop aangedrongen dat ondernemingen afstand zouden doen van maatregelen waardoor de macht van de aandeelhouders beknot wordt, zoals bijvoorbeeld preferente aandelen. Tegelijkertijd wordt de betrokkenheid van werknemers in het ondernemingsbestuur aan banden gelegd. Het beleid vanuit Europa om ondernemingen te ‘vermarkten’, valt grotendeels samen met de opkomst van het neoliberalisme als dominante ideologie, allereerst in de Verenigde Staten en Groot-Brittannië, en later in continentaal Europa. Dit heeft geleid tot uitholling van het Rijnlandse model en het ontstaan van een pan-Europese markt voor bedrijfscontrole. Dit vermarktingsproces brengt ondernemingen onder de tucht van de financiële markten en zet daarmee ondernemingsbestuurders en werknemers steeds verder onder druk.

De invloed van het Europese integratieproces op de hervorming van financiële markten over de afgelopen twintig jaar wordt gedetailleerd besproken in het hoofdstuk van Mügge in deze bundel. Ontwikkelingen in de Europese regelgeving waren ook bijzonder belangrijk voor de ontwikkelingen van corporate governance in Nederland. In de jaren negentig en begin van de 21^e eeuw droegen de Europese initiatieven ertoe bij dat de Nederlandse overheid haar aanvankelijke terughoudendheid om tot nieuwe wet- en regelgeving te komen, overwon. Daarnaast beïnvloedde het Europese integratieproces ook de marktstructuur en het aandelenbezit binnen de Unie. Zo heeft de invoering van de euro er onder andere toe geleid dat er meer Europese beleggers aandelen van Nederlandse ondernemingen gingen kopen.

Ook de ontwikkelingen op Europees niveau moeten worden gezien in hun politieke en historische context.²⁴ In de jaren zestig streefde de Commissie naar harmonisering van wetgeving binnen de Europese Unie. Sinds de jaren tachtig kwam de prioriteit vooral bij een minimum-harmonisering van regelgeving en het waarborgen van vrij verkeer van kapitaal te liggen. Mede omdat veel lidstaten hier weinig voor voelden, stapte de Commissie af van haar pogingen de materiële wetgeving te harmoniseren, of zelfs te uniformeren. In plaats van één universele Europese corporate governance-code en de harmonisering van het Europees vennootschapsrecht wordt er sinds het begin van de 21 eeuw steeds meer nadruk op de mogelijke voordelen van beleidscompetitie en *best practice* benaderingen gelegd. De Europese Commissie lanceerde

daartoe in mei 2003 haar Corporate Governance Actieplan, waarin onder andere wordt voorgesteld dat elke lidstaat een eigen code moet uitwerken waaraan ondernemingen zich moeten houden. Als ondernemingen zich er niet aan houden, moeten zij uitleggen op welke punten zij hiervan afwijken en waarom ('*comply or explain*').

Een ander terrein waarop de Europese Unie richtinggevend was, betrof het overnamebeleid. Sinds de jaren tachtig nam het aantal grensoverschrijdende bedrijfsovernames fors toe. Om een gelijk speelveld te creëren tussen verschillende nationale regelgevingen stelde de Europese Commissie een overnamerichtlijn voor. Na een langdurig politiek conflict werd deze in 2004 aangenomen, hoewel in een verwaterde vorm die speelruimte laat voor beschermingsconstructies. Desondanks is de richtlijn wel gebaseerd op de aanname dat de kapitaalmarkt inderdaad een disciplinerende functie op het bestuur en de rest van de onderneming moet kunnen uitoefenen.

Deze ontwikkelingen laten zien dat de rol en rechten van aandeelhouders ook op Europees niveau centraal is komen te staan. Dit wordt bijzonder duidelijk in de voorstellen van de commissie-Winter, die voor de Europese Commissie aanbevelingen uitwerkte. Deze commissie onder voorzitterschap van de Nederlandse jurist en professor ondernemingsrecht Jaap Winter concludeerde dat aandeelhouders het best in staat zijn om fundamentele beslissingen in de onderneming te beoordelen, omdat zij het grootste financiële risico lopen. Aandeelhouders dienen dus ook de centrale plaats te hebben in de controle over de onderneming. Deze gedachte blijkt leidend in de plannen van de Europese Commissie. Ook de strijd van de Europese Commissie tegen beschermingsconstructies in nationale wetgeving illustreert deze positie, recent nog ten aanzien van de Duitse deelstaat Nedersaksen en het gebruik van gouden aandelen in het overnamegevecht tussen Volkswagen en Porsche.

Het is overigens opvallend welke rol Nederland, en vooral Nederlandse juristen en politici, in deze Europese ontwikkelingen hebben gespeeld. Frits Bolkestein heeft als commissaris voor de Interne Markt in hoge mate de liberalisering van kapitaalmarkten en de rol van het *shareholder* model gepromoot. Er bestaat nu in Europa een hecht netwerk corporate governance- en vennootschapsrecht experts die met hun expertise ook invloed op de Europese regelgeving uitoefenen. De eerste European Corporate Governance Conference, een centrale bijeenkomst in dit netwerk, werd 2004 georganiseerd in Den Haag. Naast Jaap Winter is er een hele generatie Nederlandse juristen en (financieel) economen die bij de 'corporate governance scene' in Europa horen.

Voorlopige conclusies

In tegenstelling tot de Nederlandse bijdrage aan Europese corporate governance initiatieven, heeft de Nederlandse overheid altijd een afstandelijke houding ingenomen als het gaat om het vastleggen van wet- en regelgeving. In de jaren zeventig en tachtig was het structuurregime ontstaan in een tijdperk waar werknemers hun macht ook politiek te gelde konden maken. Dit leidde tot een uniek corporate governance-stelsel, vooral gekenmerkt door de positie van de raad van commissarissen en de dubbelfuncties die het ‘old boys netwerk’ invloed gaven op Nederlandse ondernemingen. Sinds de jaren negentig veranderden de machtsverhoudingen en het ideologisch klimaat; marktdiscipline werd richtinggevend. De regulering van corporate governance werd meer en meer overgelaten aan de ‘tucht’ van de kapitaalmarkt, op basis van disciplinerende aandelhouderswaarde. De regel- en wetgeving zorgde er vooral voor dat de transparantie en financiële verslaggeving uitgebreid en verdiept werden. In dat kader spelen financiële overwegingen een steeds grotere rol; aandelhoudersbelangen werden steeds belangrijker gevonden – dit leidt echter tot conflict met andere belangen, zoals die van werknemers. De aandeelhouder werd steeds meer centraal gesteld in praktijk én regelgeving, hoewel eigenlijk nog steeds het structuurregime met zijn impliciete begrip van de onderneming als *stakeholder* model de norm was.

In Nederland werden deze veranderingen in de wetgeving en het corporate governance-stelsel vooral aangedreven door het maatschappelijk veld, en dan met name de vertegenwoordigers van bedrijfsleven en investeringsmaatschappijen. De overheid nam opnieuw een afstandelijke houding – het structuurregime bleef grotendeels van kracht en voor de rest mochten ondernemingen het maar vooral zelf uitzoeken in vrijwillige gedragscodes en afspraken. De overheid liet zich daarin vooral leiden door zogenaamde expertcommissies waar belanghebbenden uit het veld en de wetenschap gezamenlijk tot voorstellen kwamen om vooral de macht van de aandeelhouder te versterken.

De financiële crisis

De financiële crisis lijkt de gevaren van een overmatige focus op de korte termijn door aandelhouders en op de beurskoers door ondernemingsbestuurders – kortom, het aandelhouderskapitalisme – aangetoond te hebben. In reactie op de crisis liet de Nederlandse regering dan ook een deel van haar impliciete steun voor het ‘*shareholder value*’ corporate governance model varen, hoewel het tot nu toe vooral bleef bij het aankondigen van maatregelen

en het bekritisieren van aandeelhouders, managers en de politieke regelgeving. Opmerkelijk is in deze dat met name PvdA-minister van Financiën Bos zich diverse malen kritisch uitliet over de rol die aandeelhouders volgens hem gespeeld hebben in de totstandkoming van de financiële crisis. Dit is des te opmerkelijker omdat Bos als staatssecretaris van Financiën onder Zalm dergelijke uitspraken altijd had gemeden. Tijdens een toespraak voor een belangenvereniging van beleggers, Eumedion, op 3 maart 2009 vroeg Bos zich af wat de aandeelhouders hebben gedaan om de crisis te voorkomen of te managen. Zijn conclusie: 'Helaas is het antwoord: vrijwel niets.'

Ook de discussie over de bezoldiging van topbestuurders veranderde drastisch na het uitbreken van de crisis. Kon voormalig ING topman Tilmant in november 2007 nog dreigen dat hij het hoofdkantoor van 'zijn' onderneming zou verhuizen als 'het gezeur' over de topsalarissen niet zou ophouden, een dergelijke houding doet zeker in het licht van het feit dat ING minder dan een jaar later bij de staat moest aankloppen om niet failliet te gaan, niet alleen hautain, maar ook realiteitsvreemd aan.

Maar ook in politiek Den Haag lijkt de tijd van zelfreflectie aangebroken. Een parlementaire commissie onder leiding van Tweede-Kamerlid Jan de Wit (SP) onderzoekt in hoeverre de veranderende financieel-economische regelgeving heeft bijgedragen tot het tot stand komen van de economische crisis. In haar eerste rapportage merkt de commissie al op dat problemen met corporate governance mechanismen en een eenzijdige nadruk op aandeelhouderswaarde een belangrijke rol gespeeld hebben in de crisis.²⁵ Op Europees niveau heeft men overigens ook al de conclusie getrokken dat ontspoorde corporate governance-mechanismen een belangrijke bijdrage hebben geleverd. De commissie-De Larosiere, die in opdracht van de Europese Commissie de financiële crisis analyseerde, concludeerde dat vooral de beloningsstructuur topbestuurders verkeerde drijfveren bood en dat deze structuur met name het langetermijnperspectief van de onderneming schade toebracht.

In vergelijking met het levendige politieke en maatschappelijke debat over de economische crisis is het tot nu toe bijzonder rustig gebleven op het gebied van wet- en regelgeving. Weliswaar diende de regering met de nodige voortvarendheid een wet in die met terugwerkende kracht het ongedekt verkopen van effecten (*naked short selling*) moet verbieden teneinde ongewenste speculatie op kelderende aandelenkoersen tegen te gaan, maar daar bleef het tot het moment van schrijven grotendeels bij. Wel lanceerde de regering in juli 2009 nieuwe plannen die de positie van aandeelhouders transparanter zouden moeten maken. Zo zouden beleggers die meer dan 3 procent van de aandelen in een beursfonds bezitten zich bekend moeten maken en publiekelijk moeten aangeven of zij zich met de strategie van het ondernemingsbestuur kunnen

verenigen.²⁶ Daarnaast circuleren er plannen die aandeelhouders ertoe zouden moeten uitnodigen om zich langer aan ondernemingen te binden, hetzij door het uitkeren van zogeheten loyaliteitsdividend, hetzij door het actiever betrekken van pensioenfondsen als grootaandeelhouders in strategische Nederlandse ondernemingen. Deze initiatieven die betrekking hebben op de positie van de aandeelhouder in de onderneming worden geflankeerd door bredere beschouwingen over de rol van Nederlandse toezichthouders als de DNB en de AFM.

Tegelijkertijd blijft echter het vertrouwen in de markt en marktpartijen opmerkelijk groot. Zo liet minister Bos weten nog steeds vertrouwen te hebben in de aanbevelingen van de commissie-Frijns, die binnen het kader van de code-Tabaksblat pleitte voor aanscherpingen op het gebied van risicobeheersing, bestuurdersbeloningen, en de verantwoordelijkheid van aandeelhouders. Volgens Bos hebben dergelijke principes 'extra gewicht doordat marktpartijen ze zélf geformuleerd hebben. Het is nu aan hen om de principes ook in de praktijk te brengen en tot beter gedrag en integere cultuur binnen de onderneming te komen.'²⁷ Publieke regelgeving lijkt in dit verband hooguit als een dreigend perspectief te dienen in plaats van het eersaangewezen beleidsinstrument.

Conclusies

De opkomst van het aandeelhouderskapitalisme in de jaren negentig en het begin van de 21^{ste} eeuw in Nederland is een sluipend proces geweest. De toegenomen macht van de aandeelhouder en de gevolgen daarvan zijn door veel sociaal-economische actoren in Nederland onderschat. Zo gaf FNV-bestuurder Van der Kolk onlangs toe dat zijn vakbond de groeiende invloed van de aandeelhouders heeft onderschat. 'Onze gesprekspartner was altijd het bestuur' aldus Van der Kolk en dus niet de aandeelhoudersvergadering die steeds meer macht kreeg.²⁸ Deze groeiende macht van de aandeelhouder ging gepaard met een groot vertrouwen in de markt als corrigerend mechanisme. 'Waar over marktfalen wordt gesproken is bijna altijd de onuitgesproken vooronderstelling dat markten in beginsel zo niet volmaakt zijn, dan toch in elk geval zelfcorrigerend. Deze vooronderstelling is echter niet een op historische feiten gebaseerde observatie, maar een geloofsartikel (zoals onlangs de afvallige Alan Greenspan toegaf)', merkt echter VU-hoogleraar Internationale Betrekkingen Henk Overbeek op.²⁹ De huidige economische crisis heeft vraagtekens gezet bij de wenselijkheid van de toenemende macht van aandeelhouders en financiële markten. Hoewel het politieke en maatschap-

pelijke debat op dit moment nog vooral gericht is op personen en instituties en niet op het systeem in zijn geheel, heeft er toch een opmerkelijke wending plaatsgevonden.

Allereerst lijkt er een herwaardering plaats te vinden van het langetermijn-perspectief ten opzichte van het kortetermijnperspectief. Er is consensus over het feit dat deze twee perspectieven op gespannen voet met elkaar kunnen staan en dat de huidige corporate governance-structuren waarin bonussen gekoppeld zijn aan jaarcijfers en aandeelhouders hun inherente kortetermijnperspectief in daadwerkelijke beslissingsmacht kunnen omzetten een ongewenst grote wissel kunnen trekken op de duurzame ontwikkeling van ondernemingen. In dit licht zijn ook de conclusies van de commissie-Maas te zien, die de bancaire crisis onderzocht en ervoor pleitte om het primaat bij banken terug te leggen bij spaarders en klanten in plaats van de aandeelhouders.³⁰ En in eenzelfde poging om een effectieve tegenmacht te ontwikkelen tegen 'hitsig kapitaal' pleitte toenmalig PvdA-europarlementariër Ieke van den Burg voor financiële participatie van werknemers.³¹ Daarnaast lijkt de gedachte post te vatten dat er bepaalde strategische sectoren zijn die extra bescherming verdienen. Hierbij kan men denken aan de bancaire sector, die juist om deze reden veel belastinggeld toegeschoven kreeg, maar ook aan andere sectoren zoals de energievoorziening. Kenmerkend voor de reacties is het advies van journalist Menno Tamminga, auteur van *De uitverkoop van Nederland*, een analyse van de recente overnamegolf van Nederlandse ondernemingen. Hij roept op om tot wetgeving te komen voor de toetsing van buitenlandse overnames in strategische sectoren.³² Dit laat zien dat het besef daagt in het publieke debat dat hier wellicht meer nodig is dan zelfregulering en de tucht van de markt.

Echter, op het gebied van wet- en regelgeving is deze heroriëntatie tot nu toe niet terug te vinden. Ook van fundamentele analyse van de relatie tussen staat en markt en de rol van verschillende belanghebbenden in de onderneming is op dit moment geen sprake. Vandaar ook dat de crisis van het oorspronkelijk Angelsaksische corporate governance-model op dit moment nog niet tot de ontwikkeling van een nieuw corporate governance-stelsel (in wording) heeft geleid. De tijd zal moeten leren in hoeverre daadwerkelijk de politieke bereidheid bestaat om afstand te nemen van het aandeelhouderskapitalisme en om andere belanghebbenden zoals werknemers en consumenten een belangrijkere rol te geven in het besluitvormingsproces binnen de onderneming. Daarbij is het van belang om ons te realiseren dat corporate governance-mechanismen uiteindelijk geen doel op zichzelf zijn, maar een middel om het economische productieproces te reguleren. Corporate governance-regulering moet dan ook in de context van bredere economische doelstellingen worden gezien. De doe-

len van dit bredere economische beleid zouden uiteindelijk doorslaggevend moeten zijn voor het soort wet- en regelgeving dat wordt geïmplementeerd. Als de regering daadwerkelijk een fundamentele heroriëntatie wil, waarbij het economische kortetermijnperspectief plaats maakt van een langetermijnperspectief kan men er echter niet omheen om de macht van de aandeelhouder te beperken, of om Bovenberg en Teulings te parafraseren: Exit Anglosaxon Model.

Noten

- 1 Bovenberg & Teulings, 2008.
- 2 Albert, 1991. Het Rijnlandse model verwijst naar een economisch model dat in continentaal Europa gangbaar is.
- 3 Zie bijvoorbeeld Engelen, 2008.
- 4 Balkenende, 2009.
- 5 Zie ook Hall and Soskice, 2001.
- 6 Frentrop, 2002.
- 7 Berle en Means, 1932.
- 8 Deze twee modellen zijn ideaaltypen en zullen in de praktijk nooit als zuivere vorm voorkomen.
- 9 Shleifer and Vishny, 1997, p. 738.
- 10 Heemskerk, 2007.
- 11 Tamminga, 1998.
- 12 Frentrop, 2002, p. 327.
- 13 De Jong, 1996.
- 14 VVDE, 1986.
- 15 Tamminga, 2009, p. 33. Zie het hoofdstuk van Fernandez in deze bundel voor een analyse van de rol van de Nederlandse pensioenfondsen.
- 16 Frentrop, 2002, p. 353.
- 17 Heemskerk, 2007.
- 18 NRC, 1999.
- 19 Commissie Corporate Governance, 1997, p. 13.
- 20 Peters, 2002, p. 7.
- 21 Heemskerk, 2007.
- 22 NRC, 2007a.
- 23 Monitoring Commissie, 2008, p. 6.
- 24 Zie Horn, 2008 voor een uitgebreide analyse.
- 25 Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, 2010, p. 12-13.
- 26 *Volkskrant*, 2009.

- 27 Kamerbrief, 25 mei 2009.
- 28 NRC, 2007b.
- 29 Bijdrage discussiebijeenkomst Amsterdam Research Centre for Corporate Governance Regulation (ARCCGOR), 6 mei 2009.
- 30 Adviescommissie Toekomst Banken, 2009.
- 31 *Het Financieele Dagblad*, 20 juni 2009.
- 32 Tamminga, 2009, p. 247-8.

Bibliografie

- Adviescommissie Toekomst Banken (2009) *Naar herstel van vertrouwen*, Nederlandse Vereniging van Banken, 7 april 2009 [Commissie Maas]
- Albert, Michel (1991) *Capitalism against Capitalism*, Whurr Publishers
- Balkenende, J.P. (2009) 'Sterker uit de crisis met Rijndeltamodel' NRC, 19 mei 2009
- Berle, A.A. & G.C. Means (1991[1932]) *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers
- Bovenberg, L. & C. Teulings (2008) 'Rhineland Exit?' *CPB Discussion Paper*, nr. 101, maart 2008
- Commissie Corporate Governance (1997) *Corporate Governance in Nederland: De Veertig Aanbevelingen*
- De Jong, H.W. (1996) 'European Capitalism: Between Freedom and Social Justice' in: Bratton, W. et al. *International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives on Economic Regulation in Europe and the United States*, Oxford University Press, p. 186-206
- Engelen, E. (2008), 'Amsterdam moet vuile handen maken', *Nieuws uit Amsterdam*, 26 oktober 2008
- Frentrop, P. (2002) *Corporate Governance 1602-2002. Ondernemingen en hun Aandeelhouders sinds de VOC*, Prometheus
- Hall, P. & D. Soskice (eds) (2001) *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press
- Heemskerk, E. (2007) *Decline of the Corporate Community. Network Dynamics of the Dutch Business Elite*, Amsterdam University Press
- Het Financieele Dagblad* (2009) 'Aandelenbezit van werknemers kan tegenwicht vormen tegen "hitsig kapitaal"', *Het Financieele Dagblad*, 20 juni 2009
- Horn, L. (2008) *The Transformation of Corporate Governance Regulation in the European Union – Towards a Marketisation of Corporate Control*, Vrije Universiteit Amsterdam

- Kamerbrief, *Kabinetsreactie op de geactualiseerde Nederlandse corporate governance code*, 25 mei 2009 (FM/2009/706M)
- Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2008) *De Nederlandse Corporate Governance Code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*.
- NRC (1999) 'Aandeelhouder krijgt meer zeggenschap; Kabinet beslist', NRC, 8 mei 1999
- NRC (2007a) 'Frijns biedt bestuurders windstille', NRC, 31 mei 2007
- NRC (2007b) 'Waar blijven de vakbonden?' NRC, 16 juni 2007
- Peters, J.F.M. (2002) *Vijf jaar Corporate Governance in Nederland*. Netherlands Institute for Corporate Governance
- Shleifer A. & R.W. Vishny (1997) 'A Survey of Corporate Governance' *Journal of Finance*, vol 52(2), p.737-783
- Tamminga, M. (1998) 'Om macht in de onderneming', NRC, 14 maart 1998
- Tamminga, M. (2007) 'Kom in verzet tegen de roofriders', NRC, 7 april 2007
- Tamminga, M. (2009) *De uitverkoop van Nederland. Hoe een ondernemend land geveild werd*, Prometheus/NRC Handelsblad
- Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (2010), *Parlementair onderzoek financieel stelsel, eerste rapport*, mei 2010 [Commissie de Wit]
- Volkskrant (2009) *Naamloze vennootschap krijgt geïdentificeerde aandeelhouders*, 26 juli 2009
- VVDE (1986) *De Aandeelhouder, beschermingsconstructies en de Effectenbeurs*

4 **Machtige spelers op zoek naar speelveld: de rol van pensioenfondsen in het vormgeven van financiële markten in Nederland, 1970-2008**

Rodrigo Fernandez¹

Het zal nog lang duren voordat de ‘oorzaken’ van de kredietcrises definitief zullen zijn blootgelegd. Het is hoe dan ook een samenloop van meerdere structurele ontwikkelingen en historische ongelukken. De meeste analyses tot nog toe betrekken uitsluitend de ‘aanbodkant’ van financiële producten en diensten waarin banken, vermogensbeheerders en effectenbeurzen de belangrijkste actoren zijn. De ‘vraagkant’, de beleggers, speelt in deze analyses de rol van passieve consument die de innovatieve diensten en producten van de aanbieders gewillig tot zich nemen. De veranderingsprocessen van de internationale politieke economie op het gebied van financiële markten sinds de jaren zeventig wordt dan snel een aanbod gedreven verhaal. De voornaamste dynamiek is dan de interactie tussen de aanbieders aan de ene kant en de beleidsmakers en regulerende instanties aan de andere kant. De ontwikkeling van markten is echter het resultaat van vraag *en* aanbod. Dit hoofdstuk zal daarom laten zien welke rol de vraagkant speelde in de aanloop naar de crisis. Het zijn namelijk niet alleen de investeringsbanken die belang hadden bij de ontwikkeling van markten voor verpakte kredieten. De vraag naar beleggingsmogelijkheden en diversificatie vanuit pensioenfondsen was een van de structurele voorwaarden waarbinnen de financiering van de politieke economie zich heeft voltrokken. Zonder de niet aflatende honger naar beleggingsmogelijkheden van pensioenfondsen had de marktontwikkeling er anders uitgezien. Het is daarom van belang om ook de vraagkant in de brede zin te betrekken bij het verhaal om te begrijpen hoe de crisis ontstaan is.

In de sociaal-wetenschappelijke literatuur is in de laatste vijftien jaar het concept van ‘pensioenfondskapitalisme’ bediscussieerd.² Deze literatuur wijst op de rol die pensioenfondsen als ‘vraagkant’ hebben gehad in de transformatie van financiële markten in met name de typische marktgeoriënteerde Anglo-Amerikaanse economieën. Pensioenfondsen zijn van invloed op de inrichting van kapitaalmarkten door de grootte en het type vraag naar beleggingsmogelijkheden en portfoliodiversificatie.³ Het zijn actoren die zich doen gelden en de structuur waarin ze opereren actief vormgeven. Financiële markten zijn in

essentie de institutionele omgeving waar vraag en aanbod naar kapitaal samenkomen en idealiter op elkaar worden afgestemd. De spaarpotten van pensioenfondsen zijn samen met de financiële reserves van andere institutionele beleggers zoals beleggingsfondsen en (levens-)verzekeringsmaatschappijen sinds 2000 groter dan de wereldeconomie (het bruto binnenlands product (bbp) van de wereld). In 2007 beheerden deze instellingen ruim 40.000 miljard dollar in de OESO-landen.⁴ Het groeiende aanbod van 'grijs kapitaal' van institutionele beleggers sinds de jaren zeventig heeft een vormende invloed gehad op de intermediairs (vermogensbeheerders, banken, effectenbeurs) en het kader waarin vraag en aanbod bijeen worden gebracht. Dit kader is gekenmerkt door de grotere mobiliteit van kapitaal (globalisering), nieuwe governance regimes, een ICT-revolutie en de financialisering van de economie.

Voorliggend hoofdstuk behandelt de bovenstaande argumentatie als volgt. De eerste sectie gaat in op de bespreking van pensioenfondskapitalisme in de literatuur en hoe deze zich verhoudt tot de discussie over de opkomst van de financiële globalisering sinds de jaren zeventig. In de daaropvolgende secties wordt een historisch overzicht gegeven van de rol van pensioenfondsen in de ontwikkeling van financiële markten in Nederland. Deze uitvoerige historische uiteenzetting heeft tot doel aan te geven dat er een gebrek aan consistentie is geweest in de inbedding van pensioenreserves in de bredere politieke economie. De tweede sectie gaat in op de jaren zeventig. In deze periode werd de groei van pensioenfondsen beschouwd als een bedreiging door de leden van effectenbeurs en Nederlandse banken. De reden hiervoor was het conservatieve en politiek gemotiveerde karakter van het portfoliobeheer. Dit vertaalde zich in een grote mate van afhankelijkheid van onderhandse obligaties. In sectie drie wordt de invloedrijke initiatiefgroep *Amsterdam Financial Centre* behandeld. Deze organisatie van publieke en private hoofdspelers in de financiële markt ontwikkelde een strategie om de concurrentie aan te gaan met de geliberaliseerde *City* in Londen van 1988 tot 1994. De kern van de strategie was het gebruiken van de Nederlandse pensioenreserves als brandstof voor de ontwikkeling van een grotere thuismarkt voor de effectenbeurs en banken. In de vierde sectie wordt de ontwikkeling vanaf midden jaren negentig uiteengezet. Deze periode werd eerst gekarakteriseerd door de ICT-zeepbel en vervolgens door de *boom* die zou eindigen met de kredietcrisis. In deze periode namen Nederlandse pensioenfondsen definitief afstand van de voormalige portfoliostrategie waarvan onderhandse obligaties de kern vormden. In eerste instantie zien we een sterke groei van buitenlandse aandelen en vervolgens, na de *bust* in 2000, het groeiend aandeel van buitenlandse intermediairs inclusief hedgefondsen en *private equity* fondsen. Pensioenreserves groeiden dus uit van een probleem in de jaren zeventig tot hoop in de jaren tachtig, maar

raakten vervolgens verloren toen de kapitaalmarkten op drift raakten rond de millenniumwisseling.

De globalisering van kapitaalmarkten en het pensioenfondskapitalisme

Het einde van het Bretton Woods-tijdperk in de jaren zeventig was een waterscheiding in de ontwikkeling van kapitaalmarkten wereldwijd.⁵ In het vakgebied van de Internationale Politieke Economie (IPE) wordt de globalisering van de wereldeconomie vanaf deze periode toegeschreven aan de deregulering en liberalisering van kapitaalmarkten, het ontstaan van nieuwe governance-regimes en de ICT-revolutie.⁶

Als gevolg van deze processen zien we de mobiliteit van kapitaal over nationale grenzen heen toenemen en zien we naast traditionele vormen van financiële bemiddeling (bank en effectenbeurs) een steeds langere keten van gespecialiseerde intermediairs en digitale handelsplatformen.⁷ Verschillende marktsegmenten vervagen en er ontstaan nieuwe financiële conglomeraten die meerdere functies (effectenbeheer, verzekeren, bankieren en financiële dienstverlening) met elkaar combineren.⁸ Ook zien we de opkomst van twee dynamische markten: een voor kredietverlening (securitisatie) en een voor het afdekken van risico's (derivaten).

In de discussie tussen politiek-economen over de opkomst van deze nieuwe financiële wereldorde ligt de nadruk op de interactie tussen 'markt' en 'staat'.⁹ Susan Strange beschrijft deze interactie als een verschuiving van de machtsverhouding ('nieuwe diplomatie') in de richting van marktpartijen.¹⁰ De toegenomen mobiliteit van kapitaal leidt tot een grotere concurrentie tussen staten en financiële centra in het aantrekken van kapitaal. Dit heeft weer een neerwaartse spiraal van regulering van kapitaalmarkten ('competitieve deregulering') tot gevolg.

Andere bijdragen in deze discussie benadrukken de verwevenheid van marktstructuren, het governance-regime, en de politieke instituties.¹¹ Tezamen vormen ze een publiek-private constellatie die is ingebed in een historisch gevormde institutionele omgeving. De liberalisering van kapitaalmarkten wordt hierin niet uitgelegd als een eenzijdig marktgeoriënteerd proces maar als de vertaling van specifieke private en publieke belangen in structurele institutionele veranderingen op een of meerdere schaalniveaus (nationaal, EU, mondiaal). De liberalisering van markten is niet een eenzijdig privaat belang maar een pijnlijk proces waarbij veilige havens voor een aantal publieke en private spelers worden afgebroken ten gunste van belangen die samenhangen met een toename in de internationale concurrentie. Hierbij ontstaan nieuwe winnaars en verliezers.¹²

De globalisering van kapitaalmarkten is de achtergrond voor een ander debat over demografie, verzorgingsstaten en kapitaalmarkten. In deze discussie worden pensioenfondsen niet gezien als bijverschijnsel van het hierboven beschreven proces maar als prominente dragers van de veranderingsprocessen. Al in 1976 kwam Peter Drucker met de term 'pensioenfondskapitalisme' waarmee hij de gestage groei van de reserves van pensioenfondsen in de VS aanduidde. Op termijn, zo redeneerde hij, zouden deze institutionele investeerders de effectenbeurs domineren. Peter Drucker beschreef dit proces als een 'onvoorziene revolutie' vanwege het gebrek aan belangstelling voor deze slapende reuzen in kringen van beleidsmakers en financiële elites in het midden van de jaren zeventig.¹³

Sinds het midden van de jaren negentig zijn twee debatten over de relatie tussen vergrijzing, de verzorgingsstaat, en kapitaalmarkten te onderscheiden. Deze discussies gaan in op de vraag hoe de arrangementen van de verzorgingsstaat in ontwikkelde economieën kunnen worden aangepast aan de demografische veranderingen en welke rol kapitaalmarkten kunnen spelen bij de opbouw van pensioenreserves. Het eerste debat vindt plaats in kringen van beleidsmakers, hoofdzakelijk onder economen, in instituties als de Wereldbank, de OESO, het IMF en de Europese Commissie. Het is een brede coalitie van multilaterale instellingen, werkgeversorganisaties, financiële instellingen en nationale ministeries.¹⁴ Het tweede debat vindt plaats in sociaal-wetenschappelijke kringen en reflecteert kritisch over de analyses en de aanbevelingen van het eerste debat.¹⁵

Het startpunt van de analyse is de verandering van de demografische samenstelling van ontwikkelde economieën, in het bijzonder EU-landen en Japan. De gestage afname van het gemiddeld aantal geboorten per vrouw in de afgelopen veertig jaar in combinatie met een langere levensverwachting leiden tot een groei van de groep van economisch afhankelijken (vergrijzing). In OESO-landen daalde het aantal mensen in de leeftijdscategorie 18 tot 65 ten opzichte van de groep van 65+ (*old-age-dependency ratio*) van 7 op 1 in 1965 naar 5 op 1 in 2000.¹⁶ De voorspellingen laten een verdere daling zien in de richting van 3 op 1 in 2030 en 2 op 1 in 2050.¹⁷

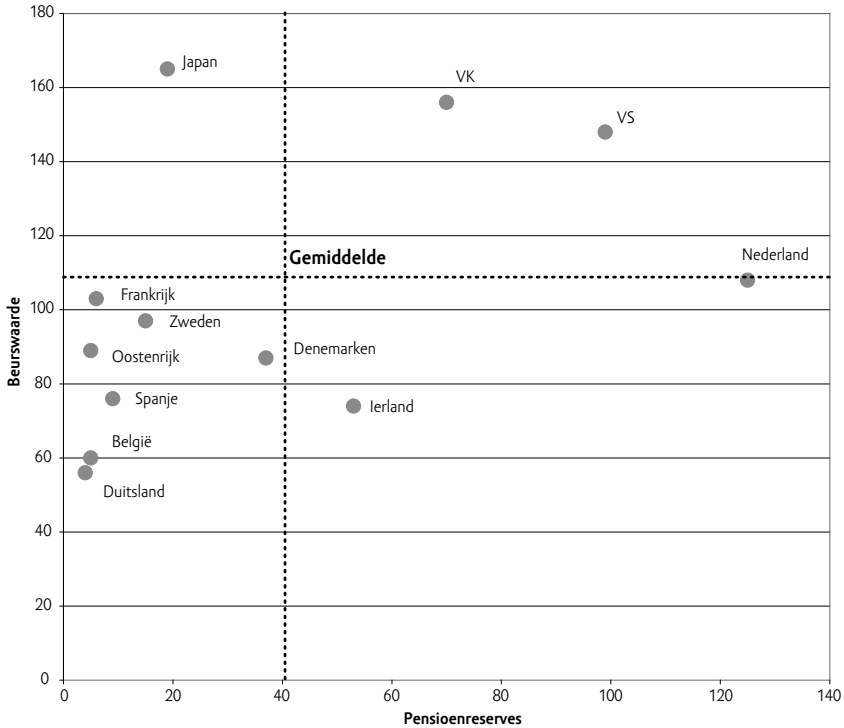
Pensioensystemen gebaseerd op een omslagstelsel – waarbij geen reserves worden opgebouwd maar de actieve beroepsbevolking betaalt voor de gepensioneerden – zijn als gevolg van de demografische voorspellingen in de analyse van de Wereldbank niet financieel houdbaar op de lange termijn. Bovendien betekent een dergelijk pensioensysteem een inbreuk op de solidariteit tussen generaties door de kosten niet evenredig te spreiden over verschillende leeftijdsgroepen. Naarmate de verhouding tussen werkenden en niet-werkenden daalt, stijgen de lasten voor de actieve beroepsbevolking zonder dat er (pensioen-)reserves zijn om dit te verevenen.¹⁸

In 1994 kwam de Wereldbank met het baanbrekende rapport *Averting the Old Age Crisis* waarin de bank een voorstel deed voor een pensioenstelsel dat gebaseerd was op drie pijlers. In dit voorstel bestond de eerste pijler uit een universeel dekkend, publiek georganiseerd en uit belastingopbrengsten dan wel door een omslagsysteem opgebracht pensioen (zoals de Nederlandse AOW). De tweede pijler bestond uit een arbeidafhankelijk pensioensysteem waarbij de deelname verplicht gesteld is en dat kapitaalgedekt is (met andere woorden: er wordt collectief gespaard voor de pensioenen). De derde pijler zou een vrijwillig privaat aanvullend pensioen zijn ('het Zwitserleven gevoel'). Het pensioenstelsel zoals de Wereldbank dat voorstaat is in feite vergelijkbaar met het Nederlandse stelsel. Een belangrijk verschil in de voorstellen en de praktijk in Nederland is de inrichting van de tweede pijler. In Nederland functioneren pensioenfondsen voornamelijk op basis van *defined benefit*, waarbij de pensioenuitkering in principe van tevoren bekend is. Hiertegenover staat het *defined contribution* systeem dat overwegend in andere landen met een grote tweede pijler voorkomt. Bij dit systeem zijn pensioenuitkeringen volledig afhankelijk van de beleggingsresultaten van het pensioenfonds, vaak op het specifieke moment van pensionering.

Dit hoofdstuk focust op de tweede pijler en gaat niet in op het voorstel als geheel of de aannames die ten grondslag liggen aan het rapport, noch op de discussie over wenselijkheid en haalbaarheid.¹⁹ De kapitaaldekking van de tweede pijler betekent, ongeacht of het publiek of privaat, individueel of collectief georganiseerd is, dat financiële reserves worden opgebouwd waardoor de geaggregeerde besparingen toenemen en geïnstitutionaliseerd raken.²⁰ Figuur 4.1 (pagina 84) laat zien dat bestaande kapitaalgedekte pensioensystemen samenhangen met grote en liquide effectenbeurzen. Dit hoofdstuk zal focussen op die samenhang tussen de opbouw van financiële reserves onder een tweede pijler en de ontwikkeling van kapitaalmarkt.

Het zijn de landen die voldoen aan de kenmerken van de typische Anglo-Amerikaanse variant van kapitalisme die grote pensioenreserves combineren met liquide effectenbeurzen.^{21,22} Nederland combineert deze kenmerken (grote effectenbeurs en pensioenreserves) met de institutionele eigenschappen van continentaal Europese landen en is hiermee als 'hybride' type politieke economie een relatieve buitenbeen.²³ De samenhang tussen bepaalde kapitaalmarkten en pensioenfondsen maakt dat de discussie over het vergroten van de tweede pijler een discussie wordt over welk type kapitaalmarkt we willen hebben.²⁴ De voorgestelde hervormingen van de Wereldbank en gelijkgestemde beleidsmakers worden door critici daarom ook gezien als het paard van Troje voor de opbouw van Anglo-Amerikaans georiënteerde kapitaalmarkten in continentaal Europa.²⁵

Figuur 4.1 Marktkapitalisatie van de beurs en pensioenreserves als gedeelte van het BNP in 2005 in een aantal OECD-landen



Bron: IMF, 2006 (Marktkapitalisatie) en OECD institutional investors database (pensioenreserves)

We kunnen in ieder geval vaststellen dat de kapitaaldekking van toekomstige pensioenverplichtingen in de meeste OESO-landen, met name de belangrijkste Euro-landen (Duitsland, Frankrijk en Italië) niet van de grond is gekomen in de afgelopen vijftien jaar, ondanks de sterke inzet van een brede en machtige coalitie. Dit hoofdstuk gaat niet in op de discussie over de verklaring voor het achterblijven van hervormingen in deze landen en de convergentie van verschillende nationale varianten van kapitalisme onder druk van de vergrijzing.²⁶ Het is hier van belang om het pensioenfondskapitalisme te limiteren tot een specifieke inrichting van de kapitaalmarkt die zich vooralsnog voornamelijk concentreert in landen met typische Anglo-Amerikaanse institutionele eigenschappen.

Pensioenfondsen zijn van invloed op de inrichting van kapitaalmarkten door de grootte en het type vraag naar beleggingsmogelijkheden en portfoliodiversificatie.²⁷ Het zijn actoren die van zich doen gelden en de structuur

waarin ze opereren actief vormgeven. Dit is te zien in het historische overzicht dat in de volgende delen van dit hoofdstuk is uitgewerkt. In eerste instantie zien we dat de structuur van de effectenbeurs in Amsterdam, Londen en New York, die al vele decennia onveranderd was gebleven, in de jaren zeventig onder druk komt te staan door de steeds grotere transacties van pensioenfondsen.²⁸ In de jaren tachtig zien we de groei van een industrie voor vermogensbeheer geclusterd in Londen en New York.²⁹ Vervolgens neemt het totale vermogen van institutionele beleggers toe van 59 procent van de wereldeconomie in 1990 tot 125 procent in 2000.³⁰ Deze groei versterkt de concentratie van het vermogensbeheer in de grootste financiële centra waar na 2000 een handvol investeringsbanken temidden van steeds langere ketens van gespecialiseerde intermediairs grotere volumes van innovatieve producten en diensten produceren en distribueren. Het is in deze periode dat het beheer van de Nederlandse pensioenfondsen grotendeels in buitenlandse handen komt.

Dit hoofdstuk laat zien dat de continu stijgende vraag van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers naar beleggingsmogelijkheden cruciaal was voor de ontwikkeling van kapitaalmarkten, en daarom belangrijk voor het begrip van de huidige crisis. De stille revolutie die Peter Drucker voorzag, heeft zich voltrokken. De economie van financiële markten is gekenmerkt door een schaarste aan beleggingsmogelijkheden. De aanbodkant heeft zich hierdoor met weinig weerstand kunnen ontwikkelen. Verpakte kredieten en innovatieve financiële diensten en producten vonden een gretige aftrek bij pensioenfondsen. Hiermee was de vraagkant van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers de tegenspeler van de innovatie investeringsbanken en andere intermediairs die vraag en aanbod bijeen brachten. Bij de discussie over de achtergrond van de huidige financiële crisis is het daarom ook van belang om niet alleen de aanbodzijde en de (de)regulering hiervan te betrekken. De vraagkant als functie van demografische ontwikkeling betekent dat de vraag naar beleggingsmogelijkheden groot blijft (*excess liquidity*). Er is immers een spaarpot die ergens in belegd moet worden. Zolang de brandstof voor verpakte kredieten en andere innovatieve producten en diensten aanwezig is, zal het onmogelijk zijn om het aanbod met regels te beperken. Een 'oplossing' kan alleen gevonden worden als institutionele beleggers erkend worden als onderdeel van het probleem in plaats van passief slachtoffer.

De collectivisering van het spaargeld als probleem, 1970-1982

In 1970 had de Amsterdamse beurs een verenigingsstructuur. Deze vorm van zelfbestuur door de leden zou blijven voortbestaan tot de beursnotering in

1997. Het handelssysteem, de reglementen, het besluitvormingsproces en de cultuur van de gemeenschap van handelaren (banken, commissionairs en hoekmannen) was vrijwel onveranderd gebleven sinds de laatste grote opschudding in de jaren dertig.³¹ Hierin was de Amsterdamse beurs niet anders dan andere beurzen zoals de London Stock Exchange (LSE) en de New York Stock Exchange (NYSE).³² Deze beurzen waren in handen van de intermediairs. Zij vormden de leden van de vereniging en kozen hun eigen bestuur. De klanten van de beurs, de particuliere en de institutionele beleggers en de bedrijven en overheden die emissies plaatsten, waren grotendeels uitgesloten van deze naar binnen gekeerde club.

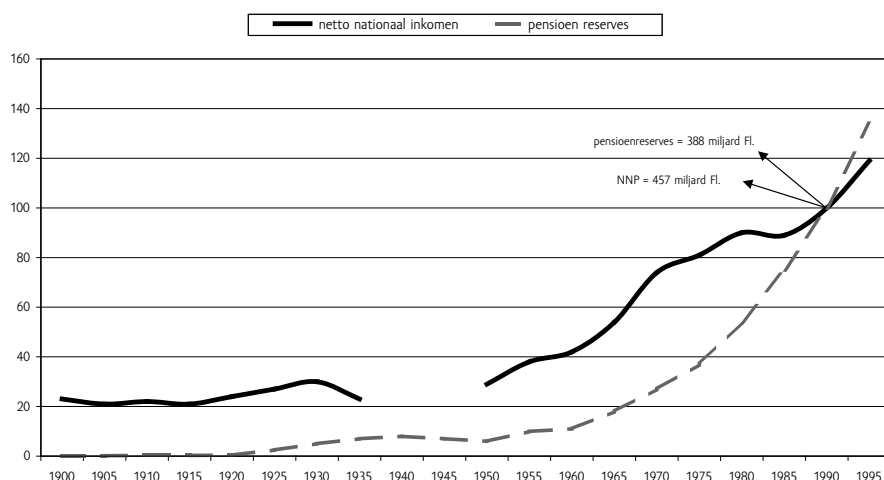
Het handelssysteem van de beurs was georganiseerd rond hoekmannen (in het Engels: *market makers*). Dit waren tussenhandelaren voor de andere leden van de beurs (commissionairs en banken) die niet zonder tussenkomst van de hoekman onderling of 'in house' transacties mochten plegen.³³ Het was verplicht om 'over de hoek te gaan'. De hoekman handelde alleen met leden van de beurs en niet met particuliere of institutionele beleggers. De functie van de hoekman was het verzamelen van bied- en laatprijzen van de verschillende handelaren en op basis hiervan prijzen af te geven waartegen het hoekmansbedrijf handel dreef. Doordat het hoekmansbedrijf verplicht was prijzen af te geven en als tegenpartij optrad, werd de liquiditeit van specifieke aandelen en obligaties op de markt actief ondersteund. Een markt is liquide als een transactie een minimale invloed heeft op de prijs. Hierbij is van belang de grootte van de transactie die gepleegd kan worden zonder de prijs te beïnvloeden, de fluctuatie en de tijd waarbinnen de prijsvorming weer binnen bepaalde marges is.³⁴

Dit handelssysteem met een hoekman als centrale speler in de prijsvorming en de executie van transacties ('*quote driven*') was het gangbare model in de LSE en de NYSE in de jaren zeventig en later op de optiebeurzen van Chicago en Amsterdam.³⁵ De *quote driven* handel was ingericht op het verwerken van relatief lage handelsvolumes en kleine transacties. Dit handelssysteem kwam onder druk te staan door de groei van pensioenfondsen en beleggingsfondsen als Robeco in de jaren zeventig.³⁶ Ondanks dat Nederlandse pensioenfondsen in vergelijking met pensioenfondsen uit de VS en Groot-Brittannië weinig handel dreven in beursgenoteerde fondsen en een portfolio hadden die voor ruim 80 procent bestond uit onderhands geplaatste (staats) obligaties, leidde hun groei in de jaren zeventig tot spanningen op de Amsterdamse effectenbeurs.

In 1976 schreef professor Renooij (hoogleraar monetaire economie aan de VU) in het huisblad voor beursleden en beleggers, *Beursplein 5*, een gewaagd stuk waarin hij een poging deed om de ontwikkelingen van de beurs in de

volgende 25 jaar te beschrijven.³⁷ In zijn analyse vormden pensioenfondsen de grootste bedreiging voor de beurs in het jaar 2000. In de jaarverslagen van de Amsterdamse effectenbeurs werd aan de groei van pensioenfondsen gereferreerd als de 'collectivisering van besparingen'.³⁸ De gedachte was dat de groei van 'collectieve fondsen' die voornamelijk in onderhandse markten belegden, de beurs als centrale markt voor particuliere beleggers op de langere termijn zou verdrijven. Op de korte termijn speelde een ander probleem van de collectivisering van besparingen voor de handelsinfrastructuur van de beurs.

Figuur 4.2 Ontwikkeling van de pensioenreserves en het netto nationale inkomen in Nederland, geïndexeerd (1990 = 100)

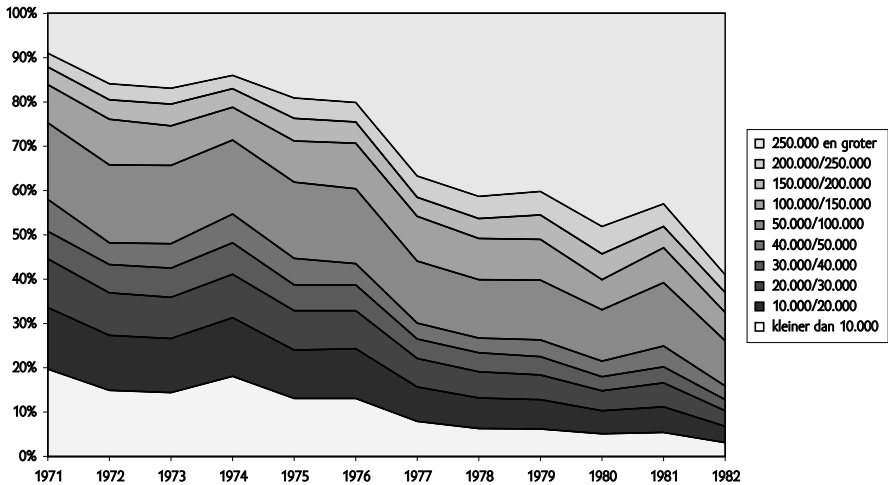


Bron: Gosslings 1998

Figuur 4.2 laat zien dat Nederlandse pensioenfondsen in de jaren zeventig sterk groeien. Ondanks dat beursgenoteerde aandelen en obligaties niet meer dan 10 procent van het portfolio van het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds uitmaakten, leidde de sterke groei van het totale beheerde vermogen tot schokgolven op de Amsterdamse beurs. De verandering van de transactiegrootte op de Amsterdamse effectenbeurs is te zien in figuur 4.3. In 1971 was 76 procent van alle transacties op de Amsterdamse beurs kleiner dan 10.000 gulden, dit daalde tot 49 procent in 1982.³⁹ De transacties die groter waren dan 250.000 gulden groeiden van 0,2 procent in 1971 via 2,2 procent in 1978 tot 3,4 procent van de transacties in 1982.⁴⁰ Anders gezegd, transacties tot

10.000 gulden maakten in 1971 nog 19,7 procent van de omzet van de beurs uit, terwijl in 1982 het aandeel van deze transacties in de omzet gedaald was tot 3,1 procent. De grootste transacties (meer dan 250.000 gulden) groeiden van 9 procent in de totale omzet 1971 tot 59 procent in 1982.⁴¹

Figuur 4.3 Percentage van de totale omzet per transactiegrootte op de Amsterdamse effectenbeurs, 1971-1982



Bron: VVDE 1975, 1979 and 1983

Deze radicale verandering van de marktstructuur leidde tot tegenstellingen tussen de gevestigde orde van de leden van de beurs (intermediairs) en de institutionele beleggers. De toenmalige handelsinfrastructuur was niet ingericht op grote transacties. De kapitaalbasis van de intermediairs was te klein en de banken die lid waren van de Amsterdamse beurs leverden deze diensten niet. In de VS leidde een vergelijkbare tegenstelling tussen de gevestigde belangen van de beursleden en de institutionele beleggers al vroeg tot ingrijpen van de *Securities and Exchange Commission* (SEC) in 1975.⁴² De vaste commissies die de *market makers* (*specialist* in NYSE jargon) in rekening brachten werden afgeschaft en hun monopoliepositie werd door de SEC doorbroken.

In Groot-Brittannië bleken de leden van de LSE in eerste instantie niet in staat om zich aan te passen aan de veranderde omstandigheden. Naast de LSE was in Londen sinds het begin van de jaren zestig de Eurodollarmarkt gevestigd. Dit was een sterk groeiende en dynamische onderhandse markt in dollar gedenomineerde kredieten die werd gedomineerd door buitenlandse

banken.⁴³ In de VS en Groot-Brittannië was bij wet geregeld dat banken geen lid van de beurs mochten zijn. De druk vanuit institutionele beleggers en de parallelle internationaal georganiseerde onderhandse Eurodollarmarkt leidde in de LSE niet tot aanpassingen. De interne sociale controle werd geïnstitutionaliseerd en verscherpt. Leden die handel dreven in Eurodollarmarkt obligaties werden geroyeerd.⁴⁴ Deze opstelling werd uiteindelijk door Margaret Thatcher doorbroken met de 'big bang' in 1986. Banken werden toegelaten tot de beurs, de verplichting om via de hoekman (*jobber* in LSE jargon) te handelen werd losgelaten en de vaste commissies werden geliberaliseerd.⁴⁵

In Amsterdam was geen sprake van overheidsingrijpen. De leden van de beurs hebben zich in de jaren zeventig gecommitteerd aan een aantal projecten die geleidelijk resulteerden in een structurele verandering van de beurs. In 1970 werd de commissie 'Herziening beursstructuur' gevormd.⁴⁶ Deze commissie kwam in 1972 met een rapport dat als basis moest dienen voor de aanpassing van de beurs aan de nieuwe tijd.⁴⁷ De beurs kreeg een professionele, voltijds voorzitter. Hiernaast werden de rechten en plichten van de verschillende leden duidelijker afgebakend. Ook werden de voorbereidingen getroffen voor de Wet Giraal Effectenverkeer die in 1977 in werking zou treden. Deze wet maakte het mogelijk om het effectenbedrijf te 'dematerialiseren'. Met de intreding van het girale handelssysteem hoefden transacties van obligaties en aandelen niet meer fysiek geleverd te worden.

De positie van de hoekman stond in deze periode niet ter discussie. Om het handelssysteem toch in staat te stellen om grotere transacties af te handelen werd door de beurs een meerderheidsbelang genomen in de Kas-Associatie.⁴⁸ Dit was een gespecialiseerde bank die in dienst van de beursorganisatie commissionairs en hoekmannen in staat zou stellen om grotere posities in te nemen waardoor grotere transacties afgehandeld zouden moeten worden. Andere innovatieve en baanbrekende projecten uit de tweede helft van de jaren zeventig waren de oprichting van de Amsterdamse optiebeurs (EOE, *European Options Exchange*) in 1978 en ASAS (*Amsterdam Security Account System*) in 1980. ASAS was een handelssysteem om direct in aandelen van de NYSE te handelen. Dit handelssysteem werd mogelijk gemaakt door het nieuwe girale systeem van de VS en Nederland met elkaar te combineren en was onder andere bedoeld om institutionele beleggers te bedienen.⁴⁹

Kortom, de jaren zeventig vormden een dynamische periode voor de beurs. De handels- en besluitvormingstructuren die sinds de jaren dertig stil hadden gestaan in de statuten werden in tien jaar tijd drastisch veranderd door de leden van de beurs. De innovaties zoals het girale effectenverkeer en ASAS leidde tot lagere kosten en sterke efficiëntieverbetering. De optiebeurs had een aantal moeilijke beginjaren maar zou midden jaren tachtig een centraal

onderdeel worden van Amsterdam als financieel centrum.⁵⁰ Deze periode van grote projecten was een reactie op de groeiende mobiliteit van kapitaal door deregulering, technologische vernieuwing, en groeiende institutionele beleggers. Maar het was ook een proactieve strategie die de centrale rol van de leden van de beurs, de intermediairs, had versterkt. Ondanks de grotere handelsvolumes, de toegenomen snelheid van de girale afwikkeling van transacties, de vroege globalisering van transacties en de optiemarkt als speelveld voor innovaties was de gemeenschap van Amsterdamse handelaren grotendeels onveranderd gebleven.

De globalisering van financiële markten en de hoop van pensioenfondsen, 1988-1998

De eerdergenoemde *big bang* in Londen in 1986 was direct merkbaar in Amsterdam.⁵¹ Doordat in Londen de kapitaalsbasis van handelshuizen snel was gegroeid door een overnamegolf door veelal investeringsbanken uit de VS, en de hoekman als verplichte tussenhandelaar was uitgeschakeld, was de LSE in staat om veel grotere transacties te verwerken en de algehele transactiekosten fors te verlagen voor grote transacties.⁵² Een snelle tegenmaatregel van de Amsterdamse effectenbeurs was het loslaten van de centrale rol van de hoekman in de groothandel in staatsobligaties in het AIM-handelssysteem in 1986.⁵³

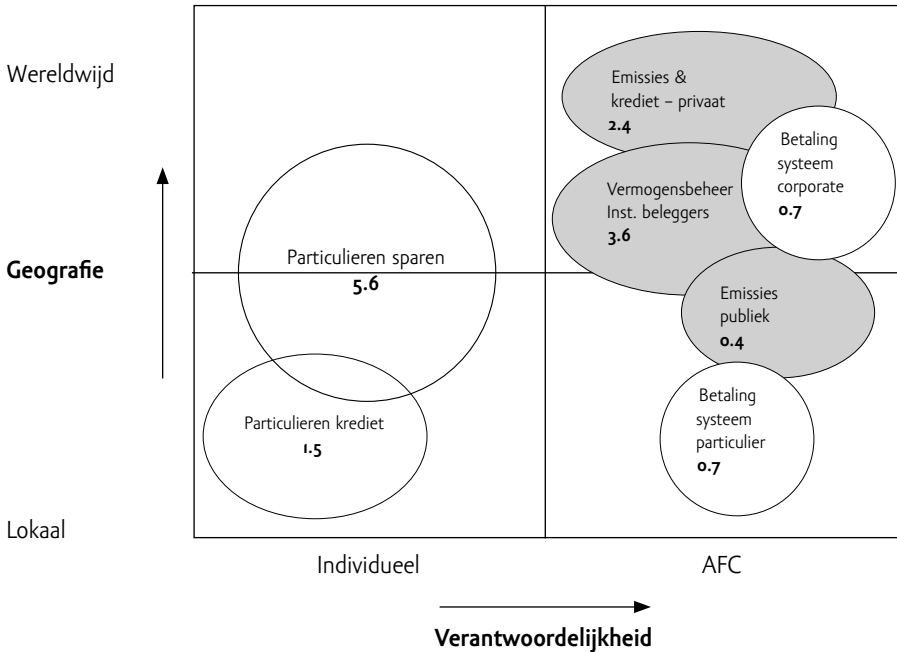
In de jaren tachtig bedroeg de jaarlijkse emissie van Nederlandse staatsobligaties ongeveer 40 miljard gulden. Deze emissiemarkt (de primaire markt) bleef stevig gevestigd in Nederland. De omzet in de verdere handel in Nederlandse staatsobligaties (de secundaire markt) werd in 1987 voor 45 procent gegenereerd door in het buitenland – voornamelijk Londen – gevestigde partijen. In 1989 was het buitenlandse aandeel gegroeid tot 55 procent.⁵⁴ In 1991 zou nog 21 procent van de omzet in Nederlandse staatsobligaties in Nederland worden gegenereerd.⁵⁵

Ook was de emissiemarkt voor private obligaties van grote Nederlandse ondernemingen in korte tijd naar Londen verplaatst. Het buitenlandse aandeel in de totale kapitaalbehoefte (emissies van beursgenoteerde en onderhandse aandelen en obligaties en kredietverlening) van het Nederlandse bedrijfsleven groeide sterk. In 1978 kwam 21 procent van de 17,8 miljard gulden die Nederlandse bedrijven aantrokken uit het buitenland. In 1989 was het buitenlandse aandeel gestegen tot 37 procent van een totaal van 19,3 miljard gulden.⁵⁶

Tegen de achtergrond van sterk toenemende buitenlandse concurrentie kwam in 1988 een initiatiefgroep bijeen om de organisatie *Amsterdam Financial Centre* (AFC) op te richten. Het doel van AFC was het formuleren en het

coördineren van een Nederlands antwoord op de liberalisering en deregulering van concurrerende buitenlandse financiële markten. Amsterdam moest weer als financieel centrum op de kaart gezet worden. De AFC-groep bestond uit private en publieke partijen, met als centrale spelers De Nederlandsche Bank (DNB), het ministerie van Financiën, de Gemeente Amsterdam, de Amsterdamse effectenbeurs, de optiebeurs, de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), en de grote Nederlandse banken en beleggingsfondsen. In thematische werkgroepen van het AFC waren ook andere partijen actief als de PTT, en landelijke organisaties van juristen en makelaars. Het eerste anderhalf jaar van AFC stond in het teken van studie, reflectie en discussie. McKinsey werd permanent ingehuurd om de eigen leden te interviewen, een brede analyse te presenteren en de discussie in goede banen te leiden. Het bestuur van AFC besprak elke maand een gedetailleerd voortgangsrapport van McKinsey.

Figuur 4.4 Model om aandachtsgebieden voor het AFC-project te identificeren door McKinsey in 1988.



○ Omvang en cijfer geeft de omvang van de markt aan in miljarden gulden.

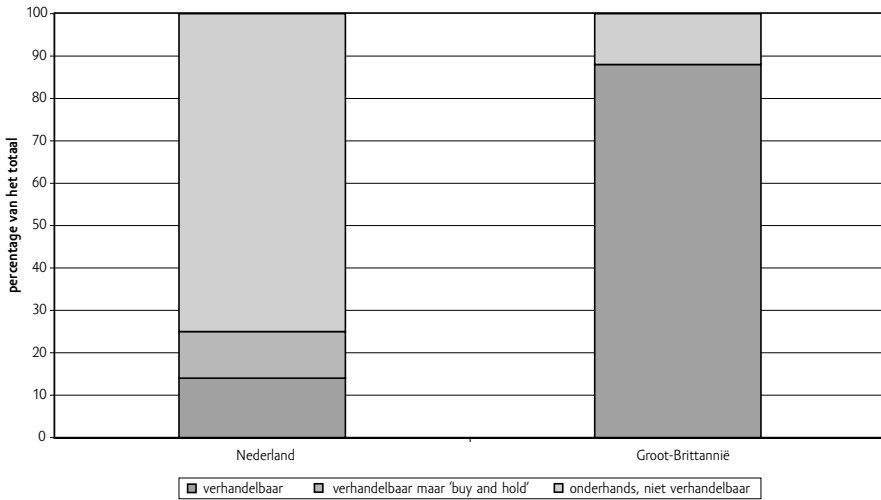
Bron: DNB: AFC- 2.691

De uitkomst van de brede consultatieronde was een document waarin drie speerpunten werden aangewezen op basis van de analyse van een model met twee variabelen. In figuur 4.4 is een reproductie van het conceptuele model van McKinsey te zien die aan het AFC-bestuur werd gepresenteerd. De eerste variabele was de mate van buitenlandse concurrentie en de mobiliteit van de producten en diensten. De tweede variabele was de mate waarin individuele actoren verantwoordelijk waren en de mate waarin AFC als groep een verschil kon maken. In de rechter bovenhoek zien we de marktsegmenten waar de buitenlandse concurrentie groot is in combinatie met een gedeelde verantwoordelijkheid. De drie speerpunten in de rechterbovenhoek waren: (1) de secundaire markt voor staatsobligaties; (2) de emissies van private obligaties en (3) het portefeuilebeheer van institutionele beleggers.⁵⁷ De analyse van McKinsey maakte duidelijk dat de drie primaire actoren (pensioenfondsen, banken en effectenbeurs) op de Nederlandse kapitaalmarkten radicale stappen zouden moeten zetten om een aansluiting te vinden bij de ontwikkelingen in Londen en New York.

De pensioenfondsen maakten geen onderdeel uit van de initiatiefgroep of van het bestuur van AFC maar waren wel betrokken (via vertegenwoordiging van het ABP) bij de latere uitwerking in themagroepen. Het portefeuilebeheer van pensioenfondsen was cruciaal in de strategie van AFC. Het idee was dat een actieve beleggingsstrategie van pensioenfondsen zou leiden tot een bloeiende markt voor portefeuilebeheer. Nederlandse banken zouden hierdoor een grotere thuismarkt voor fondsbeheer krijgen en Anglo-Amerikaanse investeringsbankactiviteiten kunnen ontwikkelen. Een actievere opstelling van pensioenfondsen zou voor de effectenbeurs en de optiebeurs een omslag kunnen betekenen van een markt die gericht was op particuliere beleggers naar een markt voor institutionele beleggers. De hoop van de AFC-strategie was dus expliciet gebaseerd op het 'ontwaken' van Nederlandse pensioenfondsen die de Nederlandse intermediairs de nodige brandstof zouden verschaffen om op gelijke voet te komen met buitenlandse concurrenten. Dat hier veel potentieel lag blijkt uit onderstaande figuur 4.5.

In 1986 was het totale beheerde vermogen van Nederlandse pensioenfondsen 404 miljard gulden (93 procent van het bruto nationaal product (bnp)). In Groot-Brittannië was dit 1.049 miljard gulden (83 procent bnp) en in Duitsland 450 miljard gulden (21 procent bnp).⁵⁸ In figuur 4.5 is te zien dat Nederlandse pensioenfondsen in het midden van de jaren tachtig minder dan 20 procent van het beheerde vermogen actief in beursgenoteerde fondsen belegden (obligaties en aandelen). Pensioenfondsen uit Groot-Brittannië belegden in deze periode bijna 90 procent van hun beheerde vermogen in beursgenoteerde fondsen. De boodschap van de AFC-groep was helder. De Nederlandse pensioensector was een rijpe vrucht, klaar om geplukt te worden.

Figuur 4.5 Portfolio van pensioenfondsen in Nederland en Groot-Brittannië in 1986



Bron: DNB: AFC-2.691

De Nederlandse banken kwamen slecht uit de analyse van McKinsey. Een belangrijk deel van de achterstand van Nederlandse banken op de banken in Londen en New York werd verklaard door het gebrek aan een ontwikkeling van typische investeringsbankactiviteiten bij Nederlandse banken. De klachten kwamen vanuit grote transnationale Nederlandse ondernemingen als Akzo, KLM, Philips en Unilever.⁵⁹ De grootste achterstand lag op het gebied van fusies en overnames (ook wel M&A activiteiten genoemd), emissies en fondsbeheer. Ook uit een enquête bij Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars kwam naar voren dat het fondsbeheer een zwakke plek was bij de grote Nederlandse banken.⁶⁰

De kern van de kritiek was de kwaliteit van de medewerkers. Er was een noodzaak voor hoger opgeleid personeel met ervaring in actief vermogensbeheer. De geënquêteerde pensioenfondsen en bedrijven gaven aan dat ze het liefst te maken hadden met fondsbeheerders die ervaring hadden in Londen en New York. Door een gebrek aan R&D bij het Nederlandse bankwezen was de achterstand op het actief beheren van fondsen groot in vergelijking met banken in de grotere financiële centra. Hiernaast was het serviceniveau van Nederlandse banken aan de grotere institutionele klanten, in het bijzonder pensioenfondsen, simpelweg te laag in vergelijking met de Anglo-Amerikaanse investeringsbanken (inclusief Deutsche Bank).⁶¹

De effectenbeurs kreeg ook een onvoldoende in de rapportages van McKinsey aan AFC voor de mate waarin het effectief kon concurreren met buitenlandse handelsplatformen.⁶² De projecten van de jaren zeventig waren effectief geweest in het vergroten van de verwerkingscapaciteit enerzijds en het behouden van de basisstructuur van de beurs anderzijds. Na de liberalisering van de LSE was dit laatste geen optie meer. De centrale rol van hoekmannen en commissionairs in de prijsvorming en de executie van transacties stond de ontwikkeling van een concurrerende groothandel in de weg.⁶³

Met de lancering van het actieplan *Amsterdam gateway to Europe* in 1989 gaf de AFC-groep aan welke strategie gevolgd zou worden.⁶⁴ De uitwerking en de implementatie vonden plaats in 22 werkgroepen, variërend van lokale zaken als infrastructuur en arbeidsmarkt tot nationale wetgeving en de aanpassing van de effecten- en optiebeurs aan de vraag van pensioenfondsen. In deze laatste werkgroepen werd in detail gewerkt aan de aanpassing van de beursstructuur en de lancering van innovatieve producten om het vermogen van pensioenfondsen effectief te kunnen beheren. De AFC-groep besloot in 1994 om zich op te heffen nadat het succesvol een aantal structurele projecten had uitgevoerd op deze gebieden.

De hernieuwde hervormingsdrift van de effectenbeurs zou een periode inluiden van tien jaar waarin de beurs van een zelfstandige vereniging, met een fysieke handelsvloer (zogenaamd *open outcry*) en een *quote driven* handelssysteem zou veranderen in een beursgenoteerde onderneming. Centraal in de veranderingen in deze periode staat het vergroten van de groothandel ten dienste van pensioenfondsen en buitenlandse intermediairs ten koste van de traditionele machtsbasis van de beurs (commissionairs en hoekmannen). De effectenbeurs zou de handelsvloer verlaten en een schermenbeurs worden met grotendeels een '*order driven*' handelssysteem.⁶⁵ In een *order driven* handelssysteem wordt vraag en aanbod direct op elkaar afgestemd zonder tussenkomst van een hoekman.

De eerste stap in deze reeks van veranderingen werd gezet aan het einde van de AFC-periode met de introductie van het *Amsterdam Trading System* (ATM) in 1994. In het ATM werden twee nieuwe handelssystemen geïntroduceerd voor de groothandel (ASSET en AIDA) waarin professionele partijen zonder tussenkomst van de traditionele intermediairs handel konden drijven.⁶⁶ De handel op deze twee handelsplatformen vond plaats via de telefoon en computer. Hiernaast bleef de handelsvloer bestaan voor de particuliere handel. De hoekman bleef hier de centrale speler in de prijsvorming en de executie van transacties.

Naast de scheiding van de twee marktsegmenten (groothandel en particulier) maakte een verandering in de Europese wetgeving het mogelijk om

zogenaamde 'remote members' op de beurs toe te laten.⁶⁷ Dit waren leden van de beurs die niet fysiek of juridisch in Nederland waren gevestigd. Dit leidde ertoe dat veel investeringsbanken die in Londen waren gevestigd *remote member* van de Amsterdamse effectenbeurs werden en direct de concurrentie aangingen met de lokale commissionairs en banken.

De hoekmannen en de commissionairs raakten door deze hervormingen verder gemarginaliseerd. Een aantal hoekmansbedrijven specialiseerde zich in het handelen voor eigen rekening,⁶⁸ maar de meeste zelfstandige leden van de beurs verdwenen door fusies en overnames. Aan het einde van deze periode van consolidatie rond 2000 was een handvol zelfstandige handelsfirma's over. Dit waren niet meer de traditionele familiebedrijven met minder dan tien medewerkers,⁶⁹ maar veelal grotere beursgenoteerde handelshuizen met meer dan honderd medewerkers die actief waren op meerdere markten (optiemarkt, *commodities*, valuta en effectenhandel) zoals AOT. De handelaren op de beursvloer die destijds actief waren refereren aan deze periode met termen als 'professionalisering' en 'een verlies van gemeenschapsgevoel'.⁷⁰

In deze periode kwamen beurzen wereldwijd in beweging. De toegenomen concurrentie tussen de verschillende handelsplatformen leidde tot een steeds grotere druk om de transactiekosten te verlagen.⁷¹ Hiernaast kregen traditionele beurzen te maken met de concurrentie van nieuwe alternatieve elektronische handelsplatformen die steeds efficiënter grote transacties voor institutionele beleggers konden uitvoeren door te opereren in de anonimiteit.⁷² Ruben Lee noemt dit nieuw type handelsplatform een MONSTER (*Market-Oriented New System for Terrifying Exchanges and Regulators*).⁷³ Tegen deze achtergrond van een groeiende concurrentie van conventionele en alternatieve handelsplatformen, de druk om te blijven investeren in nieuwe digitale handelssystemen, en de marginalisering van de traditionele lokale machtsbasis van de vereniging, fuseerde de effectenbeurs met de optiebeurs en werd het een beursgenoteerd bedrijf (Amsterdam Exchanges) in 1997.

Met de beursnotering volgde de Amsterdamse effectenbeurs ontwikkelingen elders.⁷⁴ In 1993 was de beurs van Stockholm de eerste beurs die een beursgenoteerde onderneming werd. In tien jaar tijd zouden de meeste vooraanstaande beurzen het voorbeeld volgen.⁷⁵ De Amsterdamse effectenbeurs was veranderd: waar het in de jaren 70 nog een gesloten vereniging was die zichzelf kon besturen, waar de intermediairs het rijk voor zich alleen hadden, en waar de landsgrenzen de buitenlandse concurrentie op een veilige afstand hielden, was het nu een commercieel bedrijf in een internationaal geliberaliseerde markt. Niet de handel en de handelaren maar de aandeelhouders werden bepalend. De beursnotering van de effectenbeurs was het sluitstuk op de verschuiving van de machtsrelaties van kleine lokale intermediairs naar we-

reldwijd georiënteerde pensioenfondsen, investeringsbanken en multilaterale handelsplatformen. In dit nieuwe krachtenveld konden de meeste nationale handelsplatformen niet meer concurreren.

Pensioenfondsen openen de jacht op Alfa, 1998-2008

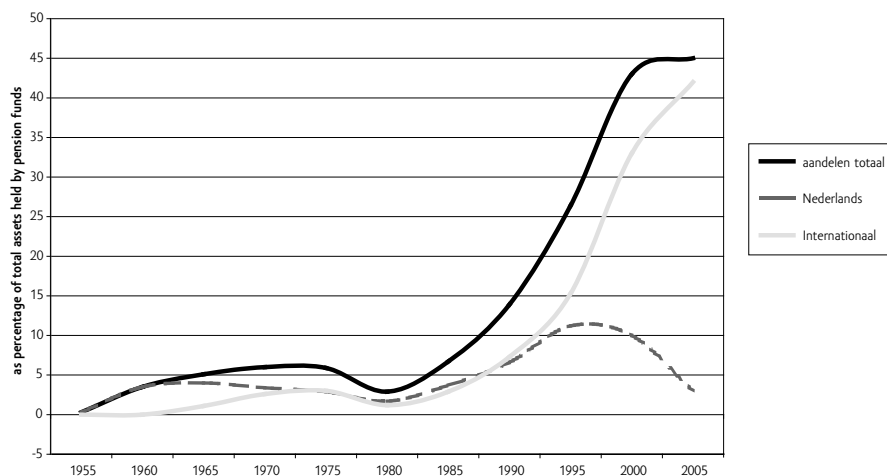
Vanaf het midden van de jaren negentig was niet alleen de beursorganisatie in beweging maar ook de beurshandel. Huishoudens in OESO-landen brachten hun spaargeld massaal naar de beurs waar de koersen explodeerden – totdat ze ineenkaptten in 2000.⁷⁶ De belangrijkste private spelers van de voormalige AFC-groep kozen in deze periode ieder voor zich een internationaal georiënteerde strategie. Het 'financieel centrum' Amsterdam als gemeenschappelijk project van de nationale kampioenen raakte als idee snel verloren in deze periode. De banken, onder aanvoering van ABN Amro, zochten aansluiting bij de Anglo-Amerikaanse investeringsbanken en begonnen met een internationale diversificatiestrategie.⁷⁷ De Amsterdamse effectenbeurs zou al snel na de beursnotering fuseren met de beurzen van Parijs en Brussel tot Euronext in 2000. En de Nederlandse pensioenfondsen zouden massaal investeren in buitenlandse effecten en toenemend gebruik maken van Anglo-Amerikaans georiënteerde vermogensbeheerders.⁷⁸

Het totale bezit van buitenlandse aandelen door Nederlandse ingezetenen steeg van 18 miljard euro in 1986 via 25 miljard in 1990 tot 50 miljard in 1995 en uiteindelijk tot 261 miljard in 1999.⁷⁹ Het Nederlandse bezit van buitenlandse obligaties liet eenzelfde patroon zien: van 16 miljard euro in 1986 naar 232 miljard euro in 1999. Tegenover deze groei van buitenlandse effecten in handen van Nederlandse ingezetenen stond een even indrukwekkende groei van Nederlandse effecten in buitenlandse handen. De totale voorraad van grensoverschrijdende effecten (import en export van effecten) was van 1995 tot 2000 bijna verviervoudigd van 280 miljard euro naar 1.100 miljard euro.⁸⁰

Nederlandse pensioenfondsen waren de belangrijkste spelers in deze grensoverschrijdende diversificatie van kapitaal in de hoogtijdagen van de *ICT-boom*. Aan de ene kant zien we een afname van het bezit van onderhandse effecten bij Nederlandse pensioenfondsen van 50 procent van het totale portfolio in 1990 naar 10 procent in 1999.⁸¹ Hiertegenover staat de toename van beursgenoteerde effecten (aandelen en obligaties) in het bezit van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen van 25 procent (1985), via 50 procent (1995) en 75 procent (1999) tot 80 procent in 2000.⁸² In figuur 4.6 is te zien dat de toename van het aandelenbezit van Nederlandse pensioenfondsen voornamelijk een toename van buitenlandse aandelen be-

trof in de tweede helft van de jaren negentig. Het portfolio van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars globaliseerde in Nederland significant sneller en meer dan andere OESO-landen in de periode 1995-2007.⁸³ Het aandeel van buitenlandse effecten (aandelen en obligaties) in het portfolio van Nederlandse institutionele beleggers steeg van 24 procent in 1995 tot 54 procent in 2000 en 73 procent in 2007.⁸⁴

Figuur 4.6 Aandelen als percentage van de totale portefeuille van Nederlandse pensioenfondsen, 1955-2005



Bron: (1) 1955-1995, Goslings 1998, P 973; (2) 1995-2005, CBS Statline; (3) 2006, IFSL Pension Fund Database

Er zijn een aantal verklaringen te geven voor de samenhang tussen de groei van aandelen in het portfolio van pensioenfondsen en de internationale diversificatie. Als we kijken naar indicatoren als de voorraad van buitenlandse directe investeringen in en vanuit Nederland, en als het buitenlandse bezit van Nederlandse aandelen dan is Nederland binnen de groep van OESO-landen een van de meest open economieën in deze periode.⁸⁵ Vanaf midden jaren negentig nemen grensoverschrijdende kapitaalbewegingen toe in alle OESO-landen. In Nederland is deze tendens bovengemiddeld. Dit heeft onder meer te maken met de grote aantallen transnationale ondernemingen in Nederland maar ook met de omvang van de gehele financiële sector ten opzichte van de rest van de economie. De omvang van de Nederlandse financiële sector (bankactiva, kapitalisatie effectenbeurs en overige kredietverstrekking) was

829 procent van het bnp in 2006. Hiermee valt Nederland in een categorie van kleinere OESO-landen als Ierland (877 procent) en België (764 procent) met een uitzonderlijk grote financiële sector.⁸⁶ Deze omvangrijke financiële reserves zijn te groot om effectief (prudent) binnen de landsgrenzen te spreiden.⁸⁷

Hiernaast speelt in Nederland ook mee dat de samenstelling van de Amsterdamse effectenbeurs een effectieve spreiding in Nederlandse effecten in de weg staat. De vijf grootste noteringen domineerden de AEX-index gedurende de jaren tachtig en negentig. In 1996 was het aandeel van de drie grootste noteringen in het totaal ruim 60 procent (Shell 45 procent, Unilever 13 procent en Philips 6,5 procent).⁸⁸ Pensioenfondsen die in deze periode massaal aandelen inkochten konden daardoor niet binnen de landsgrenzen blijven zonder in hun eigen staart te bijten. Om de portefeuille met aandelen te diversificeren waren daarom buitenlandse markten nodig.

Voor pensioenfondsen was de klap van de ineensstorting van de beurskoersen in 2000 de katalysator om van beleggingsstrategie te veranderen. De lagere beurskoersen leidden tot een directe verslechtering van de dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen. De lagere rente in de VS en in de Eurozone leidde tot een netto verslechtering van de langetermijnverplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen.⁸⁹ Een daling van de rente betekent dat pensioenfondsen meer geld opzij moeten leggen om op de langere termijn dezelfde verplichtingen te garanderen. De rente werkt bovendien als een (negatieve) hefboom. Een verlaging van 1 procentpunt leidt tot een veelvoud in de procentuele verhoging van het bedrag dat nodig is om aan dezelfde pensioenverplichtingen te kunnen voldoen. Hogere kosten en lagere opbrengsten waren twee problemen die wereldwijd bij institutionele beleggers zichtbaar werden en vroegen om een antwoord.⁹⁰

Het wereldwijde vermogen van institutionele beleggers was in de jaren negentig snel toegenomen van 14.000 miljard dollar (59 procent van de wereldeconomie) in 1990 tot 39.000 miljard dollar (125 procent van de wereldeconomie) in 2000.⁹¹ De verhouding tussen de verschillende typen institutionele beleggers zou vanaf 1990 stabiel blijven. Pensioenfondsen, beleggingsfondsen en (levens)verzekeringsmaatschappijen hadden ieder ongeveer 30 procent van het totale vermogen onder hun beheer. De resterende 10 procent is in de laatste twintig jaar in wisselende samenstelling ingenomen door een gemêleerde groep van hedgefondsen, *private equity* fondsen en *sovereign wealth* fondsen.⁹²

Kortom, naast Nederlandse pensioenfondsen was het totale vermogen dat beheerd werd door de gezamenlijke institutionele beleggers wereldwijd sterk toegenomen in een korte tijd. Het beheer van deze grote spaarpotten kreeg te maken met een strategische koerswijziging in de richting van alternatieve me-

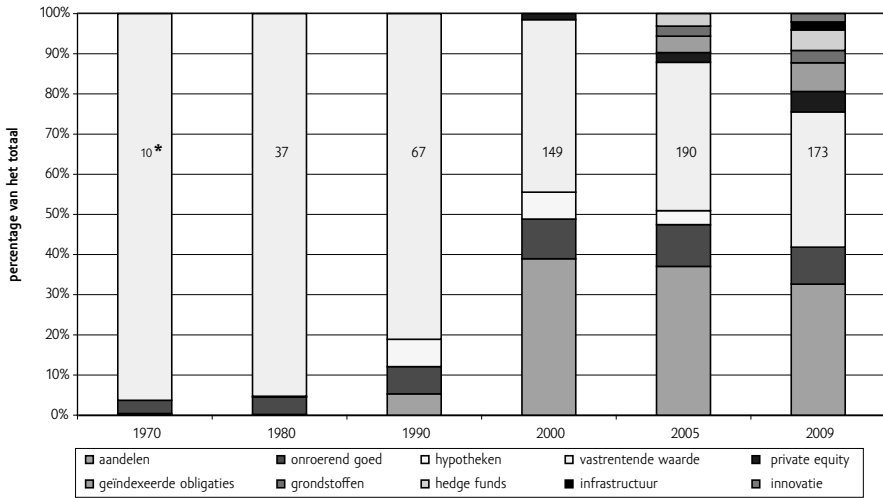
thoden en fondsen na het einde van de ICT-*boom* in 2000.⁹³ Naast het vermogensbeheer dat de beursindex volgde (bèta) en bestond uit opbrengsten die relatief zijn ten opzichte van de hele index en per definitie gecorreleerd zijn aan de koersontwikkeling van wereldwijde indices, won een nieuwe strategie in deze periode aan populariteit, de zogenaamde alfastrategie. Deze strategie is gebaseerd op investeren in ongecorrleerde fondsen (ongecorreleerd aan wereldwijde beursindices) en gaat uit van het behalen van 'absolute opbrengsten'.⁹⁴

De voornaamste aanbieders van alfaopbrengsten in de periode 2000-2008 zijn de zogenaamde *alfa boutiques* die geconcentreerd zijn in de *alpha villages* van Londen (Mayfair) en New York (Manhattan en Connecticut).⁹⁵ Deze *alfa boutiques* zijn hedgefondsen en *private equity* fondsen die vaak gekoppeld zijn aan de grote investeringsbanken en pensioenfondsen.⁹⁶ De *alpha villages* zijn clusters van deze vermogensbeheerders die zich in de nabijheid van elkaar en van complementaire gespecialiseerde diensten (juridisch, *backoffice*, *clearing*, *credit rating* en public relations) vestigen.⁹⁷ Het aantal hedgefondsen wereldwijd steeg van 3000 in 1996 tot 6000 in 2002 en uiteindelijk 9000 in 2006.⁹⁸ Het beheerde vermogen door hedgefondsen wereldwijd steeg van 500 miljard dollar in 2000 naar 2.250 miljard dollar in 2007.⁹⁹

In het licht van deze sectorbrede aanpassing na het einde van de ICT-*boom* moet de koerswijziging van het portfoliobeheer van Nederlandse pensioenfondsen na 2000 worden gezien. De grootste Nederlandse pensioenfondsen (ABP en PGGM) waren in staat om zichzelf in te kopen in de *alpha villages*.¹⁰⁰ De kleinere pensioenfondsen konden de hoge kosten van aanpassing aan de complexe omgeving niet opbrengen en besteedden het vermogensbeheer in toenemende mate uit aan externe vermogensbeheerders.¹⁰¹ De markt voor het (fiduciair) vermogensbeheer van Nederlandse pensioenfondsen ontwikkelde zich snel in deze periode. Uit een enquête van KPMG onder Nederlandse pensioenfondsen bleek dat slechts 8 procent van de respondenten in 2006 geen gebruik maakte van externe vermogensbeheerders.¹⁰²

Cijfers van Bureau Bosch laten zien dat de vermogensbeheerders van buitenlandse investeringsbanken (Merrill Lynch, Barclays en Goldman Sachs) in korte tijd een belangrijk deel van de Nederlandse markt hebben veroverd. Het totale extern beheerde vermogen steeg van 276 miljard euro in 2001 naar 386 in 2005 en naar 541 miljard euro in 2006.¹⁰³ Van dit extern beheerde vermogen was in 2006 ruim 59 procent (320 miljard euro) in handen van de top-10 vermogensbeheerders. Van deze tien grootste spelers zijn er vier Nederlands. In totaal is het vermogen dat wordt beheerd door buitenlandse beheerders gestegen van 50 procent in 2005 naar 59 procent in 2006.¹⁰⁴

Figuur 4.7 Portfolio ontwikkeling van het ABP, 1970-2009



* Totale vermogen (EUR mrd)

Bron: ABP 2006b

Het ABP geeft goed de omslag weer in de afgelopen veertig jaar. In figuur 4.7 is de historische ontwikkeling van het portfoliobeheer van het ABP te zien. Tot 1990 is het gebruik van obligaties, voornamelijk onderhandse, dominant. Aandelen maken in 1990 niet meer dan 5 procent van het totale portfolio uit. Als het ABP in december 1995 wordt geprivatiseerd, begint de strategie in de richting van die van Nederlandse ondernemingspensioenfondsen te verschuiven (zoals de fondsen van Shell en Philips). Deze hebben sinds de vroege jaren zestig grotere posities in actief effectenbeheer (aandelen en obligaties) en minder in onderhandse obligaties.¹⁰⁵ Vanaf 2000 verandert het karakter van de portfolio sneller. Het aandelenvolume neemt toe tot bijna 40 procent en *private equity* doet zijn intrede. In de jaren die hierop volgen groeit het aandeel van ‘alternatieve’ fondsen, zoals grondstoffen, hedgefondsen, *private equity* en infrastructuur en onroerend goed fondsen tot een totaal van 25 procent in de planning voor 2009.

Conclusie

De hierboven omschreven periode laat zien dat pensioenfondsen wereldwijd de gehele tendens van geografische concentratie en innovatie van het vermogensbeheer hebben gevolgd en vormgegeven. De verandering van Eu-

ropese en nationale wetgeving vanaf de jaren negentig en de ontwikkeling van digitale multinationale handelsplatformen faciliteerden het proces. De tegenspelers waren de grote Anglo-Amerikaanse investeringsbanken en de gespecialiseerde vermogensbeheerders die na het barsten van de ICT-bubbel het aanbod van diensten en producten organiseerden voor pensioenfondsen. De ontwikkeling van innovatieve producten en diensten in deze periode werd vormgegeven door een interactie tussen vraag en aanbod van beleggingsmogelijkheden en beleggingvehikels. In dit hoofdstuk is de vraagkant benadrukt. Hieruit blijkt dat de groei van pensioenreserves als functie van demografische ontwikkelingen als autonoom proces de evolutie van het financiële systeem mede heeft vormgegeven.

De pensioenreserves in Nederland groeiden uit van probleem in de jaren zeventig tot de hoop van centrale spelers in de jaren tachtig en negentig. Vanaf midden jaren negentig raakten de pensioenreserves echter op drift. Dit toont een gebrek aan consistente en langetermijnbeleidsontwikkeling op het gebied van het beheer van pensioenreserves van private en publieke actoren in Nederland aan. Ondanks dat Nederland wereldwijd een van de grootste pensioenreserves per hoofd van de bevolking heeft, is deze stille revolutie nog steeds niet effectief getemd door Nederlandse beleidsmakers. Nederlandse vermogensbeheerders zijn ook niet in staat gebleken om deze thuiswedstrijd te winnen. De grootste spaarpotten van Nederland dobberen daarom noodgedwongen rond op de woelige baren van de mondiale kapitaalmarkten.

De rol die de vraagkant heeft gespeeld bij de ontwikkelingen van financiële markten in de laatste vier decennia moet beter belicht worden om grip te krijgen op alle factoren die geleid hebben tot de financiële crises. Dit hoofdstuk heeft laten zien dat de pensioenfondsen een belangrijke rol gespeeld hebben in de ontwikkeling en groei van de markten van 'exotische' financiële producten die zo een belangrijke rol in de crisis speelden. Zolang de vraagkant geen onderdeel wordt gemaakt van het probleem is het de vraag of momenteel voorgestelde uitwegen uit de crisis adequaat zullen zijn. Interessanter is nog of de vraagkant ook een rol kan spelen bij de weg voorwaarts uit de crisis. De huidige financiële crisis is in een aantal bijdragen in de media voorgesteld als een zogenaamde 'perfecte storm': elementen met ieder een eigen dynamiek komen met elkaar in aanraking en muteren in een sterker en samenhangend proces. Een voorbeeld hiervan is de watersnoodramp van 1953 in Zeeland die het gevolg was van de specifieke combinatie van windrichting, windsterkte en stand van de maan (springtij). De financiële crisis vindt op dit moment plaats in een context waarin een aantal niet direct gerelateerde ontwikkelingen zich steeds meer doen gelden. Hier valt te denken aan de dreigende

energieschaarste, klimaatverandering en vergrijzing. Dit is wellicht de 'echte' perfecte storm die ons staat te wachten. Met het oog op die perfecte storm, en dan vooral de energieschaarste en klimaatverandering, wordt van verschillende kanten opgeroepen om te investeren in een 'Green New Deal' als middel om duurzaam uit de huidige economische en financiële crisis te raken. Daarbij worden pensioenfondsen steeds vaker genoemd als mogelijke financiers en langetermijnpartners in 'duurzame' en 'groene' structurele investeringen.¹⁰⁶ De vraag is echter of pensioenfondsen, die primair als taak hebben de oudedagvoorziening te financieren in een toekomst die vergrijst, hiervoor geschikte spelers zijn. De rol bij het ontstaan van de crisis die in dit hoofdstuk beschreven is doet vermoeden dat een grote omslag in het handelen van pensioenfondsen nodig zou zijn om als financiers van een *Green New Deal* op te treden.

Noten

- 1 Met dank aan de archiefmedewerkers van de Stichting Vereniging voor de Effectenhandel en De Nederlandsche Bank.
- 2 Blackburn, 2002; Minns, 1998; Clark, 2000; Davis, 2000a; Dixon, 2009; Engelen, 2003; Leimgruber, 2008.
- 3 Davis, 2000a, 2000b.
- 4 OECD, 2008.
- 5 Zoals ook blijkt uit enkele andere bijdragen in deze bundel.
- 6 Cohen, 1996; Helleiner, 1994; Sobel, 1996; Strange, 1996.
- 7 Michie, 2006; Lee, 1998.
- 8 Underhill, 1997.
- 9 Konings, 2009. Zie ook de inleiding van deze bundel.
- 10 Strange, 1996, 1997.
- 11 Underhill, 2006; Mügge, 2008.
- 12 Underhill, 1998.
- 13 Drucker, 1976; Dixon, 2009; Engelen, 2003.
- 14 World Bank, 1994; OECD, 1998b; EU Ecofin, 2000; Deutsche Bank, 1999; European Roundtable of Industrialists, 1999.
- 15 Blackburn, 2002; Clark, 2000, 2003; Dixon, 2009; Engelen, 2003; Leimgruber, 2007; Minns, 2001.
- 16 OECD, 2008.
- 17 Clark, 2003.
- 18 World Bank, 1998; EU Ecofin, 2000.
- 19 Zie daarvoor bijvoorbeeld Stiglitz & Orszag, 1999.
- 20 Davis, 2000; IMF, 1998; OECD, 2000; World Bank, 1998.

- 21 Landen die niet zijn opgenomen in de figuur vanwege verschillen in datareeksen maar wel een grote pensioenreserve met een grote effectenbeurs combineren zijn: Zwitserland, Australië en Canada.
- 22 Blackburn, 2001; Clark, 2000; Dixon, 2009; Engelen, 2003; Minns, 2001.
- 23 Engelen et al, 2008. Zie ook het hoofdstuk van Mügge in deze bundel voor een uitgebreidere bespreking van nationale 'varianten van kapitalisme'.
- 24 Clark, 2000; Dixon, 2009.
- 25 Minns, 2001; Blackburn, 2002.
- 26 Dixon, 2009.
- 27 Davis, 2000a, 2000b.
- 28 Michie, 2006.
- 29 Clark, 2000, 2003; Leyshon & Thrift, 1997.
- 30 Cijfers voor institutionele beleggers zijn geraadpleegd bij de OECD institutional investor data base; cijfers voor bbp komen uit de IMF World Economic Outlook database.
- 31 VVDE 1998a, 1998b. De afkorting VVDE staat voor Vereniging Voor De Effectenhandel, vanaf 1998 Stichting Vereniging voor de Effectenhandel.
- 32 Michie, 2006.
- 33 In de VS en Groot-Brittannië was het niet toegestaan voor banken om lid van de beurs te zijn. In Amsterdam waren banken prominente leden van de beurs.
- 34 Black, 1971.
- 35 Michie, 2006.
- 36 Robeco groeide sterk in de jaren zestig en was in 1970 het grootste Nederlandse beleggingsfonds met een totaal beheerd vermogen van 2,9 miljard gulden (VVDE, 1971).
- 37 VVDE, 1976.
- 38 VVDE, 1973 en 1975.
- 39 VVDE, 1975, 1983.
- 40 VVDE, 1975, 1979, 1983.
- 41 VVDE, 1975, 1983.
- 42 Michie, 2006.
- 43 Bell, 1973; Cassis, 2006.
- 44 Michie, 1999.
- 45 Leyshon & Thrift, 1997.
- 46 VVDE, 1971.
- 47 VVDE, 1972, 1998.
- 48 VVDE, 1974b.
- 49 VVDE, 1982.
- 50 VVDE, 2008a, 2008b.
- 51 VVDE, 1998b.

- 52 Michie, 1999; Cassis, 2006; Leyshon & Thrift, 1997.
- 53 Schram, 2004.
- 54 DNB: AFC-2.691-Oliver, Wyman & Company, 1989.
- 55 Parool, 1994.
- 56 DNB-AFC, 2.691.
- 57 DNB: AFC-2.691.
- 58 DNB: AFC-2.691.
- 59 DNB: AFC-2.691.
- 60 DNB: AFC-2.689.
- 61 DNB: AFC-2.689.
- 62 Scholtens, 1993; DNB: AFC-2.691.
- 63 Schram, 2004.
- 64 AFC, 1989.
- 65 VVDE, 1998b.
- 66 Schram, 2004.
- 67 Engelen & Grote 2009; Lee, 1998.
- 68 Schram, 2004.
- 69 VVDE, 1998b.
- 70 VVDE, 1998b.
- 71 Aggarwal, 2002; Lee, 1998.
- 72 Lee, 2003.
- 73 Lee, 1998, 2002.
- 74 Aggarwal, 2002; Lee, 2003.
- 75 De verschillende jaren van beursnotering: Helsinki Stock Exchange 1995, Copenhagen Stock Exchange 1996, Amsterdam Stock Exchange 1997, Borsa Italia 1997, Australian Stock Exchange 1998, Iceland Stock Exchange 1999, Toronto Stock Exchange, Hong Kong Stock Exchange, Deutsche Börse, Nasdaq en London Stock Exchange 2000. Zie Aggarwal, 2002.
- 76 Stiglitz, 2003.
- 77 DNB, 2001. Zie ook het hoofdstuk van Mügge in deze bundel.
- 78 OECD, 2008; DNB, 2009b.
- 79 DNB, 2000a; DNB, 2002.
- 80 DNB, 2002.
- 81 DNB, 2000b.
- 82 DNB, 2000b.
- 83 OECD, 2008.
- 84 In 2005 was het buitenlandse aandeel in de totale portefeuille van institutionele beleggers de volgende: Groot-Brittannië (30 procent), Zwitserland (52 procent), Zweden (35 procent), Italië (52 procent), Duitsland (52 procent), België (64 procent), Oostenrijk (48 procent). Bron: OECD, 2008.

- 85 Engelen et al, 2008. Data voor buitenlandse directe investeringen uit de UNCTAD FDI database, data voor buitenlandse bezit van aandelen uit FESE 2008.
- 86 In 2006 was de omvang van de financiële sector als gedeelte van het bnp in andere OESO-landen de volgende: Groot-Brittannië (686 procent), Frankrijk (615 procent), Zweden (440 procent), VS (430 procent), Duitsland (382 procent). Bron: IMF 2008
- 87 DNB, 2002.
- 88 VVDE, 2008b.
- 89 ABP, 2006a.
- 90 The Bank of New York & Casey Quirk & Associates, 2006; CREATE, 2006.
- 91 OECD Institutional Investor database voor vermogensbeheer van institutionele beleggers en de IMF World Economic Outlook database voor wereld bnp gegevens.
- 92 OECD Institutional Investor database. Pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen beheren gezamenlijk ruim 50 procent van het kapitaal van alle institutionele beleggers tezamen. Beleggingsfondsen, *private equity* en hedgefondsen beheren op hun beurt grotendeels kapitaal voor deze twee typen institutionele beleggers.
- 93 ABP 2006a, 2006c; CREATE, 2006; OECD, 2008; Banque de France, 2007.
- 94 ABP, 2006c; Banque de France, 2007; DNB, 2009a.
- 95 CREATE, 2006; IFSL, 2008.
- 96 De twee grootste hedgefondsen in termen van vermogensbeheer aan het einde van 2006 zijn JPMorgan Asset Management (34 miljard dollar) en Goldman Sachs Asset Management (33 miljard dollar) en het grootste *'fund of funds'* is UBS Global Asset Management (45 miljard dollar) aan het einde van 2005. Bron: IFSL, 2007b.
- 97 BIS, 2007; Clark, 2002; Tickell, 2000.
- 98 IFSL, 2007b.
- 99 IFSL, 2007b.
- 100 Het ABP zette in Manhattan het hedgefonds 'New Holland Capital' op en kocht samen met PGGM het *private equity*-fonds Alpinvest in 1999 (ABP 2006a).
- 101 DNB, 2008.
- 102 KPMG, 2006.
- 103 Bureau Bosch, 2007.
- 104 Bureau Bosch, 2007.
- 105 PVK, 2000.
- 106 VBDO, 2009.

Bibliografie

- ABP (2006a) *Hoe ABP belegt*, Lecturis
- ABP (2006b) *Strategisch beleggingsplan ABP 2007-2009*
- ABP (2006c) *ABP-strategie voor beleggingen in hedge funds*

- AFC (1989) *Amsterdam: Financial Gateway to Continental Europe; Oproep tot Actie*
- Aggerwal, R. (2002) 'Demutualization and corporate governance of stock exchanges', *Journal of applied corporate finance*, vol 15(1), p.105-113
- Banque de France (2007) *Financial Stability Review: Special issue hedge funds*
- Bell, G. (1973) *The Euro-dollar Market and the International Financial System*, MacMillan
- BIS (2007) 'International banking centres: a network perspective', *BIS quarterly review*, 2007
- Black, F. (1971) 'Towards a fully automated stock exchange, part 1', *Financial Analysts Journal*
- Bureau Bosch (2007) *Trends op de Nederlandse Institutionele Vermogensbeheermarkt*
- Blackburn, R. (2002) *Banking on Death; Or, Investing in Life: The history and future of pensions*, Verso
- Cassis, Y. (2006) *Capitals of Capital: A history of International Financial Centres, 1780-2005*, Cambridge University Press
- Clark, G.L. & K. O'Connor (1997) 'The informational content of financial products and the spatial structure of the global financial industry' in: Kevin, R., (ed.) *Spaces of Globalization: reasserting the power of the Local*, Guilford Publications
- Clark, G.L. (2000) *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press
- Clark, G.L. (2002) 'London in the European financial service industry: locational advantage and product complementarities', *Journal of Economic Geography*, nr2, p. 433-453
- Clark, G.L. (2003) *European Pensions & Global Finance*, Oxford University Press
- Cohen, B. (1996) 'Phoenix risen: The resurrection of Global Finance', *World Politics*, 48 (2), p. 268-296
- CREATE (2006) *Tomorrows products for tomorrows clients: Innovation imperatives for global asset management*
- Deutsche Bank (1996) *From pension reserves to pension funds: an opportunity for the German financial market*
- Deutsche Bank (1999) *Pension funds for Europe*
- Davis, P. (2000a) *Pension funds, financial intermediation and the new financial landscape*, Pensions Institute, City University of London
- Davis, P. (2000b) *The implication of the growth of institutional investors for financial sectors*, Pensions Institute, City University of London
- Dixon, A. (2009) *Pension Fund Capitalism in Europe*, PhD Dissertation University of Oxford Hertford College
- DNB, *Historisch archief DNB, onbewerkt archief van AFC 1988-1994*

- DNB: AFC-2691: Vergaderstukken van de Initiatiefgroep, 1988-1993
- DNB: AFC-2691: Vergaderstukken van de Initiatiefgroep, 1988-1993, Oliver, Wyman & Company 1989
- DNB: AFC-2689: Vergaderstukken en besluitenlijsten van de stuurgroep, 1988 nov-1989
- DNB (2000a) *Statistisch bulletin*, september 2000
- DNB (2000b) *Statistisch bulletin*, december 2000
- DNB (2001) *Statistisch bulletin*, december 2001
- DNB (2002) *Statistisch bulletin*, februari 2002
- DNB (2008) *Statistisch bulletin*, september 2008
- DNB (2009a) *The Dutch Financial System; An Investigation of Current and Future Trends*
- DNB (2009b) *Statistisch bulletin*, juni 2009
- Drucker, P.F. (1976) *The unseen revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, Harper & Row
- Engelen, E. (2003) 'The logic of funding European pension restructuring and the dangers of financialisation', *Environment and Planning A*, 35 (8)
- Engelen, E. & M. Grote (2009) 'Stock Exchange Virtualization and the Decline of second tier Financial Centres – The cases of Amsterdam and Frankfurt', *Journal of Economic Geography*
- Engelen, E., Konings M. & R. Fernandez (2008) 'The rise of activist investors and patterns of political responses: lessons on agency', *Socio-Economic Review* 6(4)
- EU Commission (2000) *Progress report to the Ecofin Council on the Impact of ageing populations on public pension systems* Brussel: EU Economic Policy Committee
- European Round Table of Industrialists (1999) *European Pensions, An Appeal for Reform: pension schemes that Europe can really afford*
- FESE (2008) *European Exchange Report 2007*
- Gerwen, J. (2000) *De welvaartstaat: volksverzekeringen, verzekeringsconcerns, financiële dienstverleners en institutionele beleggers, 1945-2000*, NEHA
- Goslings, J. (1998) 'Beleggingen van levensverzekeraars en pensioenfondsen 1990-heden', in: Gerwen, J. & H. Leeuwen (1998) *Studies over zekerheidsarrangementen: risico's, risicobestrijding en verzekeringen in Nederland vanaf de middeleeuwen* NEHA
- Helleiner, E. (1994) *States and the Re-emergence of Global Finance*, Cornell University Press
- IFSL (2007a) *International Financial Markets in the UK*
- IFSL (2007b) *Hedge Funds, city business series*
- IFSL (2008) *Hedge funds, 2008*

- IMF (2005) *Global Financial Stability Report: Market developments and issues*, september 2005
- IMF (2006) *Global Financial Stability Report: Market developments and issues*, september 2006
- IMF (2007) *Global Financial Stability Report: Financial market turbulence, causes, consequences and policies*, september 2007
- IMF (2008) *Global Financial Stability Report: Containing systemic risk and restoring financial soundness*, april 2008
- KPMG (2006) *De pensioenwereld in 2007*
- Konings, M. (2009) 'The construction of US financial power', *Review of International studies*, 35
- Lee, R. (1998) *What is an exchange? The Automation, Management and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press
- Lee, R. (2002) 'The Future of Securities Exchanges', *Brookings Wharton papers on financial services*
- Lee, R. (2003) 'Changing Market Structures, Demutualization and the Future of Securities Trading', paper presented at: 5th Annual Brookings/IMF/World Bank Financial Markets and Development Conference 15 april 2003
- Leimgruber, M. (2008) *Solidarity without the State? Business and the shaping of the Swiss Welfare State, 1890-2000* Cambridge University Press
- Leyshon, A & N. Thrift (1997) *Money/Space: Geographies of Monetary Transformations*, Routledge
- Michie, R. (2006) *The Global Securities Market, a history*, Oxford University Press
- Michie, R. (1999) *The London Stock Exchange, a history*, Oxford University Press
- Minns, R (2001) *The cold war in welfare: stock markets versus pensions*, Verso
- Mügge, D.K. (2008) *Widen the Market, Narrow the Competition: The Emergence of Supranational Governance in EU Capital Markets*, PhD Dissertation Universiteit van Amsterdam
- OECD (1998a) *Adequacy and social security principles in pension reform*
- OECD (1998b) *The macroeconomics of aging, pensions and savings: a survey*
- OECD (2000) *Reforms for an aging society*
- OECD (2007) *Financial Market Trends No 93*
- OECD (2008) *Financial Market Trends No 95*
- PVK (2000) 'Toezicht op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en verzekeraars: de rol van de Pensioen- & Verzekeringskamer', *PVK studies*, 8
- Scholtens, L. (1993) *Het grote geld en de stad: Over de ontwikkeling van internationale financiële centra*, Amsterdam University Press

- Schram, T. (2004) *The Amsterdam Equity Market, 1986-2003 From an Open Outcry Specialist System to Order-Driven Screen trading AEX, Euronext*
- Sobel, A. (1994) *Domestic choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities markets*, University of Michigan Press
- Stiglitz, J. (2003) *The roaring nineties: why we're paying the price for the greediest decade in history*, Penguin Books
- Stiglitz, J. & Orszag, P. (1999) 'Rethinking pension reform: Ten myths about social security systems', paper presented at a World Bank conference 'New ideas about old age security', Washington DC, September 14-15 1999
- Strange, S. (1998) *Mad Money*, Manchester University Press
- Strange, S. (1997) 'The future of global capitalism; or will divergence persist forever?' in: Crouch, C. & W. Streeck (eds) (1997) *Political Economy of Modern Capitalism: Mapping Convergence and Diversity* London, Sage Publications
- Strange, S. (1996) *The retreat of the state, the diffusion of power in the world economy*, Cambridge University Press
- The Bank of New York & Casey Quirk & Associates (2006) *Institutional demand for hedge funds 2*
- Tickell, A. (2000) 'Finance and Localities', in: Clark, G.L., Feldman, F.M. & M.S. Gertler (2000) *The Oxford Handbook of Economic Geography*, Oxford University Press
- Underhill, G.R.D. (1997) 'Introduction', in: Underhill, G.R.D. (ed.) (1997) *The new world order in international finance*, Macmillan Press
- Underhill, G.R.D. (2006) 'Conceptualizing the Changing Global Order', in: Stubbs, R & Underhill, G.R.D. (eds.) *Political Economy and the Changing Global Order*, Oxford University Press, 3rd ed.
- Underhill, G.R.D. (1998) *Industrial crisis and the open economy: Politics, global trade and the textile industry in the advanced economies*, Macmillan Press
- VBDO (2009) *Asset managers – Part of the problem or part of the solution: An inquiry into SRI services Offered by Asset Managers to Pension Funds*
- VVDE (2008a) *30 jaar optiebeurs, 3 decennia, 3 locaties NYSE Euronext, LIFFE*, Stichting Vereniging voor de Effectenhandel
- (2008b) *25 jaar AEX NYSE Euronext*, Sonsbeek Publishers
 - (1998a) *120 jaar beurshandel in vogelvlucht*, Vereniging voor de Effectenhandel 1876-1996, Stichting Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1998b) 'Aan jou Van jou': Herinneringen aan de Amsterdamse beursvloer Stichting Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1983) *De Amsterdamse effectenbeurs in 1982* Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1982) *Beurplein 5*, november Vereniging voor de Effectenhandel

- (1979) De Amsterdamse effectenbeurs in 1978 Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1976) Beursplein 5, mei Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1975) De Amsterdamse effectenbeurs in 1974 Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1974a) De Amsterdamse effectenbeurs in 1973 Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1974b) Beursplein 5, januari Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1973) De Amsterdamse effectenbeurs in 1972 Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1972) De Amsterdamse effectenbeurs in 1971 Vereniging voor de Effectenhandel
 - (1971) Beursplein 5, juni Vereniging voor de Effectenhandel
- World Bank (1994) *Averting the Old Age Crisis; Policies to protect the old and promote growth*, Oxford University Press
- World Bank (1998) 'Institutional investors and security markets, which comes first', *Policy Research Working Paper*, no. 2032

5 Banken in crisis: sterker toezicht of beter bankieren?

Jasper Blom

Maandag 30 juli 2007 bericht de Britse zakenkrant de *Financial Times* over een winstwaarschuwing van een relatief kleine Duitse regionale bank, de IKB Deutsche Industriebank. Deze verwacht een 'significant lagere' winst te halen dan een week eerder nog aangekondigd. De tegenvaller wordt veroorzaakt door investeringen in effecten die gebaseerd zijn op *subprime* hypotheeklen uit de Verenigde Staten. De aandelenkoers van IKB stort in na dit nieuws. Onder leiding van KfW, een Duitse staatsbank met een groot aandeel in IKB, is haastig een reddingsoperatie op touw gezet. Een kapitaalinjectie van 3,5 miljard euro redt IKB van de ondergang. De crisis bij IKB maakt duidelijk dat de *subprime* crisis in de Verenigde Staten een veel breder effect heeft dan enkel in de VS, en was een voorbode van wat nog komen zou (zie ook de besprekingen van de crisis in het introductie- en slothoofdstuk). Tegelijk werpt deze episode de vraag op waarom een Duitse bank, die zich traditioneel richt op financiering van het regionale Midden- en KleinBedrijf (MKB), geïnvesteerd had in dit soort effecten. Het droeg toch zeker niet bij aan een bloeiend MKB in de regio Düsseldorf? En is er hier sprake van een incident waarin een beperkt groepje banken verkeerde investeringsbeslissingen heeft genomen, of is het een breder probleem? Is het een falen van de (Duitse) toezichthouders? Kortom, is er sterker toezicht nodig of moet er beter gebankierd worden?

In dit hoofdstuk zal worden betoogd dat de mislukte investering van de IKB Deutsche Industriebank alles te maken heeft met mondiale ontwikkelingen in het toezicht op banken en de invloed die deze hebben gehad op de bedrijfsvoering van banken. Dit maakt echter ook duidelijk dat het te kort door de bocht is om te zeggen dat er òf beter toezicht òf beter bankieren nodig is; het is en-en, de twee hangen nauw samen. De regelgeving omtrent het toezicht (vastgelegd in de zogenaamde Bazelse Kapitaalakkoorden) heeft bevorderd dat banken niet meer de traditionele intermediairs zijn tussen mensen die kapitaal over hebben en mensen die goede ondernemingsplannen hebben om in te investeren. Banken werken tegenwoordig vaak volgens het zogenaamde *originate-and-sell* model, waarin een bank kredieten uitzet en die

doorverkoopt op de kapitaalmarkt. Banken houden hypotheekleningen niet zelf in beheer, maar ‘verpakken’ ze in effecten die doorverkocht worden (zogenaamde securitisatie).¹ Dit levert een bijdrage aan financialisering, omdat er een constante handel kan ontstaan in een en dezelfde hypotheek (zowel bij het uitzetten als bij de securitisatie en secundaire handel in deze *Mortgage Backed Securities*). Hiermee jagen financiële markten zichzelf aan in de jaren negentig. Wat tijdens de huidige crisis echter pijnlijk duidelijk is geworden is dat de garantiestellingen die banken voor deze verpakte effecten gaven niet correct gewaardeerd werden en meer risico’s met zich meebrachten dan gedacht. Ook bestond de ‘kapitaalmarkt’ waarop de effecten verkocht werden niet altijd uit investeerders die het risico beter kunnen dragen, maar ook voor een groot deel uit andere banken (zoals het voorbeeld van IKB laat zien). Zo kunnen via de achterdeur de risico’s weer terug op de balans van banken komen.

In de internationale regelgeving over banktoezicht is ook veel nadruk gelegd op het creëren van een ‘*level playing field*’ (gelijk speelveld): banken zouden geen concurrentienadeel moeten ondervinden van buitenlandse banken omdat die onder een soepeler toezichtsregime vallen. Ook proberen toezichthouders de taken tussen binnenlandse en buitenlandse toezichthouders goed te verdelen, waarmee het toezicht een minder zware last legt op internationale banken. Beide aspecten van de mondiale coördinatie van het toezichtsregime gaven op z’n minst een steuntje in de rug aan de internationalisering van het bankwezen die al gaande was. Zo werden steeds meer banken actief op de Amerikaanse markt (en raakten zo betrokken bij de *subprime* securitisaties) en andersom werden de Amerikaanse banken actief in Europa.²

Er zijn verschillende verklaringen aan te dragen waarom het internationale bankwezen zo veranderd is, zoals innovaties in ICT, nieuwe visies op bedrijfsmanagement, en ‘globalisering’. Dat in dit hoofdstuk geconcentreerd wordt op de ontwikkelingen rond de regelgeving is niet alleen omdat deze ontwikkelingen een zeer belangrijke (zo niet de belangrijkste) rol gespeeld hebben, maar ook omdat deze ontwikkelingen een direct aanknopingspunt boden en bieden voor beleidsmakers om de ontwikkelingen in het internationale bankwezen bij te sturen. Dit hoofdstuk illustreert daarmee hoe concrete beslissingen van bankiers en/of toezichthouders hebben geleid tot een bankensysteem waarin de *subprime* crisis zo uit de hand kon lopen.

De internationale convergentie van toezichtstandaarden onder het zogeheten Bazel I Akkoord was in eerste instantie een reactie van met name de Amerikaanse toezichthouders op de Latijns-Amerikaanse schulden crisis uit de jaren tachtig. Het Akkoord moedigde banken echter ook aan om gebruik te maken van geavanceerde risicomodellen gecombineerd met securitisatie.³ Dit

vond vooral plaats bij de grootste, internationaal actieve banken. Deze banken hebben vervolgens succesvol gelobbyd om de internationale regels voor het toezicht verder aan te passen in deze richting. Dit heeft uiteindelijk geleid tot een herzien internationaal akkoord (het zogenaamde Bazel II Kapitaalakkoord) waarin het toezicht aangepast is aan deze nieuwe bankpraktijk en tegelijkertijd nieuwe eisen aan banken gesteld worden omtrent de kwaliteit van hun risicomangement. Nog los van de vraag of het achterliggende idee achter het gekozen type banktoezicht optimaal is (een vraag die sinds de crisis luider wordt opgeworpen in de financiële gemeenschap), wordt duidelijk uit het onderstaande verhaal dat een relatief gesloten gemeenschap van beleidsmakers en bankiers een dynamiek in gang bracht die onverwachte consequenties kan hebben. Hoewel de toezichthouders via indirecte, getrapte systemen meestal wel onder democratische controle staan, leidt dit in de praktijk niet tot substantiële wijzigingen in de Akkoorden, met alle gevolgen van dien voor actoren die niet vertegenwoordigd zijn in de onderhandelingen (zoals ontwikkelingslanden en bijvoorbeeld het MKB).

Bovenstaand argument wordt in de volgende paragrafen uitgewerkt. In de eerste paragraaf wordt kort besproken waarom regulering en toezicht op banken nodig is, waarna in de tweede paragraaf wordt geïllustreerd hoe het bankwezen zich ontwikkelde in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw. In de derde paragraaf wordt besproken hoe financiële toezichthouders hierop reageerden met wat later het Bazel I Kapitaalakkoord is gaan heten. De vierde paragraaf laat zien hoe Bazel I de bancaire sector veranderde, en daarmee de kiem legde voor een herziening van het toezicht. Deze herziening vond uiteindelijk plaats met de heronderhandeling van het eerste Akkoord naar het Bazel II Kapitaalakkoord, welke in de vijfde paragraaf besproken wordt. De laatste paragraaf vat de lessen samen die getrokken kunnen worden uit de ontwikkelingen in de bancaire sector, en kijkt naar het debat naar aanleiding van de huidige crisis over mogelijke aanpassingen in het banktoezicht.

Het toezicht op banken

Van oudsher kenmerkt de bancaire sector zich door een grote betrokkenheid van de overheid. Deze grote rol van de overheid kan met name verklaard worden door twee specifieke eigenschappen van de bancaire sector. Allereerst zijn banken geldscheppende instellingen, en daarom gevoelig voor zogenaamde *bank runs*. Ten tweede spelen banken een spilfunctie in het functioneren van de economie. Deze twee redenen worden momenteel ook naar voren gebracht om de overheidssteun aan banken te rechtvaardigen.

Banken functioneren als een intermediair op financiële markten. Simpel gesteld: ze ontvangen geld van rekening-couranthouders en lenen dit uit aan bedrijven en personen die dit nodig hebben. De meest primaire vorm van geldschepping ontstond al vrij snel na de opkomst van moderne banken. Het bleek dat banken minder geld in kas hoefden te houden dan mensen op hun rekening-courant hadden staan omdat niet iedereen tegelijk zijn rekeningsaldo opvraagt. Het geld dat zo 'overbleef' op de balans van banken kon opnieuw uitgeleend worden. Daarmee wordt 'nieuw' geld geschapen. Echter dit systeem werkt alleen zolang rekening-couranthouders er vertrouwen in houden dat de bank hun geld zal uitkeren op het moment dat zij dit nodig hebben, en zij niet allen op één moment hun tegoed opvragen. Zo'n informatie asymmetrie tussen de bank (die weet hoeveel geld het nog in kas heeft) en de rekeninghouder (die dat niet weet) is niet per se stabiel. Als er een plotselinge schok in het vertrouwen plaatsvindt, kan dit ertoe leiden dat rekening-couranthouders massaal hun geld terug gaan vragen en ontstaat er een liquiditeitscrisis bij de bank. Hiermee worden rekening-couranthouders vervolgens bevestigd in hun vermoeden dat de bank het geld mogelijk niet terug zal betalen, en verheugt de crisis zich. Een *bank run* is dus een zogeheten *self-fulfilling prophecy*: als er eenmaal een vertrouwenscrisis is, wordt die vanzelf gegrond door daadwerkelijke gebeurtenissen.⁴

Al vroeg in de crisis gebeurde dit bijvoorbeeld met de Northern Rock bank in Groot-Brittannië: nadat bezorgdheid ontstond over de invloed van de *sub-prime* crisis op Northern Rock bank vormden zich op 14 september 2007 lange rijen met rekeninghouders bij de filialen van de bank die hun geld terug wilden. Zo werd de bank in de handen van de overheid gedreven, die na enkele maanden Northern Rock nationaliseerde. Op dat moment was door de Britse overheid al een directe lening verstrekt van 26 miljard Britse pond en garanties op nog eens 30 miljard pond aan schulden. Nederland heeft natuurlijk zijn eigen voorbeeld van een *bank run* – zij het slechts zijdelings veroorzaakt door de crisis – met de ondergang van DSB. Na een oproep daartoe van Pieter Lakeman van de Stichting Hypotheekleed in het actualiteitenprogramma Goedemorgen Nederland op 1 oktober 2009 halen spaarders massaal hun geld weg bij DSB (in anderhalve week wordt ruim 600 miljoen euro weggehaald). Op 12 oktober neemt De Nederlandsche Bank (DNB) de controle over DSB over via een noodmaatregel en op maandagmorgen 19 oktober wordt DSB failliet verklaard.⁵ Hoewel ingewijden al langer wisten dat er iets niet goed zat bij DSB blijkt maar weer eens dat ook in de financiële sector vertrouwen te voet komt en te paard gaat.

Het probleem van liquiditeitscrises wordt nog versterkt doordat banken ook te maken hebben met een zogenaamde *maturity mismatch*. Het geld dat

ze ontvangen (rekening-courant en deposito's) heeft een kortere looptijd dan de leningen die ze uitzetten (bijvoorbeeld hypotheeken). Met andere woorden, de bank kan niet het uitgeleende geld snel terugvragen als meer rekening-couranthouders hun geld opnemen. Normaal gesproken vertrouwen banken op korte leningen tussen banken onderling mocht een bepaalde bank liquiditeit nodig hebben (het interbancaire leenverkeer). Zoals de kredietcrisis liet zien, kan deze interbancaire markt echter stokken (de *credit crunch*). Het mechanisme dat optrad was eigenlijk vergelijkbaar met een vertrouwenscrisis tussen depositohouders en een bank: een vertrouwenscrisis tussen de banken onderling (banken vreesden dat collega-banken wel eens failliet konden gaan en dus hun interbancaire leningen niet terugbetalen) leidde ertoe dat banken niet langer bereid waren onderling te lenen. Ook deze situatie is een *self-fulfilling prophecy*, en erger kon alleen voorkomen worden door grote liquiditeitsinjecties van centrale banken.

Naast het instabiele karakter van de bancaire sector is er nog een tweede reden waarom overheden van oudsher nauw toezicht houden: banken spelen een spilfunctie in het functioneren van de economie. Zonder kredietverstrekking kan geen internationale handel gedreven worden, ontbeert het innovatieve bedrijven aan fondsen en kunnen jonge mensen bijvoorbeeld moeilijk een woning kopen. Formeel gezegd: financiële intermediatie zoals banken verzorgen bevordert een efficiënte allocatie van middelen. Het maakt het makkelijker dat mensen met een (tijdelijk) surplus aan middelen dit investeren in projecten met het hoogste rendement. Tevens maken banken intertemporele substitutie van consumptie mogelijk. Consumptie kan uitgesteld worden door nu geld te sparen, maar belangrijker nog: mensen kunnen nu consumeren (zoals een huis kopen) en dit later terug betalen (middels een hypotheeklening). Deze zaken verhogen de welvaart van een bevolking, de financiële sector is als het ware de olie die de motor van het kapitalisme laat lopen. Juist door deze spilfunctie draagt de bancaire sector bij aan de economische groei, en heeft het stokken van de kredietverstrekking negatieve gevolgen voor de groei van de reële economie.

De bijzondere aard van de bancaire sector wordt over het algemeen aangevoerd als rechtvaardiging van relatief uitgebreide overheidsregulering van de sector.⁶ De 'zwaardere' regulering in vergelijking met andere sectoren begint al bij de oprichting van een bank. Naast de gebruikelijke eisen aan de oprichting van een onderneming, krijgen banken pas een vergunning na uitgebreide integriteitstoetsen van het bestuur uitgevoerd door DNB. Maar ook in de dagelijkse gang van zaken in de bancaire sector is er een relatief grote invloed van de overheid. Dit maakt de bancaire sector een goede casus om de institutionele inbedding van markten te analyseren, en de relatie tussen staat en

markt hierin. De manier waarop de overheid de regulering van de financiële sector exact vormgeeft (en hoe de banken hierop reageren) heeft een belangrijke invloed op de verdere ontwikkeling van de economie en de verdeling van inkomens. Wie betaalt de rekening van de bescherming van consumenten in de financiële sector? Ligt de nadruk op goedkope financiering van het bedrijfsleven, of krijgt de financiële sector meer ruimte om zich te ontwikkelen en winst te maken? Hoe ver gaat de overheid om financiële stabiliteit te garanderen? De keuzes die hier gemaakt worden vertalen zich uiteindelijk ook in verschillende nationale varianten van kapitalisme.⁷

Zoals hierboven aangegeven is een belangrijke eerste rol van de overheid in de bankensector de vergunningverlening aan banken. Daarnaast hebben de meeste landen een vorm van depositogarantie. Hierbij krijgen rekeninghouders een staatsgarantie dat hun rekening-courantegoeden tot een bepaald bedrag altijd terugbetaald worden, ook als de bank in de problemen komt. Door zo'n depositogarantie zullen rekeninghouders minder snel geneigd zijn hun geld van de bank te halen in geval van twijfel aan de liquiditeit van een bank en wordt de kans op een *bank run* dus kleiner. Tevens beschermt een depositogarantiestelsel kleine spaarders in geval van een faillissement (de 'weduwen en wezen' functie). De bankencrisis in IJsland onderstreepte nog eens het politieke belang van depositogarantiestelsels, en illustreerde tegelijkertijd de moeilijkheden van zo een nationaal stelsel in een mondiale bankensector.⁸

In het begin van de 21^e eeuw waren verschillende IJslandse banken zeer actief geworden in het internationaal werven van deposito's met aantrekkelijke rentes. Volgens schattingen van het IJslandse ministerie van Financiën was de omvang van de drie grootste banken in 2007 ongeveer 11 keer de hele IJslandse economie, en de IJslandse overheid stond hiervoor gedeeltelijk garant onder haar depositogarantiestelsel. Toen deze banken in de problemen kwamen en de IJslandse overheid onder andere het failliete Icesave nationaliseerde moesten de internationale depositohouders uitbetaald worden. Het bleek dat Nederlanders bij elkaar ruim 1,6 miljard euro ingelegd hadden in Icesave. Door de enorme omvang van deze verplichtingen kon de IJslandse overheid hier de facto niet direct aan voldoen, waarop de Nederlandse overheid onder druk van de mogelijke impact op de ruim 100.000 Nederlandse depositohouders IJsland een bruglening aanbood.⁹ In de nasleep van het Icesave fiasco besloten enkele Europese lidstaten eenzijdig hun depositogarantiestelsels uit te breiden. Landen met een zeer uitgebreide depositogarantie bieden meer zekerheid en zijn daarom voor spaarders interessant om hun tegoeden weg te zetten. Andere lidstaten voelden zich daarom gedwongen dit voorbeeld te volgen uit angst dat depositohouders weg zouden lopen, en reageerden hier kribbig op.¹⁰

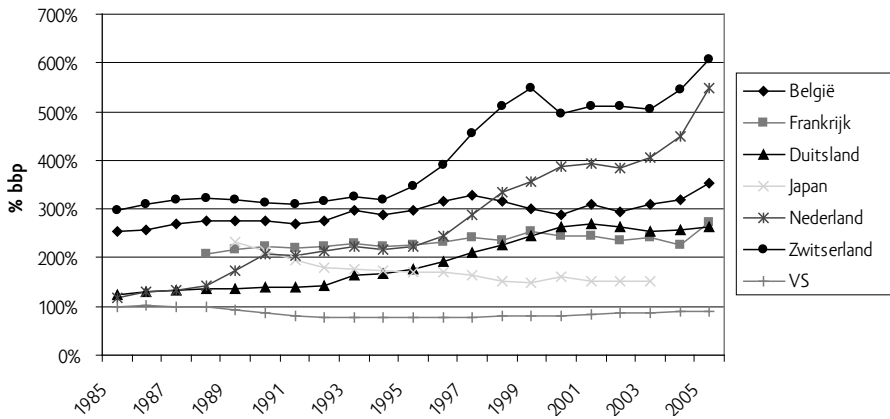
Een derde – en materieel gezien de belangrijkste – vorm van regulering die voortvloeit uit de bijzondere aard van de bancaire sector is het solvabiliteits-toezicht. Eenvoudig gezegd: met deze regulering trachten de toezichthouders te voorkomen dat banken omvallen, met alle potentiële negatieve gevolgen voor de economie van dien. In het verleden hebben verschillende landen een variëteit aan constructies hiervoor bedacht. In Japan was het bijvoorbeeld lange tijd gebruikelijk dat de overheid er simpelweg op aandrong dat gezonde banken de verplichtingen van een ongezonde bank overnamen. In de Verenigde Staten gebruikt men wel een *gearing ratio*: banken moeten een buffer aanhouden gebaseerd op hun balanstotaal. De regelgeving die op dit gebied wordt opgelegd beperkt de handelingsvrijheid van banken, en brengt meestal kosten met zich mee. Afhankelijk van welk systeem een land gebruikt, kunnen deze kosten verschillen van andere landen, of voor bepaalde segmenten in de bancaire markt. De uiteindelijke keuze voor toezichtstandaarden is dus van groot politiek belang in het (internationale) bancaire systeem. Sinds begin jaren tachtig is er internationaal echter steeds meer consensus ontstaan over de wenselijkheid van zogeheten risicogewogen kapitaalstandaarden. Hierbij worden alle uitstaande verplichtingen gewogen naar het risico dat ze veroorzaken (hoe groter de kans dat de verplichting niet terugbetaald wordt, hoe hoger de risicoweging) en worden banken vervolgens verplicht een bepaalde buffer van kapitaal aan te houden voor deze risicogewogen verplichtingen. In het vervolg van dit hoofdstuk zal besproken worden hoe deze ontwikkeling in het internationale toezicht tot stand is gekomen, en wat de gevolgen ervan zijn. Allereerst wordt echter in de volgende paragraaf besproken hoe de internationale bancaire sector zich ontwikkelde in de jaren zeventig en tachtig (de aanloop naar de internationale onderhandelingen over standaarden voor het banktoezicht).

De jaren zeventig: grote veranderingen en mondiale expansie van het bankwezen

In 1971 spat het Bretton Woods stelsel, dat sinds de Tweede Wereldoorlog bepalend was geweest voor de internationale financiële en monetaire verhoudingen, uiteen.¹¹ De val van Bretton Woods versnelt de al gaande expansie van de bancaire sector, zowel in volume als in geografische reikwijdte (internationalisering). In figuur 5.1 hieronder is te zien hoe het balanstotaal van banken zich heeft ontwikkeld ten opzichte van het bruto binnenlands product (bbp) voor een selectie van belangrijke G10-landen.¹² Het valt op hoe met name in de kleine G10-landen de bancaire sector ver boven het

bbp uitstijgt. De succesvolle internationale expansie van Nederlandse banken vertaalt zich bijvoorbeeld in een groei van het balanstotaal van 103% van het bbp in 1980 tot 548% in 2005.¹³ Het wordt daarmee voor overheden niet alleen belangrijker om de banken overeind te houden (ze zijn *'too big to fail'* geworden, men kan ze niet failliet laten gaan zonder dat ze de hele financiële sector en de economie meeslepen in hun val), maar ook moeilijker: de bedragen die ermee gemoeid zijn, kunnen de capaciteit van de economie te boven gaan (zoals IJsland nu lijkt te ervaren). Dit maakt natuurlijk dat deze grote banken een bijzondere relatie met de toezichhouders en de overheid hebben.

Figuur 5.1 Balanstotaal van banken als percentage van het bruto binnenlands product



(1985-2005)

Bron: OECD Statistics (balanstotaal banken) en IMF WEO (bbp)

Maar niet alleen nam het absolute volume van de bancaire sector relatief toe, deze expansie werd ook nog eens vooral veroorzaakt door de internationalisering van het bankwezen. Uit data van de BIS blijkt dat de buitenlandse claims van de banken die aan de BIS rapporteren gestegen zijn tussen 1985 en 2005. Als we kijken naar Nederland dan zien we dat het balanstotaal van de banken bijna verviervoudigde in deze periode (van 117 naar 548 procent van het bbp), terwijl de buitenlandse claims van Nederlandse banken stegen tot 260% van het bbp in 2005.¹⁴ Met andere woorden, de helft van de Nederlandse bancaire sector bestaat uit claims in het buitenland. Dat deze internationalisering zich ook al voordeed direct na de val van Bretton Woods (waar data van de BIS ontbreken) blijkt uit het aantal buitenlandse vestigingen van banken in de

voornaamste financiële centra in de wereld (zie tabel 5.1). Deze internationalisering maakt dat problemen in de bancaire sector al snel overleg tussen verschillende toezichthouders vergen.

Tabel 5.1 Buitenlandse vestigingen in belangrijke financiële centra

	1970	1975	1980	1985
Londen	181	335	402	482
New York	75	127	253	326
Tokyo	64	115	139	170

Bron: Tschoegl, 2000, tabel 1 (p. 7)

De snelle expansie van de bancaire sector, alsmede de wisselkoersvolatiliteit die gepaard ging met de ontkoppeling van nationale valuta van de dollar-goud pariteit na de val van Bretton Woods, leidde tot een aantal prominente bankencrises. De institutionele inbedding van de bancaire sector daterend uit het Bretton Woods tijdperk bleek niet opgewassen tegen de nieuwe situatie. Een relatief nieuw gegeven bij deze bankencrises was dat deze een sterke internationale component hadden door de internationalisering van de bancaire sector. Een sprekend voorbeeld hiervan is de val van Bankhaus Herstatt in 1974. Deze Duitse bank had geld proberen te verdienen met valutaspeculatie, wat echter verkeerd uitpakte. De zaak werd nog verergerd doordat Bankhaus Herstatt de verliezen die ze met haar valutaspeculatie leed frauduleus probeerde te verbergen. Toen dit eenmaal aan het licht kwam, grepen de Duitse toezichthouders in en sloten de bank. Interessant genoeg werd de bank gesloten op een tijdstip in de (Duitse) werkdag waarop Bankhaus Herstatt al wel haar vorderingen in DMark ontvangen had, maar nog niet de te betalen vorderingen aan de tegenpartijen in met name de Verenigde Staten betaald had. Tegenpartijen in de hele wereld raakten hierdoor in de problemen, en de interbancaire kredietmarkt dreigde zelfs op slot te gaan (zeer vergelijkbaar met de *credit crunch* tijdens de huidige kredietcrisis). Vanzelfsprekend leidde deze beslissing van de Duitse toezichthouders tot enkele geagiteerde telefoontjes van collega's uit andere landen.¹⁵

De Bankhaus Herstatt en andere bankencrises uit die tijd maakten duidelijk aan de internationale toezichthouders dat ze beter moesten gaan samenwerken. De nationale institutionele inbedding van banken leek niet geschikt voor de veranderde, internationaal actieve grootbanken. Zo was het niet altijd duidelijk wie er toezicht hield op de activiteiten van bui-

tenlandse vestigingen van banken. Op instigatie van de president van de *Bank of England* (BoE, de centrale bank van Groot-Brittannië) richtten de presidenten van de centrale banken van de Gio in 1974 het Bazelse Comité voor Banktoezicht (hierna: het Bazelse Comité) op.¹⁶ Het huidige doel van het Bazelse Comité is 'to improve supervisory understanding and the quality of banking supervision worldwide', maar in het begin sprak men ook eenvoudigweg van 'het dichtend van gaten in het toezichtsnet'.¹⁷ Een van de eerste gaten die gedicht werd was de verdeling in bevoegdheden tussen toezichthouders uit het gastland en het thuisland van een internationale bancaire instelling. Hiermee wordt voorkomen dat een vestiging van de ABN Amro in bijvoorbeeld Londen onverantwoorde risico's kan nemen omdat de Britse toezichthouder denkt dat de Nederlandse toezichthouder het in de gaten houdt en vice versa. Tijdens de onderhandelingen hierover werd door de internationale banken hard gelobbyd om te zorgen dat deze duidelijke taakverdeling ook zou voorkomen dat ze dubbel werk moesten doen (voor zowel de Britse en Nederlandse toezichthouder in bovenstaand voorbeeld). Het Bazelse Comité heeft dit al in 1975 (slechts één jaar na de oprichting) geregeld in het zogeheten *Basel Concordat*. Hiermee werd het voor banken makkelijker internationaal te opereren zonder onder een zware regeldruk te vallen.

De toezichthouders hadden dus een eerste stap gemaakt bij de coördinatie van de praktische uitvoering van het toezicht. Er waren echter nog veel verschillen op het gebied van de maatstaven voor het toezicht. Wel merkten de internationale toezichthouders op dat met de internationalisering en expansie van de bancaire sector de kapitaalbuffer van banken langzaam gedaald was (zeker voor de internationaal actieve banken). In tabel 5.2 hieronder staan de cijfers voor Amerikaanse banken, met specifiek de 17 grootste banken uitgelicht (die verondersteld mogen worden ook tot de meest internationale banken te horen). De toezichthouders in de Gio begonnen meer aandacht te krijgen voor dit soort cijfers, zonder op dat moment al officiële regels te stellen voor de ratio's. Het Bazelse Comité als internationaal forum van toezichthouders werd ingeschakeld om te komen tot harmonisatie van de definities die gebruikt werden voor het berekenen van de ratio's. Hierbij werd wel expliciet gesteld dat de Gio niet tot een geharmoniseerde kapitaalstandaard wilde komen, maar enkel wilde voorkomen dat de kapitaalratio's op nationaal niveau verder daalden.¹⁸ De toezichthouders voorzagen teveel oppositie van hun binnenlandse banken tegen mondiale harmonisatie om dat ook echt te proberen.¹⁹

Tabel 5.2 Kapitaalratio's van Amerikaanse banken, 1970-1980 (percentage aandelenkapitaal ten opzichte van totale bezittingen)

	1970	1975	1980
Alle banken	6,58	5,87	5,80
17 grootste banken	5,15	3,94	3,69

Bron: Tarullo, 2008, tabel 2.1 (p. 32)

Zoals hiervoor beschreven had de veranderde structuur van de bancaire markt (en de crises die daaruit volgden) een belangrijke impuls gegeven aan internationale coördinatie van het toezicht onder het *Basel Concordat*. De dynamiek rond de internationale coördinatie van toezicht kreeg een dramatische nieuwe impuls in 1982. Een van de elementen van de bancaire internationalisering golf was een sterke toename van bankleningen aan opkomende markten geweest. In augustus 1982 verklaarde Mexico niet langer zijn schulden aan internationale consortiums van banken te kunnen betalen. In navolging van Mexico kondigden vele andere opkomende markten ook een betalingsstop af of raakten in betalingsmoeilijkheden, waarmee de Latijns-Amerikaanse schulden crisis was geboren (destijds de Derde Wereld schulden crisis genoemd).²⁰ Zoals duidelijk wordt uit tabel 5.3 hieronder zou het niet terugbetalen van de schulden door deze landen vooral vernietigende effecten hebben op de Amerikaanse banken. De schulden van opkomende markten aan de Amerikaanse banken waren groter dan het kapitaal van deze banken. Met andere woorden: als de opkomende markten helemaal niet meer zouden terugbetalen waren al deze banken in één keer failliet. Hiermee werd tevens duidelijk dat hoewel internationale coördinatie van toezichthouders middels het *Basel Concordat* een stap in de goede richting was, het niet afdoende bleek om de solvabiliteit van banken (en daarmee financiële stabiliteit) te garanderen.

Tabel 5.3 Exposure van westerse banken tot 17 opkomende markten²¹ (percentage van het kapitaal)

	1982	1985	1987	1992
Duitsland	31,4	50,7	33,5	18,5
Frankrijk	onb.	126,6	62,8	22,7
Groot-Brittannië	85,0	68,6	42,4	onb.
VS (alle banken)	130,1	86,6	63,6	26,7
VS (9 grootste banken)	194,2	140,1	106,6	50,6

Bron: Cline, 1995, tabellen 2.10-2.14

Nationale toezichthouders kozen in overleg met hun binnenlandse bancaire sector verschillende uitwegen uit de crisis. Japan veranderde bijvoorbeeld zijn belastingstelsel om banken de gelegenheid te geven een deel van de verliezen af te trekken (en dus voor rekening van de belastingbetaler te laten komen). De Franse banken kozen ervoor om flinke kapitaalbuffers (voorzieningen) te treffen voor de slechte leningen. De Verenigde Staten, als crediteurland met de grootste problemen, gaf de voorkeur aan een andere weg: IMF-financiering van de opkomende markten in crisis, om te zorgen dat hun economie weer zou gaan groeien en ze de leningen alsnog konden terugbetalen. Vanzelfsprekend zouden deze verschillende oplossingen invloed uitoefenen op de positie van de respectievelijke banken in de internationale concurrentiestrijd. Daarnaast is een gevoelig politiek punt waar de binnenlandse rekening van de financiële crisis gelegd wordt (door voornoemde landen respectievelijk bij de belastingbetaler, bij de banken, en bij het IMF).²²

Voorals in de Verenigde Staten leidde de financiële crisis tot verhitte politieke discussies. De benodigde IMF-financiering voor opkomende markten maakte een kapitaalverhoging voor het IMF noodzakelijk, en het Amerikaanse Congres is nooit erg enthousiast om Amerikaans belastinggeld over te dragen aan internationale instellingen. Het Congres maakte al snel duidelijk dat het alleen akkoord zou gaan met een kapitaalverhoging voor het IMF als de Amerikaanse banken vervolgens 'gestraft' werden met strengere regulering. De indruk mocht niet gewekt worden dat de banken een *bail-out* ten koste van de belastingbetaler kregen.²³ De Amerikaanse banken waren echter zeer bevreesd voor de gevolgen die strengere Amerikaanse regels zouden hebben voor hun internationale concurrentiepositie (zeker ook in vergelijking met het in die tijd opkomende Japan, waar banken de verliezen dus zonder problemen gedeeltelijk konden afwentelen op de belastingbetaler). Ook de president van de *Federal Reserve* (de Amerikaanse centrale bank), Paul Volcker, zag dit probleem en steunde de lobby van de banken om niet als enige land strengere regels op te leggen. In deze binnenlandse politieke strijd in de VS werd uiteindelijk een compromis gesloten waarin de Amerikaanse banken inderdaad strenger gereguleerd werden met een risico-gewogen kapitaalstandaard, maar tegelijkertijd de *Federal Reserve* het mandaat kreeg om internationale harmonisatie van deze kapitaalstandaarden na te streven. Dit bleek een cruciale impuls te zijn voor de ontwikkelingen die al langer gaande waren in de G10. Zo leidden de veranderingen in de structuur van het internationale bankwezen (en de crisis die daarvan mede een gevolg was) tot het startschot voor de onderhandelingen die uiteindelijk uitmondde in het eerste Bazelse Kapitaalakkoord (kortweg Bazel I). Deze onderhandelingen worden in de volgende paragraaf besproken.

Grote veranderingen in het bankwezen: tijd voor nieuwe regels

Zoals de voorgaande paragraaf duidelijk maakte, kwam de initiële impuls voor internationale harmonisatie van toezichtstandaarden vooral vanuit de VS. Het doel was daarbij niet alleen de *safety and soundness* van banken maar net zo goed het beschermen van de internationale concurrentiepositie van de Amerikaanse banken (*levelling the international competitive playing field*). In maart 1984 stelde Volcker internationale harmonisatie van regels aan zijn collega's in Bazel voor. De meeste leden van het Bazelse Comité reageerden echter niet enthousiast op de Amerikaanse voorstellen.²⁴ De nationale toezichthouders verschilden fors van mening over de noodzaak van formele kapitaalstandaarden (en als die er moesten komen, wat dan de definitie van zo een kapitaalratio zou moeten zijn), en verwachtten te veel oppositie vanuit bijvoorbeeld hun binnenlandse financiële sector om een akkoord te bereiken.

De Bank of England bleek echter minder sceptisch tegenover een internationaal akkoord te staan dan de meeste G10-leden. Niet alleen hielden zij toezicht op het financiële centrum met de grootste aanwezigheid van Amerikaanse banken (zie ook tabel 5.1 boven), belangrijker nog was dat de Amerikaanse kapitaalstandaard deels gebaseerd was op de bestaande Britse toezichtstandaarden. Het zal de Britten ook niet slecht uitgekomen zijn dat een Amerikaans-Brits akkoord een tegenwicht kon vormen voor Europese integratie van het financiële toezicht zoals dat gaande was in het kader van de vorming van één Europese markt.²⁵ Zowel de Amerikaanse als de Britse banken waren voorstander van een bilateraal akkoord, gedreven door de wens om concurrentienadelen te elimineren en de bancaire handel tussen de twee belangrijkste financiële centra ter wereld te vergemakkelijken.²⁶ Gezien de gezamenlijke basis van hun respectievelijke toezichtsystemen, lukte het redelijk snel om een akkoord te bereiken. Januari 1987 kondigden de VS en Groot-Brittannië een bilateraal akkoord aan over een toezichtstandaard gebaseerd op een risicogewogen kapitaalratio met twee tranches aan kapitaal: als eerste basiskapitaal (vooral aandelen, ingehouden winsten, en algemene reserves) en als tweede gelimiteerd kapitaal (bijvoorbeeld achtergestelde schulden). De eerste tranche kapitaal moest voor ten minste de helft van het benodigde totale kapitaal tellen. Deze risicogewogen kapitaalstandaard moest de stabiliteit van de Amerikaanse en Britse banken in de toekomst garanderen.

Het Amerikaans-Britse akkoord veranderde de dynamiek in de internationale onderhandelingen in het Bazelse Comité. De twee belangrijkste financiële centra zouden een geharmoniseerde toezichtstandaard hanteren, en dreigden subtiel om banken uit landen die niet mee wilden werken uit te sluiten van zakendoen in Londen en New York. De Amerikanen en Britten richtten

zich in eerste instantie op Japan als derde financiële grootmacht om zich aan te sluiten bij een trilateraal akkoord. Hoe serieus de dreiging van Amerikaanse en Britse beleidsmakers was leek duidelijk te worden toen onverwacht het verstrekken van bankvergunningen om te opereren in New York aan een aantal Japanse banken administratieve vertraging opliep.²⁷ Hoewel de Japanse autoriteiten zelf niet overtuigd waren van de waarde van risicogewogen kapitaalratio's werden ze op deze manier aan de onderhandelingstafel gedwongen.²⁸

Eenmaal aan de onderhandelingstafel probeerden de Japanners de belangen van hun binnenlandse banken zo goed mogelijk te verdedigen. De discussie spitste zich hierbij toe op de definitie van kapitaal in de standaard. In de Japanse variant van kapitalisme hielden de banken veel aandelenpakketten in bedrijven aan. Aangezien de Japanse economie op dat moment *booming* was, vertegenwoordigden deze pakketten grote boekwinsten. De Japanse autoriteiten wilden 70 procent van deze ongerealiseerde winsten mee laten tellen in de definitie van kapitaal. Dit percentage was gebaseerd op de volatiliteit van de aandelenmarkten in het verleden, en werd al gebruikt door de Japanse toezichthouder bij de monitoring van de kapitaalratio's van Japanse banken. De Amerikaanse en Britse toezichthouders zagen hier niets in, ook omdat hun binnenlandse banken niet toegestaan was hetzelfde te doen onder de Amerikaanse en Britse boekhoudregels. Na een felle onderhandelingsstrijd, waarbij de Japanse financiële sector zelfs direct lobbyde bij de Federal Reserve, kwam er een percentage van 45 procent uit. Hiermee konden de Amerikanen en Britten zeggen dat ze niet zomaar toegegeven hadden, terwijl het resultaat voor de Japanse banken betekende dat ze geen nieuw kapitaal aan zouden hoeven te trekken om aan de trilaterale standaard te voldoen (door de enorme koerswinsten op de Japanse beurs was ook 45 procent van de ongerealiseerde winsten genoeg om aan een 8 procent kapitaalratio te voldoen). In september 1987 kondigden de drie landen een trilateraal akkoord aan, en begonnen de onderhandelingen in het Bazelse Comité pas echt.

Uiteraard waren de kleinere landen in het Bazelse Comité niet gelukkig met deze gang van zaken.²⁹ Ze waren buitenspel gezet, maar beseften tegelijk dat de toezichtstandaard die naar voren kwam uit het trilaterale akkoord niet problematisch voor ze was (er was in ieder geval geen uitgewerkt alternatief voorhanden). Tijdens de onderhandelingen in het Bazelse Comité probeerden de overige leden nog specifieke concessies relevant voor hun binnenlandse bancaire sector eruit te slepen, maar de risicogewogen kapitaalratio *an sich* werd niet meer ter discussie gesteld. Al in december 1987 werd er een principe-overeenkomst over een multilateraal akkoord gesloten en werd dit voor consultatie opengesteld. In deze consultatieronde konden landen van buiten de G10 hun commentaar leveren, terwijl de meeste G10-landen het gebruik-

ten als een formele gelegenheid om de discussie met hun binnenlandse bancaire sector nog eens aan te gaan. De verschillende vertegenwoordigers van het bankwezen reageerden over het algemeen berustend, omdat de banken ervan uitgingen dat ze bij de daadwerkelijke binnenlandse implementatie nog wel het nodige konden inbrengen (ten onrechte, bleek later).³⁰

In juli 1988 werd het definitieve akkoord onder de titel *'International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards'* gepubliceerd. Dit Bazel I Akkoord bevatte slechts beperkte wijzigingen ten opzichte van de principe-overeenkomst. Het Akkoord besloeg 25 pagina's met regels voor de kapitaaltoereikendheid van banken en combineerde expliciet de *safety and soundness* van banken met het doel om een internationaal *level playing field* te creëren. De implementatiefase voor het Akkoord liep tot 1992. Zoals het initiële Amerikaans-Britse akkoord is het Bazel I Akkoord een risicogewogen kapitaalstandaard. Bancaire verplichtingen worden ingedeeld in een vijftal risicocategorieën, die vervolgens gewogen worden van 0 procent (kasgeld, schulden van OESO-landen) tot 100 procent (leningen aan de private sector, schulden van niet-OESO-landen). Banken zijn verplicht minimaal 8 procent kapitaalbuffer aan te houden ten opzichte van het totaal van de risicogewogen verplichtingen. Dit kapitaal kan bestaan uit twee tranches, waarbij de eerste tranche minimaal 4 procent kapitaalbuffer moet leveren. De eerste tranche is het 'veiligste' kapitaal, zoals aandelenkapitaal en algemene reserves. In de tweede tranche zitten een aantal andere kapitaalelementen zoals voorzieningen, hybride kapitaalvormen en achtergestelde leningen.

Het Akkoord en de onderhandelingen overziend valt een aantal zaken op. Ten eerste is duidelijk te zien dat het akkoord zijn oorsprong heeft in de Latijns-Amerikaanse schulden crisis: terwijl de G10-landen hun eigen schulden aan banken een 0 procent risicoweging gaven, kregen alle niet-OESO-landen de zwaarste risicoweging van 100 procent. Dit maakt leningen aan niet-OESO-landen onaantrekkelijker voor banken (omdat er meer kapitaal tegenover aangehouden moet worden). Het feit dat er geen landen van buiten de OESO aan de onderhandelingstafel zaten zal deze beslissing allicht eenvoudiger gemaakt hebben. Ten tweede is het Akkoord een inperking van de bewegingsvrijheid van banken, zeker voor banken uit landen die eerst geen kapitaalstandaard hanteerden. De solvabiliteitsrisico's worden sterker in de gaten gehouden door de toezichthouders. Maar tegelijkertijd, als derde en belangrijkste punt, zorgt het Akkoord er ook voor dat het voor banken makkelijker wordt internationaal te opereren. Zoals uitdrukkelijk ten doel gesteld is er een gelijk spelveld op internationaal niveau ontstaan. In de volgende paragraaf zal duidelijk worden welke invloed het Bazel I Akkoord had op de internationale bancaire sector.

Het nieuwe Akkoord: op een gelijk speelveld om de regels heen spelen

Het Bazel I Akkoord had in de jaren na totstandkoming een significante invloed op de verdere ontwikkeling van de bancaire sector. Allereerst had het Akkoord natuurlijk invloed op de kapitaalratio's van banken, wat precies de bedoeling was. Minder voorzien was de invloed van het Akkoord op de verdere consolidatie en internationale integratie van de sector en, wat later het belangrijkste bleek, de invloed op de balansstructuur van met name de grootste banken.

De consolidatie in de bancaire sector zette zich voort in de jaren negentig, wat mede een gevolg kan zijn van de sterkere concurrentiedruk die uit de internationale harmonisatie van het toezicht volgde.³¹ Hierdoor ontstonden grotere en meer internationaal actieve banken (zie tabel 5.4) met meer gespreide bezittingen. In Nederland bijvoorbeeld ontstonden al in 1991 ABN Amro (fusie van de ABN en de Amro bank) en ING (fusie van Nationale Nederlanden en NMB Postbank Groep) als prominente internationaal actieve banken. De gediversifieerde balans – een balans die uit een groot aantal verschillende financiële producten bestaat – van grotere banken biedt ze ook nieuwe mogelijkheden op het gebied van risicomanagement, bijvoorbeeld door het gebruik van zogenaamde *Value-at-Risk* modellen. Dit soort modellen werden steeds uitgebreider gepromoot, bijvoorbeeld RiskMetrics van JP Morgan dat in 1994 in de markt gezet werd (daarvoor was het gebruikt als een intern model van de Amerikaanse zakenbank JP Morgan).³² Deze brede financiële dienstverleners krijgen echter ook te maken met andere risico's dan het traditionele risico dat een leningnemer niet terugbetaalt (kredietrisico) waar het Bazel I Akkoord zich op concentreert. Banken die op de kapitaalmarkt actief zijn, krijgen ook te maken met zogenaamde marktrisico's (het risico dat effectenportfolio's in waarde veranderen).

Tabel 5.4 Concentratie van de bancaire sector (vijf grootste banken als % van totale omvang)

	1985	1990	1995	1999
België	48	48	51	77
Frankrijk	46	43	41	43
Duitsland	onb.	14	17	19
Italië	onb.	29	32	48
Nederland	73	73	76	82
Zweden	81	83	87	88
Groot-Brittannië	onb.	onb.	28	29
VS*	17	20	26	37**

* Betreft de grootste 10 banken

** Data voor 1998

Bron: ECB, 2000, tabel 2.1 (Europese landen) en Rhoades, 2000, tabel 15 (VS)

Het Bazel I Akkoord had niet alleen een belangrijke invloed op de balansstructuur van banken door de consolidatie- en integratieprikkel. Door de ruwe risicocategorieën die Bazel I kenmerkten veranderden de prikkels om bepaalde financiering te verstrekken sterk. Zoals hierboven al opgemerkt geeft Bazel I een prikkel om te lenen in risicocategorieën die niet leiden tot een kapitaallast (bijvoorbeeld lenen aan OESO-landen met 0 procent weging in plaats van aan niet-OESO-landen met 100 procent weging). Problematischer echter is het feit dat de ruwe risicocategorieën ook een prikkel geven om binnen elke categorie de leningen met het hoogste rendement (en dus risico) op te zoeken. Een klassiek *adverse selection* (negatieve risicoselectie) probleem. Dit betekent bijvoorbeeld dat een bank de neiging heeft liever aan het onstabiele Argentinië te lenen (dat regelmatig ophoudt zijn schulden terug te betalen) dan aan het meer stabiele Brazilië dat dit tegen hoge binnenlandse kosten probeert te voorkomen. Beide landen wegen voor 100 procent mee, terwijl de markt aan Argentinië een veel hoger risico toekent (waardoor Argentinië dus meer rente zal moeten betalen).

Ook maakte het model van een risicogewogen kapitaalratio het aantrekkelijk voor banken om leningen niet langer op de balans te houden, maar te securitiseren. Leningen worden dus 'verpakt' in effecten en doorverkocht op de kapitaalmarkt. Als leningen niet langer op de balans van de bank staan (en ook niet geconsolideerd hoeven te worden volgens de toezichtsregels) hoeft er ook geen kapitaal aangehouden te worden. Door de kosten die Bazel I in kapitaal met zich meebracht, werd het voor banken een stuk interessanter om als tussenpersoon op de financiële markt te dienen in plaats van zelf risico's op de balans te nemen. Zo leenden de banken niet meer zelf uit aan niet-OESO-landen, maar vroegen ze een premie om obligaties van deze landen op de internationale kapitaalmarkten uit te zetten. Dit is te zien in onderstaande tabel 5,5 die weergeeft

Tabel 5.5 Non-interest inkomen als % van totaal interest en non-interest inkomen in G10 banken³³

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
België	onb.	18	18	29	49	40
Canada	onb.	onb.	30	33	53	51
Frankrijk	onb.	onb.	23	46	61	62
Duitsland	20	21	27	21	36	34
Italië	onb.	26	22	20	36	32
Nederland	26	26	28	33	47	46
Zweden	26	31	24	35	57	57
Zwitserland	48	47	49	57	63	61
VS	25	30	30	32	40	41

Bron: OECD banking statistics

hoeveel procent van de winst van banken bestaat uit premies en dergelijke in plaats van uit de traditionele inkomsten uit rente-opbrengsten op leningen.

Kortom, het Bazel I Kapitaalakkoord leidde tot een forse verandering in de bancaire sector, en daarmee tot nieuwe risico's. De reactie van de toezichthouders op deze nieuwe ontwikkelingen was allereerst een amendement op Bazel I. In Europa liep men hiermee voorop: de nieuwe *Capital Adequacy Directive* uit 1993 voegde een marktrisicocategorie toe aan het traditionele kredietrisico uit Bazel I. Aangezien het Bazel Akkoord een minimumstandaard is ligt niets de toezichthouders in de weg om dit soort extra elementen toe te voegen. Het Bazelse Comité (met een prominente vertegenwoordiging van grote Europese landen) volgde al snel, en bracht in 1993 een consultatiedocument uit waarin het commentaar vroeg op eigen voorstellen voor een marktrisicoamendement op Bazel I. De financiële sector reageerde enthousiast op deze uitnodiging en drong vooral aan op het mogen gebruiken van de eigen risicomodellen om de marktrisico's te beoordelen.³⁴ Hiermee zouden ze meer bewegingsruimte voor zichzelf creëren en administratieve kosten besparen. Het uiteindelijke amendement uit 1996 liet een eerste voorzichtige stap zien met het toestaan van het gebruik van eigen risicomodellen, zij het binnen strikte grenzen (hierover later meer).

De grote internationale banken ervoeren Bazel I (ook na het marktrisicoamendement) steeds meer als beperkend voor hun activiteiten. Zij claimden dat hun eigen modellen een veel beter inzicht gaven in de werkelijke risico's die ze liepen, en vaak ook zouden leiden tot een lagere kapitaalverplichting vanwege goede risicodiversificatie. Het *Institute of International Finance* (IIF), een wereldwijde lobbygroep van internationaal actieve banken publiceerde in 1998 een prominente studie waarin het voorstelde het toezicht op kredietrisico te baseren op de eigen modellen van banken.³⁵ Deze lobby van de private sector kreeg een stevige steun in de rug met een evaluatie van de effecten van het Bazel I Akkoord door een werkgroep van het Bazelse Comité zelf.³⁶ Kijkend naar de hiervoor genoemde prikkels die uit het Akkoord voortkwamen concludeerde de groep ronduit: *'The available evidence suggests, therefore, that the volume of regulatory capital arbitrage is large and growing rapidly, especially among the largest banks (...) there are indications that in many cases the effect [of securitisation] is to increase a bank's apparent capital ratio relative to the riskiness of its actual book, which is making the ratios more difficult to interpret and in some cases less meaningful.'*³⁷ Met andere woorden: door de groei van negatieve risicoselectie en securitisatie bij banken was de risicogewogen kapitaalratio steeds minder representatief voor de werkelijke risico's die banken liepen.

De veranderde structuur van de bancaire sector leidde niet alleen tot een voorkeur bij de banken voor een nieuw toezichtsmodel, ook de toezichthouders zelf gaven dus toe dat de banken aan alle kanten om de regels van het

Bazel I Akkoord heen speelden. Vooral in de Angelsaksische wereld was men van mening dat een verfijnder model ontwikkeld moest worden, dat beter aansloot bij de dagelijkse praktijk van grote, internationale banken. Naast internationale lobbyclubs als het IIF was ook de Federal Reserve (en in mindere mate de Bank of England) voorstander van zo'n benadering. Toen het voorzitterschap van het Bazelse Comité overgedragen werd van de Nederlandse centrale bankier Tom de Swaan (later topman bij ABN Amro) naar Bill McDonough van de Federal Reserve was al snel duidelijk welke kant het opging: juni 1999 werd aangekondigd dat over een nieuw kapitaaltoereikendheidsraamwerk onderhandeld zou worden in het Bazelse Comité.

Nieuwe regels voor een nieuw spel: Bazel II

Zoals het voorgaande duidelijk maakt, werd de heronderhandeling van het Bazel I Akkoord in sterke mate gedreven door de nieuwe belangen die banken hadden gekregen in een veranderde marktstructuur. Hoewel het proces zich steeds meer concentreerde op geavanceerde en complexe financiële risicomodellen, werd tegelijkertijd de openbaarheid van de onderhandelingen vergroot door een proces van open consultatierondes. Het Bazelse Comité publiceerde drie consultatiedocumenten, waarop het eenieder vrij stond te reageren en input te leveren (de inhoud van de consultaties wordt hieronder besproken). Dit was een belangrijke wijziging ten opzichte van de onderhandelingen over het eerste Akkoord, die veel meer het karakter hadden van besloten onderhandelingen tussen staten. In dit proces kreeg het Bazelse Comité (en haar secretariaat) een prominenter rol, en werd lobbygroepen de kans geboden direct bij het Comité te lobbyen in plaats van via de nationale toezichthouders. Van deze mogelijkheid werd uitgebreid gebruik gemaakt, zoals blijkt uit tabel 5.6 hieronder. In

Tabel 5.6 Classificatie van reacties op de consultatiedocumenten (% van het totaal)

	2 ^e doc	3 ^e doc	
Toezichthouders	18	20	
<i>Expliciet samen met sector geschreven</i>		6	5
Financiële instellingen	70	66	
<i>Van wie consultants voor financiële bedrijven</i>		14	10
Niet-financiële bedrijven	3	4	
Overig	10	10	
<i>Totaal aantal reacties</i>	<i>257</i>	<i>186</i>	

Bron: www.bis.org

deze tabel worden de reacties op het tweede en derde consultatieve document geclassificeerd naar het type actor (de reacties op het eerste consultatieve document zijn helaas niet openbaar).

Zoals blijkt uit de tabel, is het overgrote deel (meer dan 85 procent) van de reacties afkomstig van experts uit de financiële wereld (zowel non-G10-toezichthouders als private financiële instellingen). Hoewel de consultatierondes dus een opening lijken te bieden aan andere belanghebbenden (zoals bijvoorbeeld vakbonden) wordt deze niet benut. Dit terwijl, zoals ook later zal blijken, het vaststellen van toezichtstandaarden en -modellen een proces is met gevoelige politieke aspecten. Met de consultatierondes wordt het proces dus wel transparanter, maar niet noodzakelijkerwijs inclusiever voor groeperingen die buiten de G10-toezichthouders en financiële experts vallen. Voor zover democratische controle plaatsvindt op de ontwikkelingen van de standaarden gaat dat op een getrapte manier door discussies van nationale parlementen met hun minister van Financiën.

Vrijwel vanaf het begin van de onderhandeling was duidelijk dat de nieuwe toezichtstandaard eenzelfde risicogewogen kapitaalratiobenadering zou kiezen als het Bazel I Akkoord. Er werd in deze periode kort geflirt met andere maatstaven (het gebruik van achtergesteld aandelenkapitaal om 'de markt' te laten bepalen hoe veilig een bank is) en andere kapitaalratio's die nog gebruikt werden (de *gearing ratio* in de VS), maar hier is nooit serieus werk van gemaakt. Het waren de grote internationale banken die pleitten voor het gebruik van de eigen risicomodellen, en dat was de weg die ingeslagen werd. In de academische literatuur werd al wel gewezen op de valkuilen bij het uitgebreide gebruik van deze modellen, valkuilen die tijdens de Azië-crisis van 1997 nog eens duidelijk geworden waren.³⁸ Het probleem met de modellen is dat de standaardrelaties waarop ze gebaseerd zijn niet meer werken tijdens een grote financiële crisis. Simpel gezegd: net als het model het hoogst nodig is, werkt het niet meer. Dit is ook tijdens de consultatieve rondes naar voren gebracht door academici.³⁹ Een combinatie van overschatting van de vaardigheden van de 'rocket scientists' in de banken die deze modellen bouwden, alsmede de wens regulering nauw aan te laten sluiten bij de interne bedrijfspraktijken leidde er desondanks toe dat de beleidsdiscussie zich al snel toespitste op deze vorm van regulering.

Het eerste concept van het voorstel (zoals vastgelegd in het eerste consultatieve document dat juni 1999 uitkwam) legde een stevig fundament onder het latere akkoord. Aan de traditionele doelen van het Bazel I Akkoord (*safety and soundness* en een *level playing field*) werden twee nieuwe doelstellingen toegevoegd: het Akkoord moest een alomvattende benadering van de risico's in de veranderde bancaire sector geven, en het akkoord moest gefocust zijn

op internationale banken – hoewel ook van toepassing kunnen zijn op andere banken. De eerste doelstelling was in lijn met de beschreven veranderingen in de bancaire sector: nieuwe risico's vroegen ook om nieuwe toezichtsmaatregelen. De tweede doelstelling is te begrijpen in het licht van het steeds grotere aandeel van internationale banken in de totale bancaire sector.

Het eerste consultatiedocument stelde een toezichtmodel bestaande uit drie pilaren voor. De eerste pilaar bevatte een verfijndere methode om de risicogewogen kapitaalratio te berekenen. In plaats van de ruwe risicocategorieën uit Bazel I zou ook gebruik gemaakt mogen worden van externe ratings (verstrekkt door *rating agencies* zoals Moody's of Standard & Poor's) om te kijken hoe zwaar leningen gewogen moeten worden. Het consultatiedocument gaf aan dat deze pilaar nog verder ontwikkeld zou worden, met name wat betreft het gebruik van ratings. In de tweede pilaar werd vastgelegd dat er een voortdurende dialoog tussen banken en toezichthouders plaats zou moeten vinden om het toezicht te optimaliseren. In de derde pilaar werd de banken marktdiscipline opgelegd: transparantie over verschillende kengetallen van de financiële soliditeit van een bank dienen openbaar te worden, zodat marktpartijen kunnen beoordelen of de bank niet te grote risico's neemt.

Rond het eerste consultatiedocument ontstond een aantal belangrijke beleidsdiscussies, die eigenlijk de hele onderhandelingen bleven opspelen. Allereerst ontstond een discussie over de omvattendheid van het risicomodel. Een tweede discussie spitste zich toe op het gebruik van ratings in de eerste pilaar. Een derde discussie betrof de mate waarin het nieuwe Akkoord procyclisch is (dat wil zeggen schommelingen in de economie versterkt). Vooral deze laatste discussie is momenteel weer zeer actueel, nu het Bazel II-toezichtsregime zijn eerste forse recessie ingaat. Naast deze drie relatief grote en nieuwe kwesties, ontstonden net als bij de onderhandelingen over het Bazel I Akkoord diverse discussies over de weging van bepaalde nationale financiële praktijken (een forse ruzie ontstond bijvoorbeeld tussen de VS, Groot-Brittannië en Italië aan de ene kant en Duitsland, Frankrijk en Spanje aan de andere kant over de risicoweging van hypotheek).⁴⁰ Ook werd met name door buitenstaanders gewezen op het risico dat de nieuwe methodiek zou leiden tot minder of duurdere financiering van ontwikkelingslanden.⁴¹

De eerste discussie over de omvattendheid van het risicomodel betrof specifiek operationeel risico.⁴² In het geamendeerde Bazel I Akkoord waren al maatregelen getroffen voor krediet- en marktrisico, maar indachtig het doel van een alomvattend risicomodel stelden de toezichthouders in het eerste consultatieve document ook voor een maatstaf voor operationeel risico op te nemen (zonder overigens specifiek te worden hoe dit gedaan zou worden). Operationeel risico is het risico dat de operaties van een moderne bank ver-

stoord worden, en kan variëren van aardbevingen die de communicatie van een bank platleggen tot megafraude door individuele handelaren (roemruchte voorbeelden zijn Nick Leeson die het faillissement van Barings bank veroorzaakte en Jérôme Kerviel die begin 2008 bijna 5 miljard euro verlies veroorzaakte voor Société Générale). De banken ontkenden niet dat zo een risico bestond, maar gaven aan dat het moeilijk te modelleren was. Het letten op operationeel risico zou onderdeel zijn van de normale bedrijfsprocessen, zonder dat het nodig was dit op te nemen in de kapitaalratio (waarmee het kostbaar kapitaal noodzakelijk zou maken).

De tweede discussie over het gebruik van ratings was in deze fase vooral een weergave van de teleurstelling van banken dat ze niet hun eigen interne modellen en risicowegingen zouden mogen gebruiken in deze eerste voorstellen voor het Bazel II Akkoord. Het IIF en de *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) bepleitten beide meer verfijnde risicocategorieën en benadrukten dat de interne ratings van banken betrouwbaarder zouden kunnen zijn dan externe ratings. Verrassend genoeg waren de grote *rating agencies* zelf ook geen voorstander van het gebruik van externe ratings. Volgens de *Economist* kwam dit omdat zij vreesden dat formalisering van het gebruik van externe ratings een toestroom aan concurrenten in hun sector op zou leveren.⁴³

De derde discussie betrof de procyclicaliteit van de voorstellen. Het is bekend dat de ratings van bedrijven naar beneden gaan in tijden van recessie. Dit zou betekenen dat banken meer kapitaal aan zouden moeten houden om aan deze bedrijven te lenen. Dit leidt vervolgens tot hogere kosten voor leningen of zelfs tot het ontzeggen van krediet. Zo zouden bedrijven in de reële economie in moeilijke tijden het nog extra moeilijk krijgen met hun bank, wat een recessie kan verergeren. Hoewel deze kwestie uitgebreid besproken werd in de pers en met name in de academische wereld, is onduidelijk in hoeverre het echt een beleidsdiscussie in het Bazelse Comité werd.⁴⁴

Na deze eerste ronde van onderhandelingen binnen de G10 en met belanghebbenden werd in januari 2001 de tweede conceptversie van het Akkoord ter consultatie gepubliceerd. Dit conceptakkoord was veel gedetailleerder dan de eerste versie en omvat met bijlagen ongeveer 500 pagina's. De uitgebreide invloed van de financiële sector in de discussies werd duidelijk weergegeven in vele kleine veranderingen, maar vooral ook in de belangrijkste noviteit in deze versie: niet een maar zelfs twee voorstellen voor het gebruik van interne ratings door banken (de *Foundational* en de *Advanced IRB* benadering, IRB staat voor *Internal Ratings Based*).

Maar allereerst terugkerend naar de discussie over operationeel risico. Het tweede consultatiedocument bevat namelijk gedetailleerde voorstellen om de kapitaaleis verbonden aan dit type risico te bepalen. Hierbij wordt uitgegaan

van verschillende benaderingen: een basisbenadering gebaseerd op een eenvoudige indicator, een gestandaardiseerde benadering die meer flexibiliteit biedt en een interne meetmethode die banken met geavanceerde risicosystemen mogen gebruiken. Hoewel deze benadering al vrij veel flexibiliteit biedt aan met name de grote internationale banken die het meest betrokken waren in de onderhandelingen (en die ook verondersteld kunnen worden aan de eisen voor een geavanceerd risicosysteem te voldoen), bleven de banken zich hardnekkig verzetten tegen extra kapitaaleisen voor operationeel risico. Zoals een bankier het zei: 'Op deze manier lopen we de kans dat we op het operationeel risico verliezen wat we bij het kredietrisico en marktrisico winnen aan flexibiliteit en meer maatwerk in de kapitaaleisen.'⁴⁵

Vanzelfsprekend barstte de grootste discussie uit rond het thema van de ratings in de risicomodellen. Terwijl bijvoorbeeld aan de kritiek van de *rating agencies* tegemoetgekomen was door ook de ratings van nationale exportkredietagentschappen te tellen als externe ratings, boden de twee IRB benaderingen natuurlijk genoeg voer voor discussie. De grote internationale banken juichten de voorstellen toe, wat bij veel andere banken (zoals regionale banken) leidde tot de angst dat deze benaderingen tot een concurrentievoordeel voor de grote banken zou kunnen leiden.⁴⁶ Deze angst vond ook zijn weerslag in een studie van Ernst & Young onder bankiers in 2006: driekwart van de bankiers geloofde dat de implementatie van Bazil II grote banken met geavanceerde risicomodellen zal bevoordelen ten opzichte van banken die deze modellen nog niet geïmplementeerd hebben.⁴⁷

Een ander belangrijk element in de discussie over ratings dat in deze fase naar voren kwam was het effect van gebruik van externe ratings op leningen aan het MKB. Hier bleek opnieuw een belangrijk verschil tussen de Angelsaksische wereld en continentaal Europa (plus Japan). Waar in het eerste geval vele MKB bedrijven een rating hebben, is dat niet het geval in continentaal Europa. Duitsland sprong met name op de bres voor deze bedrijven, die onder de voorstellen de maximale risicoweging zouden krijgen (en dus duurder uit zouden kunnen zijn met kredieten). In deze periode was zojuist een verkiezingscampagne bezig in Duitsland en bondskanselier Schröder sprong handig in op deze kwestie door te verklaren een Europese bankenrichtlijn gebaseerd op dit concept van het Bazil Akkoord te zullen vetoën om de Duitse *Mittelstand* te beschermen tegen hogere kredietkosten. In het Bazelse Comité werd Duitsland hierin onder andere gesteund door Japan. De regionale banken (die vaak een groot deel van het klantenbestand onder het MKB hebben) steunden de Duits-Japanse lobby vanuit hun associaties, en ook enkele MKB associaties stuurden een reactie op dit consultatiedocument. De politieke druk op deze kwestie leidde tot een vertraging van het derde consultatiedocument.

Waar het Bazelse Comité dacht een stap voorwaarts gemaakt te hebben met een tweede concept bleken ook vele nieuwe obstakels opgeworpen te zijn in de vorm van dit soort nieuwe kwesties.

Na intensieve onderhandelingen werd op een top van het Bazelse Comité in juli 2002 een doorbraak gemaakt op een aantal van de hoofdpijndossiers. Dit werd vervolgens vastgelegd in het derde consultatiedocument. De kwestie van het MKB werd opgelost door kleine bedrijven zonder rating een lager risicogewicht te geven dan bedrijven met een lage rating. De toezichthouders claimden dat met de regeling voor het MKB ook een belangrijk deel van de mogelijk procyclische werking van het Akkoord was weggenomen. Wat betreft het operationele risico boog het Bazels Comité diep voor de financiële sector: de uiteindelijk getroffen regeling legt een lage kapitaaleis op die ook nog eens ontlopen kan worden door geavanceerde banken (door interne modellen te gebruiken).

Het derde consultatiedocument werd met beperkte wijzigingen omgezet in het Bazel II Kapitaalakkoord. Dit Akkoord werd in juni 2004 goedgekeurd door de leden van de Gro, vier jaar na de initieel aangekondigde deadline. Het Akkoord beslaat meer dan 250 pagina's gedetailleerde regels (ten opzichte van de 25 pagina's voor Bazel I) en nam zeven jaar van onderhandelingen en consultaties. De complexiteit van het Akkoord reflecteert de complexiteit van moderne banken, en heeft zelfs geleid tot een hele afgeleide financiële industrie van modellenbouwers en risicoanalisten. Volgens toezichthouders heeft het een belangrijke bijdrage geleverd aan een grotere risicobewustheid bij banken, maar tegelijkertijd heeft het de huidige kredietcrisis niet kunnen voorkomen. Ter verdediging moet daarbij wel opgemerkt worden dat de implementatie ook nog niet volledig was in de Gro-landen.⁴⁸

Samenvattend laten de onderhandelingen over het tweede Bazelse Kapitaalakkoord zien dat de toezichthouders reageerden op de veranderingen in de bancaire markt die ze zelf getriggerd hadden met het eerste Bazelse Kapitaalakkoord. Doordat het business model van banken wijzigde onder invloed van het Bazel I Akkoord ontstonden nieuwe voorkeuren en belangen bij de banken, en lobbyden ze dus voor een nieuw toezichtsmodel. Waar het Bazel I Akkoord al geleid had tot een internationaal *level playing field* leidde het nieuwe Akkoord tot meer bewegingsvrijheid op dit *level playing field* voor met name de grote internationale banken doordat het nieuwe toezichtsmodel relatief nauw aansloot bij hun interne bedrijfspraktijken. Hoewel het nieuwe Akkoord een stuk complexer in elkaar zat dan het oude, bood het banken toch meer vrijheid door deze nauwe aansluiting en het zogenaamde keuzemenu dat verschillende varianten van de toezichtsmodellen beschikbaar maakte waaruit banken konden kiezen.

De weg voorwaarts: toezicht op een stabiele bankensector

In dit hoofdstuk is geïllustreerd hoe het mondiale toezicht op banken zich ontwikkeld heeft in de context van het Bazelse Comité. De analyse van de onderhandelingen liet zien dat de Bazel Akkoorden steeds alomvattender werden, maar tegelijkertijd steeds meer verantwoordelijkheden overdroegen aan de banken zelf. Met name de grote internationaal actieve banken krijgen de vrijheid om zelf te bepalen wat hun risicogewogen kapitaalverplichting is door middel van modellen gebaseerd op interne ratings. Op het internationale niveau vond een harmonisatie van de visie ten aanzien van banktoezicht plaats, met een consensus dat risicogewogen kapitaalstandaarden optimaal zijn.

Deze ontwikkelingen hebben een belangrijke rol gespeeld in wijzigingen in de structuur van de bancaire sector. Het toezichtsmodel bevorderde een verschuiving van 'traditioneel' bankieren naar een *originate-and-sell* model, alsmede securitisatie van verplichtingen. Beide trends hadden een aanjagend effect op financialisering: financiële markten voor gesecuritiseerde verplichtingen kwamen tot bloei en allerlei financiële consultants richtten zich op de risicomodellen en securitisaties. Hiermee hebben de Kapitaalakkoorden in zekere zin bijgedragen aan de ontwikkeling van de kredietcrisis (die, zoals bekend, ontketend werd door gesecuritiseerde *subprime* hypotheeklen). Naar nu blijkt waren de risicomodellen onder het Bazel II Kapitaalakkoord niet in staat de daadwerkelijke risico's van de banken afdoende te omvatten, en waren de buffers niet afdoende.

Zoals de beschrijving van de onderhandelingen over de Akkoorden laat zien, is de betrokkenheid van niet-financiële actoren beperkt. Zo'n exclusieve beleidsgemeenschap met grotendeels dezelfde overtuigingen kan bijdragen aan het ontstaan van een tunnelvisie. De eenzijdige focus op risicogewogen kapitaalstandaarden en regelgeving die banken een gelijk speelveld biedt en financialisering bevordert, lijkt dit te bevestigen. Hoewel er formeel een getrappt systeem van democratische controle is, lijkt van substantiële parlementaire controle geen sprake.⁴⁹ Dit is problematisch omdat de standaarden die uit dit soort niet-inclusieve processen voortkomen niet alleen minder legitiem zijn, maar vaak ook minder effectief.⁵⁰ Er is geen sprake van een afgewogen oordeel over de voor- en nadelen van de beleidsmaatregelen. Een voorbeeld hiervan is het feit dat zowel Bazel I als II minder aantrekkelijke regelgeving voor leningen aan opkomende markten bevat (landen die geen onderdeel uitmaken van het Bazelse Comité).

Vanzelfsprekend hebben de beleidsmakers gereageerd op de crisis. Het Bazelse Comité is al druk bezig om amendementen op het Akkoord te ont-

wikkelen, er wordt zelfs al gesproken van een Bazel III Kapitaalakkoord.⁵¹ De voornaamste elementen hiervan zijn een verbeterde risicomodellering van securitisatie en strakkere kapitaaleisen, alsmede de verplichting om kapitaalbuffers te verhogen in goede tijden (zodat er marge is tijdens slechte tijden). Met name deze laatste aanpassing zal ook de procycliciteit van het Akkoord verminderen. Ook wordt een *gearing ratio* voorgesteld als achtervang voor het Akkoord, en tot slot wordt gesproken over hogere kapitaaleisen voor systeemrelevante banken (banken die *too big to fail* zijn). Hoewel dit redelijk drastische maatregelen zijn vanuit het oogpunt van de financiële beleidsmakers, wordt aan het fundamentele concept van het Akkoord niet getornd. Dat is overigens goed te begrijpen aangezien de leden van het Bazelse Comité jaren hard gewerkt hebben aan dit Akkoord, en het dus niet zomaar naar de prullenbak zullen verwijzen. Tegelijkertijd is er al weer voorzichtig verzet bij de banken tegen al te forse maatregelen. Het IIF heeft bijvoorbeeld in juni een rapport uitgebracht waarin het claimt dat strenge regulering voor de VS, Eurozone en Japan een structurele verlaging van de economische groei met 0,3 procentpunt voor de periode 2011-2020 zou betekenen.⁵²

Zoals uit het voorgaande blijkt is er een dynamische relatie tussen het toezichtsregime en de structuur in het bancaire stelsel. Wordt één bepaalde toezichtsmaatstaf gekozen, dan wordt het waarschijnlijker dat banken een weg vinden om die specifieke maatstaf heen (zoals securitisatie dat bood). Als de toezichthouders dus echt serieus werk willen maken van een restrictief stelsel voor financiële soliditeit van banken zouden ze moeten overwegen om verschillende ratio's te hanteren. Deze ratio's zouden alle even belangrijk zijn (en dus geen achtervang van het Bazel II-model), en de meest conservatieve ratio zou de uiteindelijke kapitaalbuffer moeten bepalen. Te denken valt hierbij aan een combinatie van een – versterkte – risicogewogen kapitaalbuffer (zoals momenteel onder Bazel II), een *gearing ratio*, en een maatstaf gebaseerd op de omzet van een bank. In dit model zijn banken als het ware op drie punten 'gezekerd', waarbij de ene maatstaf kan compenseren als de andere te veel speelruimte laat.

De aangepaste risicogewogen kapitaalratio zou investeringen in derivaten en dergelijke zwaarder wegen dan onder het huidige model, en de eisen aan 'kapitaal' verscherpen. Ook zouden toezichthouders hierbij niet zonder meer genoeg moeten nemen met het gebruik van zogenaamde ratings van de bekende *rating agencies*, verdere onderbouwing van de risico's is vereist. Dit is in lijn met de voorstellen die door het Bazelse Comité zijn gedaan. De tweede test van financiële soliditeit, de *gearing ratio*, betekent dat er een kapitaalbuffer aangehouden dient te worden op basis van het balanstotaal. Ook dit wordt momenteel voorgesteld in de wijzigingen op het Bazel II Akkoord, maar en-

kel als 'achtervang'. In dit voorstel zou het echter een volwaardige 'zekering' zijn, die eventueel zelfs progressief zou kunnen worden gehanteerd (waarmee grote banken een hogere kapitaaleis onder zo een progressieve *gearing ratio* kunnen krijgen). Hiermee worden bijvoorbeeld systeemrelevante banken die een laag risicogewogen kapitaal hebben toch gedwongen meer kapitaal aan te houden. De laatste maatstaf zou een kapitaalbuffer gerelateerd aan de omzet van banken zijn. Dit zit impliciet al in de kapitaaleis voor operationeel risico onder Bazel II, maar zou explicieter en alomvattender gemaakt moeten worden. Deze maatstaf kan dienen om banken die schijnbaar een 'maas in de wet' gevonden hebben en zeer veel transacties kunnen doen zonder daarvoor kapitaal aan te moeten houden (zoals bijvoorbeeld kon via de SPV's), toch solide te houden.

Een toezichtsregime als hiervoor beschreven zou het bankwezen flink inperken en daarmee de kans op en hevigheid van bancaire crises verminderen. Tegelijk moet wel beseft worden dat een ingeperkt bankwezen ook minder goed in staat is haar nuttige functies (efficiënte allocatie van kapitaal) te vervullen, zoals de hierboven genoemde recente studie van het IIF benadrukt. Kortom, het is goed mogelijk dat de impliciete keuze die gemaakt moet worden is die tussen stabiele, maar lagere economische groei, en onstuimige groei.⁵³ Dit is een politieke keuze die gemaakt moet worden, en waarvoor de auteur geen makkelijke vuistregels kan geven. Wel kan geconstateerd worden dat als deze keuze overgelaten wordt aan een select groepje financiële experts de uitkomst wel eens onwelgevallig aan het brede publiek kan zijn (zoals de huidige kredietcrisis op een wrange wijze illustreert).

Noten

- 1 Zie ook het hoofdstuk van Jeuken en Coppes in deze bundel.
- 2 Zie het hoofdstuk van Mügge voor een bespreking van de invloed van de komst van de Amerikaanse investeringsbanken op de Europese bankensector, met name op het gebied van kapitaalmarktactiviteiten.
- 3 Hier wordt vooral bedoeld op de prikkel van banken om gesecuritiseerde producten aan te bieden; Mügge wijst in zijn hoofdstuk ook op het belang van de vraagzijde: banken wilden graag gesecuritiseerde producten kopen vanwege de rendementsdruk die uit Europese integratie volgde.
- 4 Een van de basismodellen van dit mechanisme van bankencrisis is ontwikkeld door Diamond & Dybvig, 1983.
- 5 Zie voor een eerste, haastige beschrijving van de DSB crisis Redactie Economie *de Volkskrant*, 2009.

- 6 Enkel extreme vrijemarktdenkers zoals Friedrich von Hayek pleiten voor de zelfsturende werking van de markt in bijvoorbeeld uitgifte van valuta en het bancaire bedrijf, zie bijvoorbeeld von Hayek, 1944.
- 7 Zie het hoofdstuk van Mügge in deze bundel voor een uitgebreidere bespreking van nationale varianten van kapitalisme.
- 8 Zie Buiter & Sibert, 2008 voor een goede bespreking van de bankencrisis in IJsland.
- 9 Dit voorbeeld werd later gevolgd door Groot-Brittannië. Op het moment van schrijven is het overigens onduidelijk of IJsland deze bruglening ook daadwerkelijk volledig kan en gaat terugbetalen onder de huidige voorwaarden. De bevolking heeft hier in een referendum met overgrote meerderheid tegen gestemd. Saillant detail is nog dat veel Nederlandse 'lagere overheden' (meest prominent de provincie Noord-Holland) tegoeden weggezet bleken te hebben bij Icesave, in totaal voor zo'n 220 miljoen euro. Deze worden niet gedekt door de depositogarantie.
- 10 *de Volkskrant*, 3 oktober 2008.
- 11 Dit stelsel beperkte internationale kapitaalstromen, ten faveure van vaste wisselkoersen en nationale autonomie in het economisch beleid. Zie ook Schilperoord in deze bundel voor de ontwikkeling van een van de belangrijkste pilaren van Bretton Woods, het IMF, na de val van het stelsel. Zie Helleiner, 1994 voor een analyse van de werking en val van Bretton Woods.
- 12 De G10 bestaat uit 11 leden, te weten: België, Canada, Duitsland, Frankrijk, Groot-Brittannië, Italië, Japan, Nederland, de Verenigde Staten, Zweden en Zwitserland. De groep vindt zijn oorsprong in een overeenkomst van deze landen met het IMF uit 1962 om indien nodig het IMF van extra financiering te voorzien (de *General Arrangements to Borrow*). Zwitserland sloot zich in 1964 aan.
- 13 De afwezigheid van een sterke groei in de VS kan verklaard worden uit het feit dat de internationaal succesvolle investeringsbanken zoals Goldman Sachs en JP Morgan niet onder de OESO definitie van banken vallen en daarom niet meegeteld worden in deze statistieken. Data van voor 1980 is helaas merendeels afwezig (evenals data voor Groot-Brittannië).
- 14 BIS consolidated banking statistics, tabel 9B. Deze data zijn helaas niet een op een met de OECD data uit figuur 5.1 te vergelijken omdat de groep banken waarop deze gebaseerd is iets anders is samengesteld. Ook zit er een breuk in de serie – de buitenlandse claims zijn uitgebreid van alleen claims op ontwikkelingslanden naar claims op alle landen – die interpretatie over de hele periode moeilijk maakt. Dat laat onverlet dat de groei fors is.
- 15 Helleiner, 1994, p. 173.
- 16 In het Bazelse Comité zijn ook Luxemburg en Spanje vertegenwoordigd. Het Comité begon als het *Standing Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices* en heet nu het *Basel Committee on Banking Supervision*, www.bis.org/bcbs/index.htm.
- 17 BIS 2006, p. 1 (zie ook www.bis.org).

- 18 Norton, 1995, p. 183.
- 19 Reinicke, 1995, p. 166.
- 20 Zie bijvoorbeeld Cline, 1995 en Oliveri, 1992 voor besprekingen van de Latijns-Amerikaanse schulden crisis.
- 21 Deze 17 opkomende markten zijn degenen die diep in de schulden zaten en later gebruik konden maken van het Baker plan om uit de crisis te komen. Ze tellen voor 51% van de totale schuldenlast van ontwikkelingslanden, en zijn Argentinië, Bolivia, Brazilië, Chili, Colombia, Costa Rica, Ivoorkust, Ecuador, Jamaica, Joegoslavië, Mexico, Marokko, Nigeria, Peru, Filippijnen, Uruguay, en Venezuela. Zie Cline, 1995.
- 22 Dat laat onverlet dat het belangrijkste internationale verdelingsvraagstuk ging tussen de bevolking van de debiteurenlanden, banken, en Westerse overheden.
- 23 Kapstein, 1994. De politieke gevoeligheid over *bail-outs* ten koste van de belastingbetaler speelt opnieuw op in de huidige Amerikaanse discussie over financiële regelgeving na de crisis.
- 24 Kapstein citeert een ingewijde die aangaf dat er met een gaap gereageerd werd op het Amerikaanse voorstel (1994, p. 108).
- 25 Kapstein, 1991.
- 26 Reinicke, 1995, p. 168.
- 27 Chey, 2006, p. 95.
- 28 Chey, 2006, p. 68.
- 29 Reinicke, 1995 p. 169 citeert Marcus Lusser, de vice-president van de Zwitserse centrale bank: *'the willingness to co-operate internationally could suffer damage in the long run.'*
- 30 Reinicke, 1995, p. 175.
- 31 Wood, 2005, p.90. Groeneveld, 1999 wijst inter alia ook op de invloed van internationale harmonisatie van regelgeving.
- 32 www.riskmetrics.com
- 33 Cijfers zijn voor alle banken en vertekenen dus de internationaal actieve, meest geavanceerde banken. Data voor Japan en Groot-Brittannië ontbreken in de OECD database.
- 34 Zie Tarullo, 2008, p. 60-64.
- 35 IIF, 1998.
- 36 Jackson et al., 1999.
- 37 Jackson et al, 1999, p. 26.
- 38 Danielsson, 2002; en voor een reactie op de huidige crisis: Danielsson 2008.
- 39 Danielsson et al, 2001.
- 40 Wood, 2005, p. 130.
- 41 Griffith-Jones, Segoviano & Spratt, 2002; Claessens, Underhill & Zhang, 2008.
- 42 Zie ook Power, 2005.
- 43 Economist, 1999.
- 44 In een vertrouwelijk interview van de auteur met een ingewijde werd beweerd dat het vooral een academische discussie was, terwijl toezichhouders zich er bij neerlegden

dat elke risicogewogen kapitaalstandaard in zekere mate procyclisch is. Zie ook de Kamerbrief van de minister van Financiën, KST61018, 11 april 2002.

- 45 Tarullo, 2008.
- 46 Deze angst heeft tot het einde toe geleid tot een lobby van de kleine banken richting de nationale toezichthouders en het Comité, hoewel er nooit harde cijfers voor zijn aangevoerd.
- 47 Ernst & Young, 2006.
- 48 In het najaar van 2007 verzekerden Japanse beleidsmakers mij nog dat een van de redenen waarom Japan de crisis relatief ongeschonden doorkwam was dat Japan Basel II al geïmplementeerd had voor haar banken. Die situatie is vanzelfsprekend nog flink veranderd in de loop van 2008, waardoor de claim te optimistisch lijkt.
- 49 Voor een Nederlands voorbeeld: NRC, 2009. De commissie-De Wit die een parlementair onderzoek naar de kredietcrisis verricht, merkt dan ook op in haar eerste rapportage dat 'de Kamer zich bij totstandkoming van internationale en Europese standaarden en regelgeving vaak te laat bewust [werd] van belangrijke initiatieven, liet zij na hierover met het kabinet fundamenteel in debat te gaan of wachtte zij daarmee tot het onderhandelingsproces al zo ver gevorderd was dat beïnvloeding van het proces niet meer mogelijk was'. Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, 2010, p. 17.
- 50 Voor een uitgebreide behandeling van dit argument, zie Underhill, Blom & Mügge, 2010.
- 51 Zie BCBS, 2009a en 2009b en DNB, 2009.
- 52 IIF, 2010.
- 53 Hierbij moet opgemerkt worden dat uit de 'varianten van kapitalisme' literatuur blijkt dat de economische prestaties van verschillende varianten in de OESO over de langere termijn ongeveer gelijk zijn. Zie Becker, 2009.

Bibliografie

- BCBS (2009a) *Enhancements to the Basel II Framework*, juli 2009
- BCBS (2009b) *Strengthening the resilience of the banking sector – consultative document*, december 2009
- Becker, U. (2009) *Open varieties of capitalism: continuities, change and performances*, Palgrave MacMillan
- BIS, *History of the Basel Committee and its membership*, July 2006, <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>
- Buiter, W.H. & A. Sibert (2008) 'The Icelandic banking crisis and what to do about it: The lender of last resort theory of optimal currency areas', *CEPR policy insights*, no. 26

- Chey, H. (2006) *Compliance with international regulatory regimes: the Basel Capital Adequacy Accord in Japan, South Korea, and Taiwan, 1988-2003*, unpublished PhD thesis, London School of Economics, 2006
- Claessens, S., G.R.D. Underhill & X. Zhang (2008) 'The political economy of Basle II: the cost for poor countries', *World Economy*, vol 31, p. 313-344
- Cline, W.R. (1995) *International debt reexamined*, IIE
- Danielsson, J. et al. (2001) 'An academic response to Basel II', *Financial Markets Group special paper*, no. 130
- Danielsson, J. (2002) 'The emperor has no clothes: limits to risk modelling', *Journal of Banking and Finance*, vol 26, p. 1273-1296
- Danielsson, J. (2008) 'Blame the models', *Journal of Financial Stability*, vol 4, p. 321-328
- Diamond, D.W. & P.H. Dybvig (1983) 'Bank runs, deposit insurance and liquidity', *Journal of Political Economy*, vol 91(3), p. 401-419
- DNB (2009) 'Aanpassingen Bazels raamwerk voor banktoezicht', *Kwartalbericht*, december 2009, p. 29-33
- ECB (2000) *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – facts and implications*, december 2000
- Economist* (1999) 'Bank rules in disarray', 27 November 1999
- Ernst & Young (2006) *Basel II: the business impact*
- Griffith-Jones, S., Segoviano, M.A. & S. Spratt (2002) 'Basel II and developing countries: diversification and portfolio effects', mimeo, Institute for Development Studies
- Groeneveld, J.M. (1999) 'The forces behind the consolidation trend in the European banking industry', *Kredit und Kapital*, vol 3, p. 369-392
- Helleiner, E. (1994) *States and the re-emergence of global finance*, Cornell University Press
- IIF (1998) *Report of the working group on Capital Adequacy: Recommendations for revising the regulatory capital rules for credit risk*
- IIF (2010) *Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposed changes in the banking regulatory framework*, juni 2010
- Jackson, P. et al (1999) 'Capital requirements and bank behaviour: the impact of the Basle Accord', *BCBS Working Papers*, no. 1, April 1999
- Kapstein, E.B. (1991) 'Between power and purpose: central bankers and the politics of international regulation', *International Organization*, vol 46, p. 265-287
- Kapstein, E.B. (1994) *Governing the global economy, international finance and the state*, Harvard University Press
- Minister van Financiën (2002) *Kamerbrief over de laatste ontwikkelingen rond het nieuwe kapitaalakkoord (Basel II)*, KST61018, 11 april 2002

- Norton, J.J. (1995) *Devising International Bank Supervisory Standards*, Martinus Nijhoff Publishers
- NRC (2009) 'Hoe Den Haag de banken bediende', 27/28 juni 2009
- Oliveri, E.J. (1992) *Latin American debt and the politics of international finance*, Praeger Publishers
- Power, M. (2005) 'The invention of operational risk', *Review of International Political Economy*, vol. 12, p. 577-599
- Redactie Economie de Volkskrant (2009), *Opkomst en ondergang van DSB*, Uitgeverij Conserve
- Reinicke, W.H. (1995), *Banking, politics and global finance: American commercial banks and regulatory change, 1980-1990*, Edward Elgar
- Rhoades, S.A. (2000), 'Bank mergers and banking structure in the United States, 1980-98', *Federal Reserve Staff Study*, no. 174, August
- Tarullo, D.K. (2008) *Banking on Basel, the future of international financial regulation*, IIE
- Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (2010) *Parlementair onderzoek financieel stelsel, eerste rapport*, mei 2010 [Commissie de Wit]
- Tschoegl, A.E. (2000) 'International Banking Centers, Geography, and Foreign Banks', *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol 9, p. 1-32
- Underhill, G.R.D., Blom, J.G.W. & D.K. Mügge (red.) (2010) *Global financial integration thirty years on: from reform to crisis*, Cambridge University Press
- Volkskrant*, 'Ierland wekt woede van Britse banken', 3 oktober 2008
- Von Hayek, F.A. (1944) *The road to serfdom*, University of Chicago Press (1994 ed.)
- Wood, D. (2005) *Governing global banking: the Basel committee and the politics of financial globalization*, Ashgate, 2005

6 Kredietderivaten als katalysator van de crisis?

Rien Jeuken en Bob Coppes

Als een van de oorzaken van de kredietcrisis wordt soms de kredietderivatenmarkt genoemd. Warren Buffet, 's werelds rijkste belegger, heeft bijvoorbeeld complexe derivaten in de zogenaamde *Over-The-Counter* markt (OTC, de onderhandse markt) al in 2002 als '*financial weapons of mass destruction*' gekarakteriseerd.¹ Deze uitspraak gaat echter te kort door de bocht en is daarom onjuist. Het is waar dat kredietderivaten het ontstaan van producten mogelijk heeft gemaakt die aan de basis van de crisis lagen (producten gebaseerd op *sub-prime* hypotheeklen in de VS), maar daarmee zijn ze niet de schuld van de crisis.

Derivaten kunnen verkeerd worden gebruikt. Een instelling die grote eenzijdige derivatenposities opbouwt gaat onvoorzichtig en onoordeelkundig te werk. Banken zullen dit niet of maar beperkt doen gezien de kapitaalvereisten die hieruit volgen; voor niet-banken ligt dit anders. Het bijna-faillissement van AIG tijdens de financiële crisis leek Buffets gelijk te bewijzen. AIG is een Amerikaanse verzekeraar en is het grootste verzekeringsbedrijf ter wereld. Terwijl de belangrijkste bancaire marktspelers zowel kredietderivaten (*Credit Default Swaps*, CDS) kochten als verkochten – en daardoor veelal relatief kleine netto posities hadden – was AIG een zeer grote eenzijdige CDS-verkoper. Ultimo 2008 zou het een netto verkooppositie hebben opgebouwd van 372 miljard dollar.² Een faillissement van AIG zou daarmee vele andere partijen in problemen hebben gebracht, wat de Amerikaanse overheid ertoe bracht AIG met grote kapitaalinjecties op de been te houden. In totaal is door de Amerikaanse centrale bank (de Federal Reserve, kortweg Fed) en het Amerikaanse ministerie van Financiën (de Treasury) voor 182,5 miljard dollar aan steun verleend. Dit heeft voor 40 miljard dollar plaatsgevonden als een directe investering in preferente aandelen, en voor het overige in door de Treasury gegarandeerde steun via de Fed door middel van leningen en aankopen van financiële titels.³ In reactie op deze episode stelde de Amerikaanse minister van Financiën dat de overheid meer toezicht uit zou moeten kunnen oefenen op niet-bancaire instellingen.⁴

De onstuimige groei van de kredietderivatenmarkt en het niet-transparante karakter van deze onderhandse markt heeft al voor de kredietcrisis tot

grote zorg bij financiële autoriteiten geleid, omdat niet duidelijk was waar de onderliggende risico's uiteindelijk neerslaan. Mede daarom werd de overname van de investeringsbank Bear Stearns door JP Morgan gesteund met garanties van de Amerikaanse federale overheid voor een deel van de Bear Stearns securitisatieportefeuille. Het plotselinge en toch nog onverwachte faillissement van de investeringsbank Lehman Brothers heeft de onzekerheid en het onderlinge wantrouwen in de markt verder opgedreven, waardoor over de hele linie premies voor kredietderivaten omhoog sprongen en onderpandverplichtingen (*margin calls*) op het hoogtepunt van de marktturbulentie tot verergering van de liquiditeitsproblemen leidden.

De belangrijke risico's in de kredietderivatenmarkt zijn niet altijd afdoende scherp gezien. Ter illustratie wordt hierbij vaak gerefereerd aan twee uitspraken van de voormalige Fed president Allen Greenspan. De eerste is van voor de crisis: *'Not only have individual financial institutions become less vulnerable to shocks from underlying risk factors, but also the financial system as a whole has become more resilient in 2004.'* En de tweede is van 24 oktober 2008 waarmee hij deze misvatting erkent: *'I made a mistake in presuming that the self-interests of organisations, specifically banks and others, were such that they were best capable of protecting their own shareholders and their equity in the firms.'* Toch werden bijvoorbeeld operationele risico's al in 2005 onderkend en werden in de paar jaren daarna aangepakt. Voor kredietrisico's in de complexe financiële producten (zowel van de onderliggende naam als van de contract-tegenpartij) kwam pas door de kredietcrisis meer aandacht, vooral toen duidelijk werd dat waarderingbureaus zoals Moody's, Fitch en Standard & Poor's de onderliggende kredietrisico's sterk hadden onderschat. En hoewel toezichthouders al langer oog hadden voor de algemene risico's voor de gezondheid van het financiële systeem kwamen deze systeemrisico's door de kredietcrisis in het centrum van de belangstelling te staan.⁵ Al deze zaken hebben geleid tot nieuwe initiatieven van zowel marktpartijen als van de toezichthouders. Deels zijn deze het vervolg en de intensivering van reeds genomen maatregelen.

In dit hoofdstuk zal allereerst aandacht worden besteed aan de kenmerken van de kredietderivatenmarkt, waarbij duidelijk wordt hoe de derivatenmarkt is gegroeid. In de tweede paragraaf wordt besproken hoe kredietderivaten een rol speelden bij het ontstaan van nieuwe financiële producten, en hoe dit zich verhoudt tot de huidige crisis. In paragraaf drie worden de risico's verbonden aan deze markt besproken en in paragraaf vier initiatieven uit de markt en van beleidsmakers om deze risico's in te dammen. De laatste paragraaf trekt conclusies uit de turbulente ontwikkeling van de derivatenmarkten.

Kenmerken van de kredietderivatenmarkt

Een derivaat is een financieel instrument, waarvan de waarde wordt afgeleid uit de waardeontwikkeling van andere financiële factoren (de onderliggende waarde). Het kan daardoor goed als dekking of *hedge* voor een waardeverandering van die onderliggende waarde worden gebruikt. Zo kan een aandenderivaat (bijvoorbeeld een optie) werken als een dekking voor de waardeverandering van een bepaald aandeel of index van aandelen. Een bezitter van aandelen kan tegen een premie door middel van een aandenderivaat zijn bezit als het ware indekken tegen een waardedaling. De verkoper van het derivaat is bereid tegen een premie het risico van een waardedaling van de aandelen op zich te nemen.

Op een vergelijkbare wijze bestaan er ook derivaten die dekking geven voor renteveranderingen, valutaschommelingen, of voor prijsbewegingen in goederen (zoals onder meer olie, ijzer, koper en aardappelen). Een kredietderivaat (*Credit Default Swap*, CDS) geeft dekking tegen het optreden van een zogenaamd *credit event* van de uitgever (emittent) van een obligatie of schuldbewijs. Een *credit event* is een gebeurtenis die de terugbetaling van een schuld negatief beïnvloedt, met het faillissement als belangrijkste voorbeeld. De emittent wordt de referentienaam van de CDS genoemd en het onderliggende schuldbewijs is de referentiewaarde. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen *single name* kredietderivaten die betrekking hebben op de obligaties van één specifieke referentienaam en *multi name* kredietderivaten die betrekking hebben op een mandje van bedrijven of een index.

Kredietderivaten zijn in principe nuttig omdat ze de efficiëntie op financiële markten bevorderen. Aan iedere geldlening zit een kredietrisico omdat het voor kan komen dat de debiteur niet, of slechts gedeeltelijk, terugbetaalt. Kredietderivaten maken het mogelijk dit risico te beperken. Dit is mogelijk doordat het kredietrisico kan worden afgezonderd van de lening en kan worden verdeeld over partijen die dit risico (tegen betaling) willen dragen. Het financiële derivaat kan echter zowel voor risicoreductie als voor het opbouwen van speculatieve posities worden gebruikt. Hoewel dit ook geldt voor andere derivaten, vielen de eenzijdige posities in kredietderivaten vooral bij AIG op door hun omvang.

De kredietderivatenmarkt wordt gekenmerkt door een onderhands karakter. Dit wil zeggen dat de transacties niet op een beurs tot stand komen maar bilateraal tussen een koper en verkoper. In principe kunnen een koper en verkoper elkaar rechtstreeks benaderen, maar in de praktijk is het gebruikelijk dat een beperkt aantal grote zakenbanken bemiddelt tussen partijen die kredietrisico's willen indekken en partijen die kredietrisico's tegen een premie

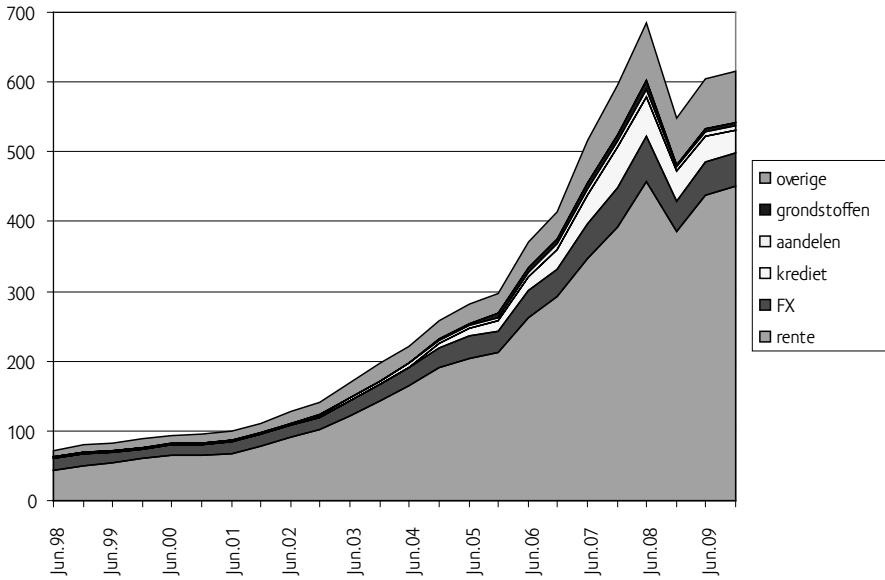
willen overnemen. Deze banken hebben een spilfunctie op de kredietderivatenmarkt en worden vaak aangeduid met de term Fed-16, omdat zij sinds 2005 met de Federal Reserve Bank van New York overleggen hoe de situatie in de OTC derivatenindustrie kan worden verbeterd.⁶ Zowel de handel en het handelsgedrag alsmede de afwikkeling van deze handel (de administratieve processen) zijn daarbij een punt van aandacht voor de autoriteiten.

Tot voor kort was er ook geen centrale registratie van de verplichtingen die partijen met elkaar aangaan. Dit gebrek aan transparantie veroorzaakt in tijden van financiële stress onzekerheid en kan het vertrouwen tussen partijen doen verdwijnen. Dat gebeurde bijvoorbeeld toen Lehman failliet ging. Het was een grote derivatenhandelaar en omdat niet duidelijk was met wie en in welke hoeveelheden door Lehman was gehandeld, ontstond kort voor en vooral na het faillissement onzekerheid over waar de risico's zouden neerslaan. Het gevolg was een zeer groot onderling wantrouwen op diverse financiële markten. Op deze wijze kan de niet-transparante onderhandse handel onzekerheid tweewegbrengen die in stresssituaties een negatieve spiraal kan verergeren. Een negatieve spiraal kan worden versterkt als marktpartijen door de onzekerheid gelijktijdig 'de uitgang' zoeken, bijvoorbeeld met verkooporders zonder limiet, waardoor de bodem in de prijsvorming kan wegvallen. Om dit te vermijden werd al lang geleden maar nu nog steeds gezocht naar middelen om de transparantie te vergroten.⁷ Want als duidelijk is wie met wie in welke hoeveelheden heeft gehandeld, zijn de gevolgen van een (dreigend) faillissement veel overzichtelijker. Transparantie en overzicht kunnen dus het proces van een negatieve spiraal remmen omdat partijen dan beter in staat zijn hun posities te bepalen en op basis daarvan te handelen.

Volgens cijfers van de BIS is de nominale waarde⁸ van de totale wereldwijde derivatenmarkt in 2008 voor het eerst gedaald.⁹ Het gaat om een daling van 20 procent, van 684 biljoen dollar medio 2008 tot 547 biljoen dollar eind 2008 (zie figuur 6.1). In 2009 bleek de markt weer te zijn gegroeid, maar de top van medio 2008 was daarmee nog niet bereikt. In figuur 6.1 zijn meerdere derivatencategorieën te zien. De BIS onderscheidt in principe vijf categorieën, namelijk derivaten gerelateerd aan rente, vreemde valuta (FX), kredietrisico, aandelen of grondstoffen. Kredietderivaten bestonden al vóór 2003, maar werden toen nog niet afzonderlijk geregistreerd. De derivatenmarkt is een wereldwijde markt, dus er zijn geen cijfers van nationale deelmarkten beschikbaar.

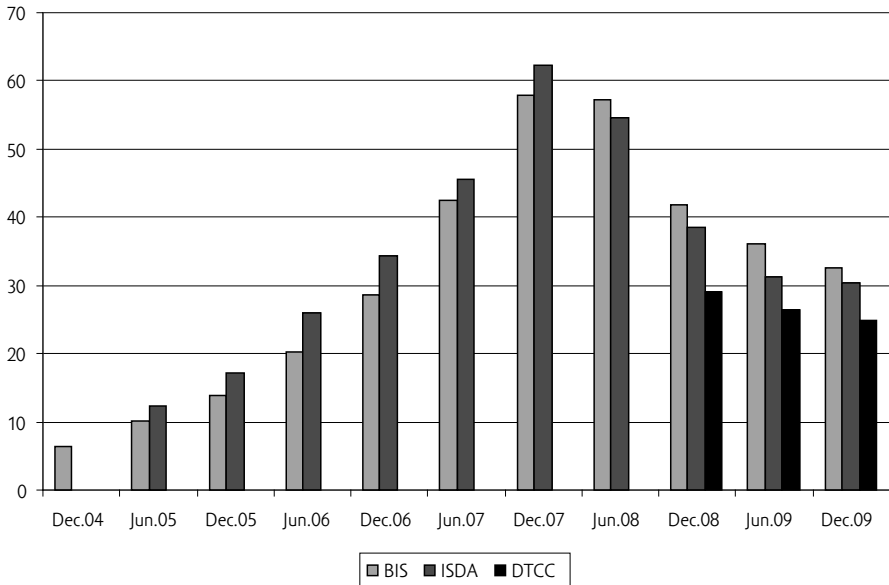
Binnen de derivatenmarkt is ook de nominale omvang van de kredietderivatenmarkt gedaald van een piek van 58 biljoen dollar eind 2007 tot 33 biljoen dollar ultimo 2009 (zie figuur 6.2). Volgens DTCC, een bedrijf dat informatie bijhoudt over de markt in kredietderivaten, is de omvang verder gedaald tot ongeveer 25 biljoen dollar per december 2009.

Figuur 6.1 Ontwikkeling nominale waarde van alle categorieën derivatencontracten afzonderlijk (bedragen in \$ biljoenen)



Bron: BIS

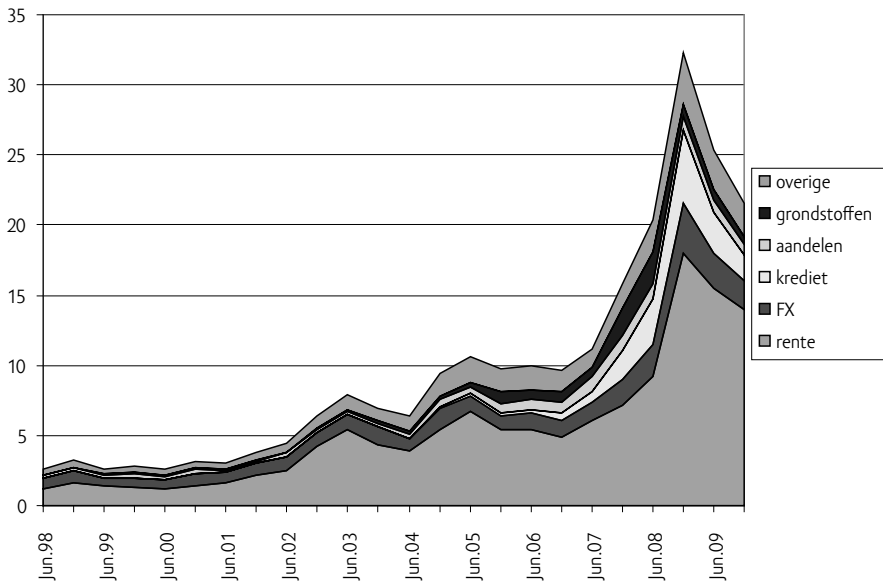
Figuur 6.2 Ontwikkeling nominale waarde van kredietderivaten volgens drie beschikbare informatiebronnen: ISDA, BIS en DTCC (bedragen in \$ biljoenen)



De nominale waardedaling van de kredietderivaten is niet het gevolg van een afname van de handel maar het gevolg van het feit dat sinds eind 2008 zeer veel energie is gestoken in het tegen elkaar wegstrepen van economisch identieke, maar tegengestelde contracten (de zogenaamde *compression* of *tear-ups*). Deze *tear-ups* vinden plaats in multilaterale nettingprocessen (zie hieronder). Deze worden geleid door daarvoor gespecialiseerde private instellingen, zoals Tri-Optima (die volgens eigen zeggen in 2008 en het eerste halve jaar 2009 voor ruim 39 biljoen dollar aan reducties heeft gerealiseerd, met name in CDS gebaseerd op indices) en Markit/Creditex (nog eens ruim 2 biljoen dollar voornamelijk bij *single name* CDS). Zonder de *tear-ups* zou de markt zijn gegroeid.

De nominale waarde geeft een indruk van de omvang van de markt en geeft een indicatie voor het operationele risico (zie hieronder). Een andere maatstaf voor de omvang van de derivatenmarkt wordt gegeven door de marktwaarde. Opvallend is dat ondanks de daling van de nominale waarde in 2008 de totale bruto marktwaarde van de derivatencontracten is gestegen. In 2008 was die meer dan verdubbeld, van 15,8 biljoen tot 32,2 biljoen dollar (figuur 6.3). Vooral de marktwaarde van rente- en kredietderivaten blijkt in 2008 sterk te zijn gestegen. De reden is dat de rentes wereldwijd sterk zijn gedaald, waardoor

Figuur 6.3 Ontwikkeling van de marktwaarde van alle categorieën derivatencontracten afzonderlijk (bedragen in \$ biljoenen)



Bron: BIS

de oorspronkelijke contractrente verder af is komen te liggen van de geldende marktrente. Bij kredietderivaten is de sterke waarde stijging toe te schrijven aan de wereldwijde stijging van de kredietrisicoperceptie waardoor de CDS-premies zijn gestegen. Ultimo 2009 was de marktwaarde weer gedaald tot 21,6 biljoen dollar. De reden is dat de rentes het afgelopen jaar niet zo ingrijpend zijn veranderd als in 2008 en dat de CDS-premies weer zijn gedaald.

Het kredietrisico op de derivatenmarkt is niet zomaar uit de totale marktwaardes van 21,6 biljoen dollar af te leiden. Het kredietrisico wordt gewoonlijk per tegenpartij bepaald, vandaar dat het kredietrisico ook wel wordt aangeduid met tegenpartijrisico. Dit moet worden onderscheiden van het eventuele kredietrisico op de onderliggende waarde. Van dit laatste is alleen sprake als de onderliggende waarde afhankelijk is van de geïdentificeerde referentienaam. Dat is het geval bij kredietderivaten, maar bijvoorbeeld niet bij rente- en FX-derivaten (daar is namelijk geen sprake van een onderliggende referentienaam). Bij kredietderivaten is dus sprake van een dubbel kredietrisico, van de onderliggende waarde (het kredietrisico op de referentienaam) en van de tegenpartij (het kredietrisico op de tegenpartij in het CDS-contract).

Bij het bepalen van het tegenpartijrisico wordt rekening gehouden met het bestaan van bilaterale nettingcontracten. Dat betekent dat voor alle derivatencontracten naar de netto positie per tegenpartij wordt gekeken. Kredietrisico wordt alleen gelopen als er per saldo netto iets is te vorderen, dus wanneer de netto positie positief is. Bij het bepalen van de netto positie wordt bijvoorbeeld een negatieve marktwaarde op rentederivaten met tegenpartij X gecompenseerd met de positieve marktwaarde op kredietderivaten met diezelfde tegenpartij. Er is dus sprake van een zogenaamde *multi asset class netting*. Het nettingproces wordt in paragraaf vier verder uitgelegd. De netting betekent wel dat het tegenpartijrisico niet per derivatencategorie te bepalen is. Het kredietrisicobedrag is door de bilaterale netting dus veel lager dan de optelling van de marktwaardes per derivatencategorie. Maar net als de totale marktwaarde is ook het kredietrisicobedrag volgens de BIS in 2008 sterk gestegen, van 3,3 biljoen tot 4,6 biljoen dollar, waarna weer een daling tot 2,5 biljoen optrad (zie tabel 6.1). In deze tabel wordt dit 'bruto kredietexposure' genoemd omdat nog geen rekening is gehouden van de afdekking van kredietrisico's met onderpand.

Tabel 6.1 De ontwikkeling van de bruto kredietexposure (in \$ miljarden)

	<i>Juni</i> <i>2007</i>	<i>Dec</i> <i>2007</i>	<i>Juni</i> <i>2008</i>	<i>Dec</i> <i>2008</i>	<i>Juni</i> <i>2009</i>	<i>Dec</i> <i>2009</i>
Bruto kredietexposure	2.672	3.256	3.859	4.555	3.744	2.520

Bron: BIS

Het verlangen van onderpand is naast de bilaterale netting nog een andere risicomitigerende techniek die de marktpartijen toepassen. Daarbij vragen marktpartijen op basis van zogenaamde onderpandovereenkomsten (*collateral agreements*) voor de uiteindelijk openstaande netto positie zekerheden of onderpand van elkaar. Maar dat gebeurt niet door alle partijen, want volgens opgave van de ISDA zou voor slechts tweederde van het risicobedrag onderpandovereenkomsten worden gebruikt.¹⁰ Dat komt mede omdat bepaalde partijen geen zekerheden willen stellen. Het gaat dan niet alleen om centrale banken, overheden en door hen gegarandeerde instellingen, maar vaak ook om partijen met de hoogste AAA-rating die vinden dat hun hoge kredietwaardigheid voldoende zekerheid is. Indien de rating van een dergelijke partij toch wordt verlaagd dan zal die partij ineens veel zekerheden moeten stellen. Dat heeft in het geval van AIG, toen deze na het verlies van de AAA-rating verdere *downgrades* kreeg, tot grote problemen geleid. De reden is dat AIG voor haar grote eenzijdige positie zekerheden moest gaan stellen die ze niet kon leveren.

Derivaten en de crisis

De financiële crisis is begonnen toen de markt haar vertrouwen verloor in de waarde van gesecuritiseerde hypotheke in de VS, met name hypotheke met lage kwaliteit (de zogenaamde *subprime* hypotheke). Voorafgaand aan de crisis was er een periode waarin huizenprijzen langdurig stegen waardoor hypotheke tegen steeds soepeler voorwaarden werden verstrekt, ook hypotheke waarvan de debiteur een lage kredietkwaliteit had.

Securitisatie is het proces waarbij financiële activa (zoals hypotheke en creditcardschulden) worden gebundeld en de daaruit resulterende *cash flow*¹¹ verdeeld wordt over verschillende soorten vermogenstitels (de tranches) die voor de financiering van de activa zijn uitgegeven. De *cash flow* is bedoeld voor de betaling van rente en aflossing op die vermogenstitels. Securitisaties hebben het zogenaamde *originate-to-distribute* model mogelijk gemaakt, waarbij banken bijvoorbeeld hypotheke verstrekken, bundelen, securitiseren en de tranches in de kapitaalmarkt verkopen. Door dit model konden banken hun kredietproductie doorlopend voortzetten zonder tegen kapitaalgrenzen aan te lopen. Volgens de Bazel Kapitaalakkoorden moeten banken kapitaal reserveren voor de risico's die ze lopen. De kredietrisico's, behorende bij de hypothekeverstrekkingen, kunnen echter via het securitisatieproces worden doorgeleid (gedistribueerd) naar de financiële markt. Omdat zo het risico bij de banken verdween, hoefden ze er geen kapitaal meer voor aan te houden.¹²

Securitisatie bestond al tientallen jaren geleden, maar de markt kwam pas aan het eind van de jaren negentig goed op gang. Aanvankelijk waren securitisaties nog vrij eenvoudig. Een bundel van activa werd aan een speciaal daarvoor opgerichte rechtspersoon (een zogenaamd *Special Purpose Vehicle*, SPV) verkocht. De financiering kwam van de uitgifte van verschillende soorten obligaties. De *cash flow* uit de activa werd volgens een bepaalde sleutel over de obligatiecategorieën verdeeld.

De uit een securitisatie resulterende vermogenstitels kunnen zijn gebaseerd op allerlei soorten activa, zoals hypotheeken, debiteuren, voorraden, creditcardschulden, obligaties en bankleningen. Indien het bijvoorbeeld hypotheeken zijn, worden ze *Mortgage Backed Securities* (MBS) genoemd, of indien het onderliggende actief een vastrentende waarde is (bijvoorbeeld MBS papier), worden ze *Collateralised Debt Obligations* (CDO's) genoemd.

De securitisatiemarkt was sterk innovatief.¹³ Securitisaties werden verder ontwikkeld en door de combinatie met kredietderivaten ontstonden zogenaamde synthetische securitisaties. Door de kredietderivaten hoefden de activa namelijk niet meer werkelijk te worden overgedragen aan een SPV. De activa bleven op de balansen van de originerende instellingen staan en alleen het kredietrisico werd door middel van een kredietderivaat aan de SPV overgedragen. In sommige van die constructies was zelfs een SPV niet meer nodig.

Een nog verder gaande ontwikkeling was dat gesecuritiseerde activa niet daadwerkelijk hoefden te bestaan. Het volstond om het kredietrisico op bedrijven te creëren door middel van kredietderivaten waarin die bedrijven de referentiewaarden vormden. Ook was het mogelijk om geen individueel bedrijf als naam op te voeren, maar indices van bijvoorbeeld *investment grade* leningen. Al die vormen worden synthetische CDO's genoemd. En uiteindelijk was het ook mogelijk om bestaande CDO's of bepaalde tranches daarvan te securitiseren. Dat werden dan CDO's van CDO's, oftewel 'CDO's in het kwadraat' (*CDO-squared*).¹⁴ Zo kon het gebeuren dat door verpakkingen en her-verpakkingen van een reeks hypotheeken verstrekt aan *subprime* cliënten toch waardepapieren met een AAA-rating konden worden gecreëerd. Daarbij was het wel nodig dat de eerste verliezen (de zogenaamde *first losses* in de *junior tranches*) in de betreffende securitisaties werden gedragen door een partij die dit risico wel wilde dragen.

De werkelijke risico's op dit soort CDO's werden ondertussen moeilijker zichtbaar, maar het klimaat van almaar stijgende vastgoedprijzen drong dit aspect op de achtergrond. De ontzuivering kwam toen de vastgoedmarkt stagneerde en de verliezen op de securitisaties van *subprime* hypotheeken groter bleken te zijn dan waarmee was gerekend. Daardoor ontstonden kapitaalverliezen voor de tranches met een lagere rating. Achteraf kan worden gesteld

dat een verkeerde en doorgaans te lage inschatting door marktpartijen van de inherente risico's in allerlei financiële producten heeft bijgedragen aan de ernst van de crisis. Een juiste inschatting was niet eenvoudig omdat die werd bemoeilijkt door de vaak complexe structuur, de schema's voor rentebetaling en aflossingen (zogenaamde *waterfalls*) en het gebruik van (krediet)derivaten. Onjuiste of te lage inschattingen van volatiliteiten leidden tot foutieve waarderungen van de complexe financiële producten. Waarschuwingen in jaren voorafgaand aan de crises van onder meer Paul Wilmott¹⁵ en Darrel Duffie¹⁶ aangaande de beperkingen van de toegepaste risico- en waarderingsmodellen hebben niet geleid tot bijstelling van die modellen.

Dit betekent niet dat kredietderivaten, securitisaties of de combinatie van deze twee de oorzaak van de crisis zijn. Beide financiële innovaties kunnen in principe een positieve bijdrage leveren aan de vergroting van de welvaart, doordat ze bijvoorbeeld de markt meer volledig¹⁷ en meer liquide maken. De crisis is ontstaan door het ondoorzichtige herverpakken van risico's, waardoor het zicht op de onderliggende risico's en waar die uiteindelijk neerslaan werd bemoeilijkt, of zelfs belemmerd. Vooral ook de *rating agencies* hebben door gebruik van te optimistische modellen te hoge ratings afgegeven voor MBS's en CDO's.

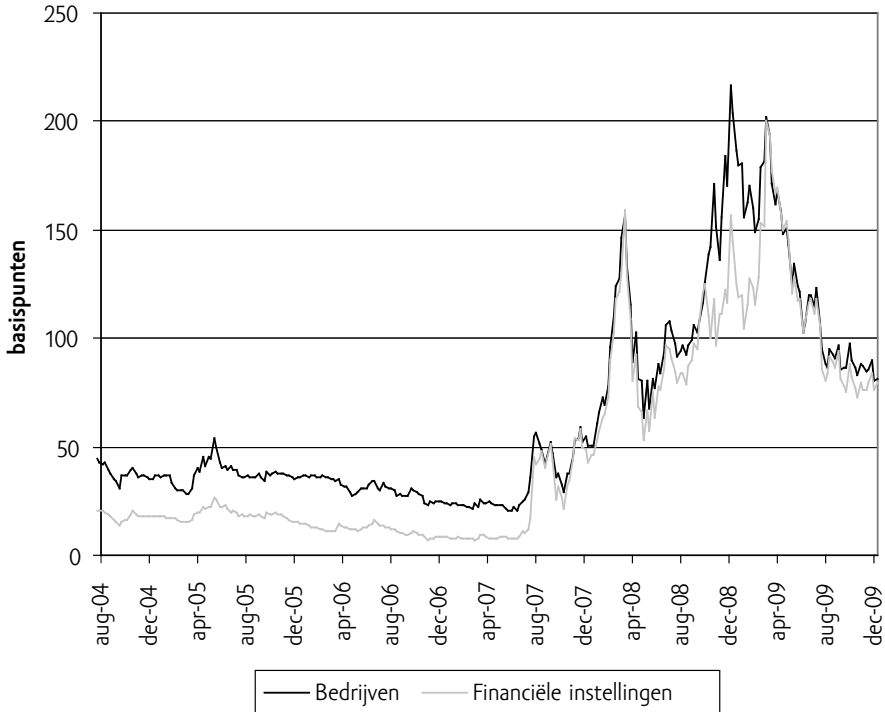
In 2007 begon de crisis nadat de *rating agencies* zich genoodzaakt zagen om de ratings voor dit papier neerwaarts bij te stellen.¹⁸ AAA-kwaliteitspapier werd snel in rating verlaagd, soms zelfs naar het niveau 'speculatief' (minder dan BBB). Aangezien veel beleggende instellingen statutair niet mogen investeren in 'speculatieve' effecten brachten deze verlagingen van de ratings verkoopgolven en een bijbehorende negatieve prijsstijging voor MBS's en CDO's tot stand.

Een andere belangrijke factor was dat er tot medio 2007 ook in brede zin een zeer laag risicobewustzijn was in de markt. Dit kan worden geïllustreerd door de lage CDS-premies in jaren voorafgaand aan de crises (zie figuur 6.4) maar ook door het gemak waarmee hedgefondsen, *private equity funds* en andere risicobeleggers tegen lage rentes met maar weinig risico-opslag aan financiering konden komen. Investerders (zoals pensioenfondsen) waren vanwege de lage rentes op zoek naar betere rendementen ('*search for yield*') en waren bereid middelen ter beschikking te stellen aan hedgefondsen en *private equity funds*.¹⁹

Een belangrijke factor in de ontwikkeling van de crisis was ook dat in de kredietderivatenmarkt bepaalde systeemrisico's aanwezig zijn. Systeemrisico is het risico van ontwikkelingen die het functioneren van het financiële systeem (financiële instellingen, markten en infrastructuur) ernstig belemmeren, waardoor uiteindelijk ook schade aan de reële economie kan ontstaan.

Systeemrisico's worden zichtbaar wanneer problemen van de ene financiële instelling overslaan naar een andere (besmetting) of wanneer een aantal instellingen tegelijkertijd worden geraakt door dezelfde schok. In de volgende paragraaf worden de verschillende risico's verbonden aan deze markten verder besproken.

Figuur 6.4 Generieke 5-jaars CDS-premies voor Europese bedrijven en voor 'senior' leningen van Europese financiële instellingen in basispunten tussen medio 2004 en ultimo 2009



Bron: Bloomberg

De risico's verbonden aan de markt voor kredietderivaten

Zoals hierboven al naar voren kwam zijn er verschillende risico's verbonden aan kredietderivaten. Hieronder worden operationeel, tegenpartij- en systeemrisico onderscheiden. Deze risico's staan echter niet los van elkaar. Operationele risico's kunnen tegenpartij- en marktrisico's uitlokken en vice versa. Dit komt bijvoorbeeld omdat in financiële stress-situaties een operationeel probleem onzekerheid en vooral onduidelijkheid over financiële posities kan

veroorzaken, waardoor geen goede beslissingen kunnen worden genomen. Indien vanuit die onzekerheid veel partijen tegelijkertijd uit de markt willen stappen, ontstaat een vergroot marktrisico. Tevens nemen in financiële stress-situaties doorgaans ook de faillissementskansen toe en bijgevolg de krediet- en tegenpartijrisico's. Vanuit deze achtergrond worden deze risico's hier uitgebreider besproken. Ook worden de eerste maatregelen die al genomen zijn om deze risico's te verminderen besproken (de beleidsontwikkelingen ten aanzien van de derivatenmarkt worden verder besproken in de volgende paragraaf).

Operationeel risico

Het Bazelse Comité voor Banktoezicht definieert operationeel risico als volgt: 'het risico op verliezen als gevolg van ontoereikende of niet goed functionerende interne processen, personeel en systemen of door externe gebeurtenissen.'²⁰ Met name de ontoereikendheid van de interne verwerkingsprocessen voor kredietderivaten kreeg in eerste instantie ruime aandacht. De verwerkingscapaciteit van de *backoffices* van banken was achtergebleven bij de sterke groei van het aantal transacties. Na het ontstaan van de crisis kwam er meer aandacht voor het krediet- en het marktrisico.

Het aantal afgesloten CDS-contracten nam in 2008 nog steeds fors toe, met 44 %, hoewel niet meer zo hard als in de periode 2004-2007 waarin soms groeicijfers van meer dan 100 % te zien waren.²¹ Gedurende de periode met sterke groei nam het aantal CDS-contracten sneller toe dan de administratieve verwerkingscapaciteit van de betrokken dealers. Zodra het *frontoffice* (de dealers) in deze snel expanderende markten meer contracten verkoopt dan het *backoffice* kan verwerken, ontstaan achterstanden. Zolang de verwerkingscapaciteit te klein is, blijven die achterstanden groeien. In een dergelijke situatie worden meningsverschillen over de contractspecificaties tussen twee handelende partijen niet tijdig gesignaleerd en opgelost. Daardoor kunnen voor beide partijen grote problemen ontstaan wanneer een *credit event* bij de referentiernaam of -waarde plaatsvindt.

Begin 2005 stelden toezichthouders in de VS en Groot-Brittannië vast dat de achterstanden in de verwerking van contracten te snel opliepen. Deze situatie werd niet aanvaardbaar geacht omdat, als het erop aankomt, een bank met grote achterstanden slechts met grote vertraging haar positie vis-à-vis tegenpartijen kan bepalen. Indien het faillissement van een grote marktpartij dreigt, is het van belang zeer snel een accuraat inzicht in posities te verkrijgen. Dit inzicht in posities is niet alleen van belang voor de individuele bank maar voor de gehele sector omdat onzekerheden en/of wantrouwen over financiële posities een negatieve spiraal kunnen doen ontstaan of versterken.

Een dergelijke negatieve spiraal begint met het 'opdrogen' van de liquiditeit omdat banken wegens de onzekerheden over de omvang van de risico's terughoudend worden om elkaar en hun niet-bancaire tegenpartijen geld te lenen. Een goede organisatie van het verwerkingsproces is een belangrijke voorwaarde om dit te vermijden. Bij grote faillissementen in het verleden zoals bij het (bijna faillissement van) hedgefonds LTCM in 1998 en later bij Enron, Delphi en Parmalat bleek dat banken veel tijd nodig hadden om hun uiteindelijke positie te bepalen. In het geval van Delphi werd de onduidelijkheid als gevolg van administratieve achterstanden nog verder versterkt door het gegeven dat de totale nominale waarde van de verkochte CDS's groter was dan de nominale waarde van de referentiewaardes (de onderliggende obligaties) die door Delphi waren uitgegeven. Hierdoor nam de onzekerheid over de contractwaarde nog verder toe.

De industrie heeft sinds 2005 niet stil gezeten en heeft onder dwang van de Fed en de Bank of England deze achterstanden weggewerkt. Veel is te danken aan het opzetten van het Trade Data Warehouse van DTCC (Depository Trust & Clearing Company, het grootste Amerikaanse bewaarbedrijf en clearing voor effecten dat vanaf 2005 diensten is gaan ontwikkelen ten behoeve van de kredietderivatenmarkt). Ook de komst van elektronische platformen (zoals triResolve van TriOptima) waardoor contracten goed kunnen worden vastgelegd en onderling bevestigd is een positieve ontwikkeling. Inmiddels is het administreren van contracten zodanig gestandaardiseerd dat automatische *matching* (het geautomatiseerd op de details vergelijken van de contracten van de koper en de verkoper) voor een groot deel is bereikt. *Credit events* zoals het recente megafaillissement van General Motors, waardoor zeer veel contracten worden geraakt, vormen geen administratief probleem meer in de zin dat er langdurige onzekerheid ontstaat over posities van verschillende partijen.

Een andere bron van operationeel risico is de praktijk van het wijzigen van een contractpartij. Veel CDS-marktpartijen kiezen een zogenaamde *prime broker* bij wie ze hun CDS-contracten concentreren. Op basis van zogenaamde *give up agreements* worden dan de contracten die ze afsluiten met andere dealers omgezet in een vervangend contract met de *prime broker*. Dit proces wordt in het Engels aangeduid met *novation* (novatie). Hierdoor kon het gebeuren dat een dealer niet werd geïnformeerd dat het contract door de *prime broker* was overgenomen, met als gevolg onzekerheid over posities. Inmiddels is novatie door marktbreed geaccepteerde protocollen een standaardhandeling geworden. Daarnaast is het eerdergenoemde bedrijf DTCC in de eerste helft van 2009 een dienst gestart waarmee het proces van contractwijzigingen nog beter kan worden ondersteund.²²

Het tegenpartijrisico is het risico dat de tegenpartij in een overeenkomst verzaakt.²³ Het afdekken van dit risico heeft tijdens de crisis veel aandacht gekregen bij het ontwikkelen van nieuwe standaardcontractbepalingen in de OTC-markt en in het bijzonder de CDS-markt.

De OTC-marktpartijen maken steeds meer gebruik van zogenaamde 'Master Agreements' van de *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA). Dit zijn overeenkomsten met standaardbepalingen waarnaar kan worden verwezen in afzonderlijke derivatencontracten. Zo wordt het mogelijk om individuele OTC-contracten af te sluiten waarin wordt verwezen naar de algemene bepalingen in het *master agreement*. Hierdoor kunnen twee partijen die veel verschillende CDS-contracten met elkaar afsluiten hun individuele debet- en creditposities tegenover elkaar salderen (netteren). Daardoor blijft in geval van faillissement de schade beperkt tot de netto positie vis-à-vis de faillierende partij. Een curator zal de in het *master agreement* uitgewerkte nettering moeten respecteren.

Maar het gaat nog verder. Een ISDA *master* kan ook (en in de praktijk gebeurt dit) bepalen dat de nettering geldt voor alle OTC-contracten, niet alleen de CDS's. Dus de nettering gebeurt dan niet alleen voor CDS-posities maar ook voor rente-, valuta-, aandelen-, en goederenderivaten. Een recente studie van Duffie en Zhu toont aan dat een dergelijke *multi asset class* bilaterale nettering in sommige gevallen nog effectiever kan zijn dan de risicoreductie die bij een *single asset class Central Counterparty* (CCP, zie hieronder) kan worden bereikt.²⁴

Naast de bovengenoemde bilaterale nettering is het mogelijk dat partijen de ISDA *master* uitbreiden met een *Credit Support Annex* (CSA). Een CSA is een overeenkomst waarin partijen afspreken om voor de onder de ISDA *master* tot stand gekomen nettopositie een tegenwaarde in onderpand te leveren. In geval van een faillissement blijft dit onderpand in bezit van de gedupeerde.

Naast de ISDA bilaterale netting methode is er ook de CCP-methode om het tegenpartijrisico te elimineren. Een CCP neemt alle aangeboden contracten over in een clearing waarbij het clearinginstituut contractpartij wordt voor alle deelnemers aan de clearing. Als A koopt van B krijgt A een koopcontract en B een verkoopcontract met de centrale tegenpartij. De clearing rekent de netto positie uit (door saldering van alle kopen en verkopen) en de clearingdeelnemer moet een zogenaamde *margin* leveren ter dekking van die netto positie. De CCP-methode wordt verder besproken in de volgende paragraaf.

Systemrisico

Voorafgaand aan de crisis bestond wel aandacht voor de systeemrisico's van de kredietderivatenmarkt, maar deze zijn tijdens de crisis terecht meer in het centrum van de belangstelling komen te staan. Er zijn diverse systeemrisico's te noemen: concentratierisico (met gerelateerd het *too-big-to-fail* probleem), gebrek aan transparantie in de derivatenhandel, en de mogelijk procyclische werking van de derivatenmarkt. Deze systeemrisico's worden hieronder besproken.

De derivatenmarkt wordt gedomineerd door een beperkt aantal grote internationale banken (dealers). Deze dominantie in de markt blijkt uit het feit dat de handel is geconcentreerd bij de hiervoor genoemde Fed-16 banken. Dit kan leiden tot een verhoogd concentratierisico, dat wil zeggen dat individuele instellingen niet meer failliet kunnen gaan zonder dat dit een grote negatieve invloed op de hele markt heeft (en mogelijk een domino-effect in werking treedt). Deze instellingen zijn dan te groot om failliet te kunnen laten gaan, wat wel aangeduid wordt met *too-big-to-fail*.

De recente daling van de activiteit op de kredietderivatenmarkt heeft de concentratie in de markt alleen maar verder vergroot. De daling had vooral betrekking op de contracten van de belangrijkste dealers met andere financiële en niet-financiële instellingen. Daardoor is meer dan voorheen de derivatenmarkt een zaak geworden van de grote dealers onderling. Dat is ook terug te vinden in de marktwaarde van de contracten. De onderlinge handel tussen dealers vertegenwoordigde volgens de BIS medio 2008 43 procent van de marktwaarde, terwijl die eind 2008 was toegenomen tot 56 procent.²⁵

Het concentratierisico wordt nog vergroot door zogenaamde ketenrisico's: kredietderivaten kunnen onderdeel vormen van CDO-constructies. Als nu de verkoper van de kredietderivaten failliet gaat, moet de rating van de geraakte CDO-contracten ook worden aangepast. Dit heeft negatieve invloed op de waarde van de CDO, en zo verspreidt het faillissement zich door het systeem.

Een gebrek aan transparantie is in het algemeen eigen aan een OTC-markt, waar de handel onderhands is. Bancaire deelnemers aan de derivatenmarkt staan weliswaar onder toezicht, maar zijn in grote mate vrij om hun handel in kredietderivaten vorm te geven. Bovendien zijn dergelijke banken vaak actief in meerdere jurisdicties, wat de transparantie niet bevordert. Verder geldt dat voor niet-bancaire partijen het publieke toezicht een kleinere rol speelt. Zo kon AIG een enorme eenzijdige positie opbouwen zonder dat dit bij een toezichthouder alarmbellen deed rinkelen.

Transparantie heeft te maken met zowel posities die partijen op de markt innemen als ook de prijzen waartegen de posities kunnen worden gewaar-

deerd. Ten eerste is het door een gebrek aan positiedata mogelijk dat risico's zich min of meer ongemerkt bij enkele partijen opbouwen. Hoewel AIG en andere grote verzekeraars (de zogenaamde *monolines*) wel iets over hun grote exposures rapporteerden, bleek de enorme eenzijdige omvang toch een verrassing voor de markt. Ook de onduidelijkheid over welke partijen de grootste risico's liepen na het faillissement van Lehman, heeft de onzekerheid in de markt vergroot en het onderlinge vertrouwen tussen banken ondermijnd. Het gevolg was dat na het faillissement van Lehman op 15 september 2008 allerlei risicopremies op diverse producten, variërend van CDS-premies tot geldtarieven op de interbancaire markt, omhoog sprongen (zie ook figuur 6.4 eerder).

Afgezien van goede positie-informatie is er ook een gebrek aan goede objectieve en actuele prijsinformatie, omdat de markt onderhands is georganiseerd en de *pre-trade* prijzen op een groot aantal besloten prijsplatformen te vinden zijn. Door een gebrek aan goede prijsinformatie is het voor partijen moeilijk om bestaande posities goed te waarderen.

Als laatste systeemrisico moet opgemerkt worden dat CDS op diverse manieren procycliciteit kunnen veroorzaken (dat wil zeggen dat een negatieve of positieve beweging versterkt wordt, waardoor economische groei volatieler wordt). Een belangrijk risico ontstaat wanneer er door marktprijsbewegingen of verlagingen van ratings omvangrijke verschuivingen in de zekerheidsstellingen ontstaan. Het stellen van zekerheden is, zoals in paragraaf twee al is aangegeven, op zichzelf een goede manier om kredietrisico's te verminderen. Maar wanneer dat op grote schaal moet gebeuren, kunnen partijen in liquiditeitsproblemen komen. Zo had bijvoorbeeld AIG al in 2006 haar AAA-status verloren, maar was destijds nog niet erg genegen om zekerheden aan anderen te stellen. Na een verdere verlaging van de rating in 2008 kon ze de zekerheidsstellingen niet meer vermijden maar bleek ze daar niet aan te kunnen voldoen.

Problemen met zekerheidsstelling kunnen worden verergerd wanneer er sprake is van hergebruik (of *rehypothication*) van zekerheden. Dat vindt plaats wanneer een partij die zekerheden van een andere partij heeft verkregen, deze zekerheden weer gebruikt voor zekerheidsstelling aan een derde partij. In het faillissement van Lehman is het voorgekomen dat dit voor een partij tot grote verliezen heeft geleid. Door sterke marktbevingen was de waarde van de onderlinge positie omgekeerd, ten nadele van Lehman. Daardoor kon de tegenpartij haar zekerheden terugvragen. Omdat Lehman die zekerheden had hergebruikt, kon ze de zekerheden echter niet op korte termijn teruggeven.²⁶ Het faillissement dat vlak daarna ontstond, leidde tot een verlies voor de tegenpartij die mogelijk jaren moet procederen om de gestelde zekerheden terug te krijgen.

Recente ontwikkelingen

De kredietderivatenmarkten laten duidelijk de wisselwerking tussen de activiteiten op de markt en de institutionele inbedding van die markt zien. De snelle expansie maakte een aantal institutionele verbeteringen noodzakelijk om de markt te laten functioneren en de risico's beheersbaar te houden. Ruwweg zijn de ontwikkelingen in de institutionele inbedding van de derivatenmarkten in vier categorieën in te delen, die hiervoor al af en toe aangestipt zijn. Allereerst zijn er maatregelen gericht op de risicobeheersing bij partijen die traditioneel onder sterk toezicht staan (de banken). Een tweede maatregel is institutionalisering van het handelsplatform in een *Central Counterparty*. Een derde categorie maatregelen richt zich op het vergroten van de transparantie van de derivatenmarkt (vooral ook met het oog op vergroting van de stabiliteit). De vierde categorie maatregelen richt zich op standaardisatie in de markt, wat de handel vergemakkelijkt. Hieronder worden de recente ontwikkelingen op dit gebied verder geanalyseerd.

Risicobeheersing bij marktpartijen

Door de crisis is in de markt een grote aversie ontstaan tegen complexe producten. Ook bij toezichthouders is het besef groot dat de protectieverkopers te weinig kapitaal hoefden aan te houden voor de CDS's die ze verkochten. In het Bazelse Comité voor Bankentoezicht zijn diverse initiatieven genomen om additionele kapitaaleisen aan kredietderivaten te stellen. Onder andere hebben die in juli 2009 geleid tot een herziening van het Bazel II Kapitaalakkoord wat betreft de berekening van marktrisico.²⁷ Hierbij wordt onder andere een *incremental risk charge* ingesteld, een additionele kapitaaleis voor de migratie- en faillissementsrisico's die niet hun weerslag vinden in de normale kapitaalvereiste voor marktrisico's. Daarnaast heeft de bezorgdheid over de lage kapitaalvereisten voor het tegenpartijrisico in december 2008 geleid tot het opzetten van een BIS-werkgroep die werkt aan een verbeterde solvabiliteitsbehandeling van dat risico voor alle derivaten. Beide zullen leiden tot hogere kapitaaleisen voor CDS's.

Op 20 november 2009 publiceerde de Europese Commissie een communiqué *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, waarin zij haar intenties schetst om tot nadere wetgeving te komen. De EU gaat de centrale afwikkeling van derivaten reguleren met (mede) gebruikmaking van een Europese toezichthouder, de *European Securities Market Authority* (ESMA), en met specifieke wetgeving ter bescherming van derivatenposities van deelnemers en het door henzelf en hun klanten geleverde onderpand.

Contracten die niet geschikt zijn voor centrale afwikkeling omdat ze specifiek maatwerk zijn of te weinig liquide, komen onder een afzonderlijk regime. Dat regime is zodanig vormgegeven dat er voor de betrokken partijen een prikkel is om er toch naar te streven de contracten centraal af te wikkelen. Tevens wordt beoogd dat alle handel die niet centraal wordt afgewikkeld verplicht wordt geregistreerd in een *trade repository* zodat voor toezichthouders een compleet overzicht over de derivatenmarkten ontstaat. Wel wordt door zowel de Europese als de Amerikaanse wetgever erkend dat het voor 'niet systeem relevante' bedrijven mogelijk moet blijven hun normale bedrijfsvoering met derivaten te kunnen blijven voeren. Een luchtvaartbedrijf moet bijvoorbeeld de kerosineprijs kunnen blijven afdekken met derivaten zonder dat er excessieve onderpandverplichtingen ontstaan.

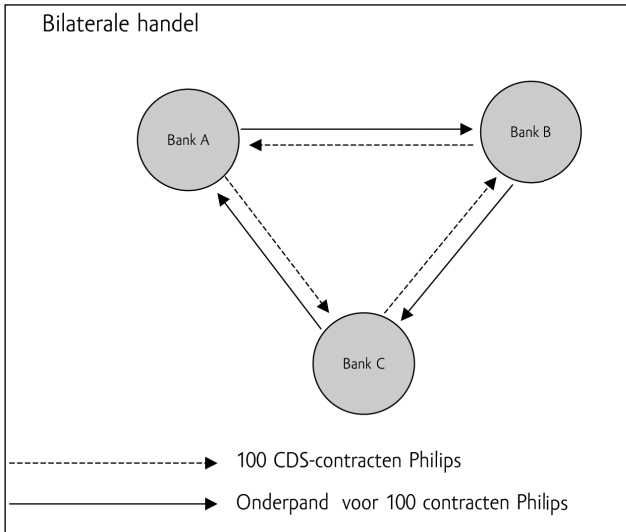
Institutionalisering van het handelsplatform

Een clearing is een centrale saldering of vereffening van alle door de clearingdeelnemers ingebrachte transacties waardoor netto posities resteren die uiteindelijk worden verrekend. Clearingen bestaan al heel lang ter afhandeling van beurshandel. Voor verschillende financiële derivaten zijn geïnstitutionaliseerde handelsplatformen ontstaan, meestal een beurs (zoals de in 1978 opgerichte European Options Exchange in Amsterdam, waarop onder andere aandelenopties verhandeld werden). Sinds 1999 bestaat er ook een clearing voor de afhandeling van onderhandse handel in rentederivaten (Swapclear in Londen), enkele jaren later gevolgd door een clearing voor onderhandse aandenderivaten (B/clear). Eind 2008 en in 2009 zijn verschillende clearinghuizen gestart met het clearen van kredietderivaten. Daarvoor konden kredietderivaten alleen maar worden opgenomen in een bilaterale netting (of vereffening) waarbij twee partijen de debet- en creditposities verbonden aan hun wederzijdse contracten saldeerden. Een clearing is eigenlijk ook een nettingprocess, maar hierbij kunnen meer dan twee partijen tegelijk meedoen omdat het clearinghuis in het midden staat. Deze multilaterale netting kan veel effectiever zijn dan een bilaterale netting. Ter illustratie van dit gegeven dient onderstaand voorbeeld.

Ter inleiding een eenvoudig voorbeeld bij CDS-handel. In dit voorbeeld zijn er drie transacties. Voor het gemak wordt verondersteld dat alle transacties tegen dezelfde prijs tot stand komen.

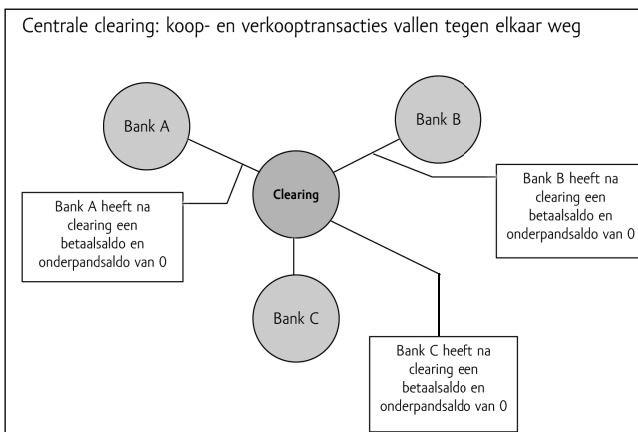
- 1 Bank A koopt 100 CDS-contracten met referentienaam Philips van bank B.
- 2 Bank B koopt 100 CDS-contracten met referentienaam Philips van bank C.
- 3 Bank C koopt 100 CDS-contracten met referentienaam Philips van bank A.

Figuur 6.5 Gestileerd voorbeeld van bilaterale clearing



Stel dat na het afsluiten van het contract de waarde van het contract door CDS-premieveranderingen positief wordt voor de verkopende partij. Indien er geen clearing is, zouden alle banken onderpand aan elkaar moeten leveren (zie figuur 6.5). Indien er echter een clearing is vallen deze drie transacties tegen elkaar weg zodat iedere bank eindigt met een 0-positie als clearinguitkomst (figuur 6.6).

Figuur 6.6 Gestileerd voorbeeld van centrale clearing



Dit voorbeeld toont aan dat multilaterale netting voor alle partijen in een centrale clearing meer voordeel kan opleveren dan met bilaterale netting tussen de afzonderlijke partijen. Bij voldoende transacties ontstaat dus een economisch voordeel om de markt op deze manier te organiseren. Dit voordeel neemt toe naarmate er meer partijen deelnemen met posities vis-à-vis de andere clearingdeelnemers. Clearing is dus het proces om tot een kleiner netto eindresultaat te komen van een veelheid van transacties met een veelheid van partijen. Dit simpele voorbeeld is de kern van wat er gebeurt in de dagelijkse effecten- en derivatenclearingen. In de dagelijkse praktijk hebben banken miljoenen transacties bij elkaar uitstaan, in aandelen, derivaten, obligaties en diverse andere financiële producten. De clearing (of multilaterale netting) betekent een enorme vereenvoudiging van de afwikkeling van de effectenhandel.

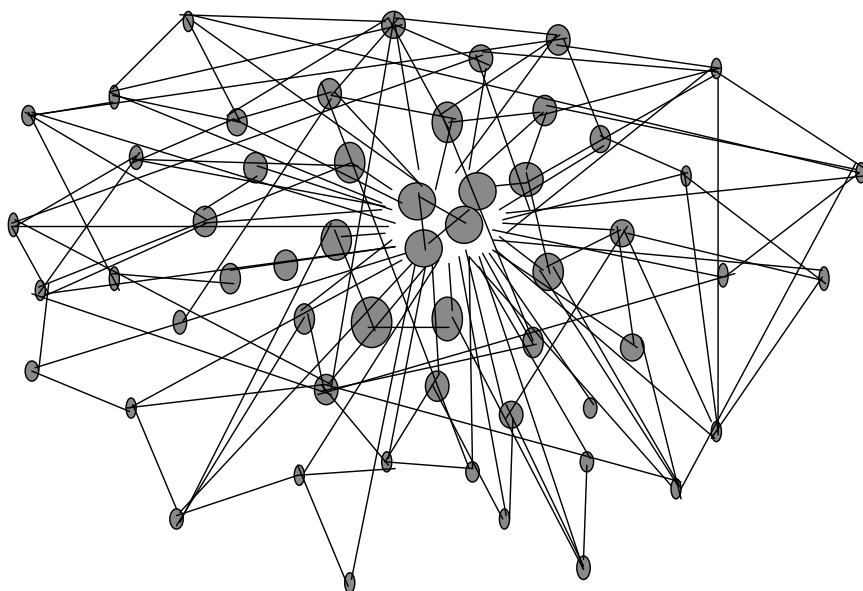
Bij een multilaterale netting bestaat het risico dat de clearing mislukt of niet kan worden afgewikkeld zodra een van de clearingdeelnemers failliet gaat. Om te voorkomen dat een clearing mislukt en alle transacties op een andere manier moeten worden afgewikkeld,²⁸ wordt er meestal voor gekozen om het clearinghuis tevens te laten functioneren als centrale tegenpartij. Dit betekent dat als twee partijen hun transactie bij de centrale tegenpartij onderbrengen het oorspronkelijke contract wordt vervangen door twee nieuwe contracten met het clearinghuis. Een faillissement van een clearingdeelnemer heeft in deze constructie met contractoverdracht aan een CCP geen gevolgen meer voor de andere clearingdeelnemers, maar alleen voor de CCP.

Net als in bovenstaand voorbeeld van clearing zonder centrale tegenpartij vallen alle transacties tegen elkaar weg. Indien een bank wel een netto positie heeft ten opzichte van een centrale tegenpartij, dan moet de bank deze positie zekerstellen door levering van onderpand (*margin*). Een *margin* is te vergelijken met leveren van onderpand ter afdekking van een netto positie, maar het gaat verder omdat er door de CCP ook nog een opslag wordt toegepast ter afdekking van het volatiliteitsrisico. Dit is het risico dat de positie in waarde toeneemt vóórdat de volgende *margin requirement* wordt gesteld.

Naast genoemde *margins* wordt het kredietrisico dat de CCP op de aangesloten partijen loopt, ook gedekt door een clearingfund waar iedere clearingdeelnemer aan moet bijdragen. Het gaat om situaties waarin een clearingdeelnemer in gebreke blijft en de ontvangen *margins* toch ontoereikend blijken te zijn. De *margins* kunnen ontoereikend zijn als de positie die het clearinghuis heeft overgenomen door marktbevingingen nog in waarde zijn veranderd nadat de clearingdeelnemer in gebreke is gesteld. Door deze *margin* en clearingfundbijdragen is een CCP in staat om bij faillissement van

een clearingdeelnemer, ook in de meer extreme scenario's, de clearing voor alle overige deelnemers toch af te wikkelen. Aan dit robuuste risicomanagement en de centrale geautomatiseerde verwerking hangt natuurlijk wel een prijskaartje, wat ook verklaart waarom er niet direct clearingen ontstaan voor ieder nieuw financieel product. Maar als de voordelen van deze multilaterale netting de kosten van een dergelijke centrale afwikkeling overtreffen, is een CCP rendabel. Voor clearingen in Europa vallend onder de Europese Finaliteitsrichtlijn geldt bovendien dat de curator van de failliete clearingmember de clearinguitkomst moet respecteren en geen van de afgewikkelde transacties kan terugdraaien. De failliete clearingdeelnemer blijft dus alleen in gebreke voor haar netto positie tegenover de CCP en voor het afwickelen van die netto positie kan de CCP de margin en het clearingfund gebruiken. In figuur 6.7 en 6.8 wordt geïllustreerd hoe een CCP de financiële posities tussen marktpartijen en het overzicht (transparantie) op deze posities kan verbeteren.

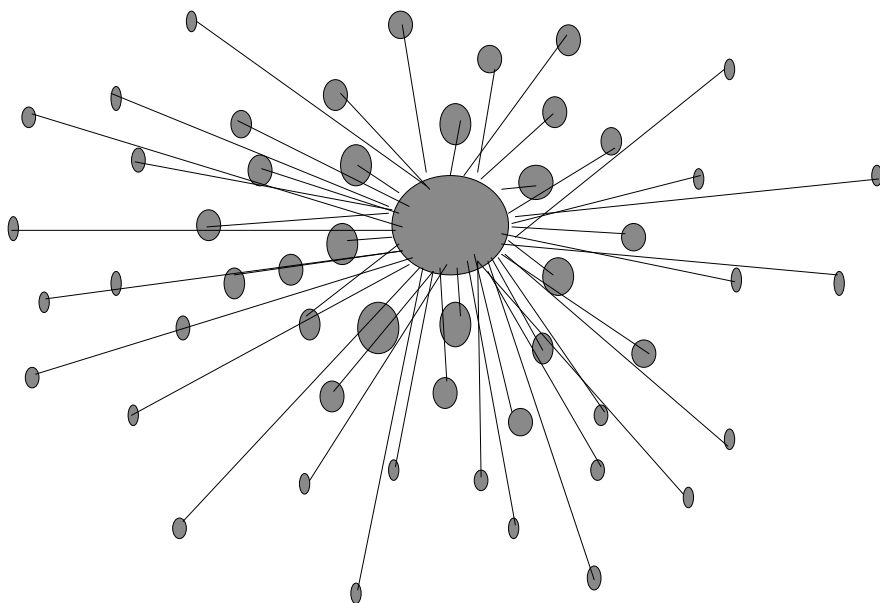
Figuur 6.7 Bilateraal *settlement* netwerk



Bron: Bank of Japan

Op het gebruiken van een *single asset class* CCP voor alleen CDS's wordt door diverse toezichthouders (Fed, BoE) en de Europese Commissie aange-

Figuur 6.8 Gecentraliseerde *settlement* in een Central Counterparty (CCP)



Bron: Bank of Japan

drongen. Tot nu toe is echter nog wel onduidelijk welke partijen in de CCP kunnen gaan deelnemen. Vraagstuk hierbij is of alleen de grote banken (Fed-16) of ook kleinere banken kunnen meedoen. Daarnaast is er de vraag of de klanten van de banken zoals hedgefondsen, verzekeringsbedrijven, pensioenfondsen en grote beleggers zoals PIMCO kunnen of moeten meedoen in een clearing. Bovendien zijn er verschillende redenen waarom kredietderivaten (nog) niet verhandeld worden op een beurs met een centrale afwikkeling. In de eerste plaats kent de kredietderivatenmarkt nog maar sinds relatief korte tijd grote transactieaantallen. Er moet voldoende handel in het te clearen product zijn voordat het rendabel wordt om een clearing op te zetten. Traditionele aandelenhandel kent al veel langer grote transactieaantallen en voor dit segment van de markt is het duidelijk dat een beurs (met een bijbehorend transactieverwerkingsapparaat) renderend is; er zijn namelijk voldoende schaalvoordelen. Bij de kredietderivatenmarkt zijn er minder partijen en minder transacties en daarmee is de kostendekking van een beurs en bijbehorende CCP onzeker. Omdat de handel in kredietderivaten tot aan het begin van dit decennium nog vrij beperkt was, had het opzetten van een centrale clearing geen prioriteit.

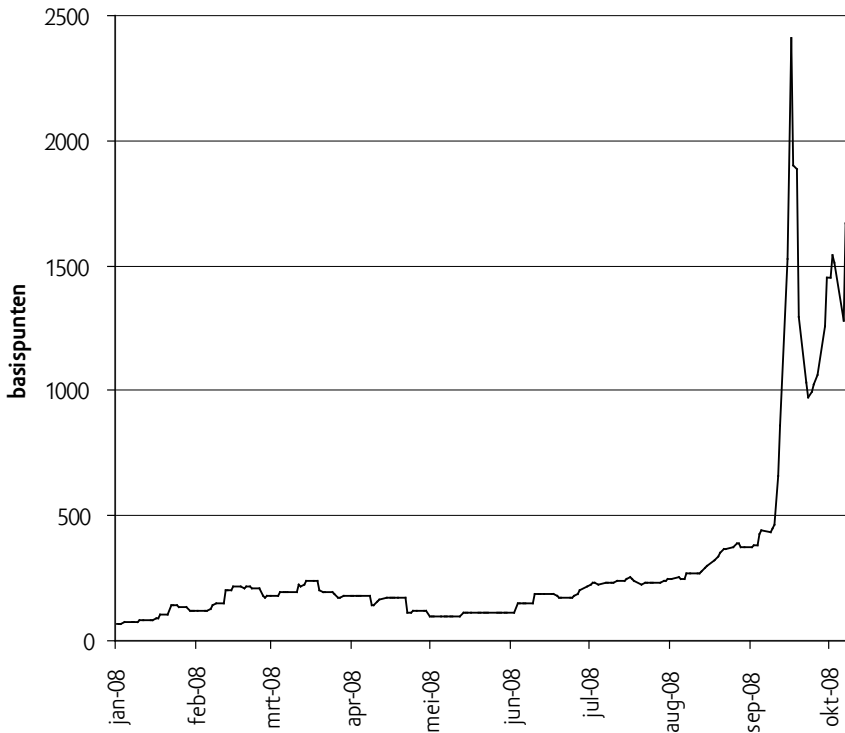
Ten tweede veroorzaakt centrale verwerking een bepaalde mate van transparantie waarmee de bemiddelaars (zoals de Fed-16) hun kennisvoorsprong verliezen. Het verlies van de kennisvoorsprong is geen stimulans voor het opzetten van een beurshandel omdat dit nieuwe concurrentie uit kan lokken. Dit argument wordt ondermeer genoemd door de Europese Commissie in de recente EU-communicatie over de derivatenmarkten.²⁹ Door het gebruik van een CCP kan de verdeling van opbrengsten en kosten in de OTC-handel nadelig uitpakken voor de huidige grote dealers, wat voor hen geen stimulans is om mee te werken aan het opzetten van een CCP.

Ten derde is het de vraag of een beurs en de bijbehorende centrale verwerking geschikt zijn voor elke derivatenhandel. Indien de handel 'te dun' (illiquide) is, zijn er maar beperkte mogelijkheden voor transparante prijsvorming en indien de condities bij een transactie niet in een standaardformaat³⁰ passen, is beurshandel en centrale afwikkeling niet mogelijk. Een clearing kan alleen standaardtransacties afwickelen, geen maatwerk. Een grotere mate van standaardisatie op het gebied van kredietderivaten kwam pas recentelijk tot stand (zie ook hieronder) nadat de volumes waren gegroeid en er behoefte ontstond aan indices. Een centrale afwikkeling is vooral nuttig indien er veel vragers en aanbieders zijn. Bij kredietderivaten zijn er per contract doorgaans maar relatief weinig vragers en aanbieders (bij specifiek maatwerk vaak zelfs maar één vrager en aanbieder) en kan de orderomvang groot zijn. Vandaar dat beursnotering van kredietderivaten tot nog toe niet gebruikelijk is.

Ten slotte is het risicomanagement van een clearing in kredietderivaten ingewikkeld. Bij andere financiële producten zoals aandelen en rentederivaten die al wat langer bestaan, is naast een ruimere ervaring de volatiliteit beter te modelleren. Bij kredietderivaten is dat moeilijker omdat er ook een zogenaamd *jump diffusion process* meespeelt: zodra er een faillissementsdreiging is, zal de CDS-premie omhoog springen. Zie bijvoorbeeld de premieontwikkeling voor CDS-contracten op AIG als referentienaam in figuur 6.9.

De vraag blijft of een CCP de oplossing vormt voor de problematiek van intransparantie over de posities en risico's in de kredietderivatenmarkt. Kan een volgend AIG-debacle worden voorkomen door het verplicht stellen van een CCP voor CDS's? Het antwoord is eigenlijk nee en dit heeft verschillende redenen. Allereerst nemen tot dusver alleen banken deel aan clearingen terwijl de AIG-case laat zien dat de risico's zich ook (of juist) kunnen concentreren buiten de bancaire sector. Het blijkt erg moeilijk te zijn een CCP in te richten voor zowel banken als niet-banken. De grote dealers willen in principe geen deelname van partijen met een lagere kredietkwaliteit (rating) omdat partijen die deelnemen aan een clearing ook

Figuur 6.9 Premieontwikkeling op 5-jaars CDS met AIG als referentienaam



Bron: Bloomberg

bereid moeten zijn tot verliesdeling (in geval van faillissement van een van de deelnemers).

Ten tweede kan een CCP dus alleen de gestandaardiseerde (zogenaamde *plain vanilla*) CDS verwerken. De schattingen over de omvang van het *plain vanilla*-deel van de markt variëren, maar vaak wordt gesteld dat de helft van de CDS-markt niet kan voldoen aan CCP-standaards. Het gaat dan om niet-liquide CDS, zoals de meeste *single name* CDS of *tailor made* CDS. Zo ging het bij AIG vaak om contracten die weer onderdeel waren van een synthetische CDO op basis van onroerend goed. Dit neemt overigens niet weg dat een CCP voor de standaardcontracten een heel effectieve risicomitigatie tot stand kan brengen en mogelijk tot een groter aandeel van gestandaardiseerde contracten zal kunnen leiden. Diverse CCP's in de VS, Groot-Brittannië en het Eurogebied (Parijs en Frankfurt) werpen zich hiervoor op.

Als systeemrisico is al het gebrek aan transparantie genoemd in de OTC-handel, vooral van de CDS-markt. Het gebruik van een CCP zal de transparantie kunnen verbeteren, maar zoals al is gesteld, is het probleem dat niet alle CDS's via een CCP kunnen worden geleid. Maar transparantie in de markt kan ook op een andere manier worden vergroot (dat geldt dan ook voor de CDS's die niet via een CCP kunnen worden geleid). Het gaat dan om het meer openbaar maken van posities die marktpartijen innemen. Al in 1995 hebben centrale banken het belang van uitvoerige en betrouwbare statistische informatie over de derivatenmarkt onderkend (in het zogenaamde 'Brockmeijer Report') en sindsdien publiceert de BIS statistieken over de derivatenmarkten.³¹

Nu is daar een potentiële schat aan informatie bijgekomen dat in handen is van het eerdergenoemde DTCC, een zogenaamde *Trade Information Warehouse*. De komst van DTCC in november 2006 betekende een grote vooruitgang. Ten eerste omdat alle contracten vanaf dat moment op een eenduidige wijze werden vastgelegd en ten tweede omdat hiermee het proces van detailafstemming en confirmatie voor zowel de koop- als verkoopzijde op een hoger plan kwam. In eerste instantie werd het *Trade Information Warehouse* gevuld met de contracten die met de confirmatie service (Deriv/Serv) van DTCC waren bevestigd. Later werd ook het invoeren van al bestaande contracten mogelijk. Vervolgens werd in 2008 een *cash settlement* service ontwikkeld om de *cash flows* (premiebetalingen) onderliggend aan de contracten te regelen vanuit het warehouse van DTCC.

Bij DTCC wordt het overgrote deel van alle CDS-transacties centraal geregistreerd. De instelling beschikt daardoor over zeer gedetailleerde informatie over de nominale bedragen die diverse partijen met elkaar overeenkomen (ook van niet-financiële instellingen en ook van minder gangbare CDS's). Zo is bijvoorbeeld bekend welke open posities de marktpartijen hebben en hoe groot de posities zijn op elk van de referentienamen. Op deze manier wordt het mogelijk risico's beter in kaart te brengen. Dat is belangrijk voor zowel de markt als voor de toezichthouder. De grote eenzijdige CDS-exposure van AIG zou bij een grotere transparantie eerder aan het licht zijn gekomen, of mogelijk niet eens zijn ontstaan.

Het probleem bij het ontsluiten van de informatie voor zowel de markt als voor de toezichthouders is dat DTCC eigendom is van de grote marktpartijen en zelf niet onder toezicht staat. De handelsinformatie is particulier eigendom van DTCC. Desondanks is DTCC zich bewust van het belang van een grotere openheid. In november 2008 is al met toezichthouders afgesproken dat het bedrijf informatie op haar website zal publiceren, en dat gebeurt nu

ook – hoewel nog op een te hoog geaggregeerd niveau. Markttransparantie is gebaat bij een veel verder gaande openheid. Inmiddels heeft DTCC de bankstatus aangevraagd, waardoor ze onder toezicht komt te staan van de Fed. Omdat de informatie cruciaal is voor alle toezichthouders, zal de informatie die de Fed krijgt op een of andere manier beschikbaar moeten worden gesteld aan andere belanghebbende toezichthouders in de wereld.

Toezichthouders zowel in Europa als in de VS dringen erop aan dat de markt alle OTC-derivaten die niet centraal worden gecleared in centrale registers (*trade repositories*) opneemt. De grote derivatendealers hebben aan de toezichthouders toegezegd dat ze zullen zorgen dat medio 2009 alle CDS's in DTCC, een zogenaamde *repository*, zullen zijn geregistreerd. Zo ontstaat de mogelijkheid om grote eenzijdige posities snel te onderkennen.

Wat betreft de afwikkeling van derivaten in een centrale clearing zijn in de VS al verschillende wetsvoorstellen behandeld in het Amerikaans Congres en gereedgemaakt ter behandeling in de Senaat. In Europa is de Europese Commissie een publieke consultatie gestart over voorgenoemde wetgeving op dit terrein.³² De details van deze conceptwetgevingen behoeven nog nadere afstemming in de G20 om *regulatory arbitrage* te voorkomen.³³ Medio 2010 is duidelijk dat derivatendealers voor de hiervoor geschikte derivaten moeten gaan deelnemen aan CCP's, maar nog niet duidelijk is in welke mate de klanten van de derivatendealers ook in deze CCP's moeten gaan deelnemen.

Naast de transparantie voor de toezichthouders zal eveneens een vorm moeten worden gevonden om ook naar de markt meer transparantie te realiseren. Het probleem daarbij is dat openbaarmaking van positie-informatie kan leiden tot openbaarmaking van handelsstrategieën van individuele marktpartijen. Hier zullen de grote marktpartijen die DTCC bezitten dus terughoudend tegenover staan.

Standaardisatie van de markt

Ter vermindering van de complexiteit in de markt zijn er diverse maatregelen genomen om de markt te standaardiseren. Het gaat dan om de standaardisatie in de afwikkeling van contracten (via de zogenaamde *big bang* en de *small bang*) en om standaardisatie van de contractvoorwaarden via het *Standard North American Contract* (SNAC), en iets vergelijkbaars voor de standaardisatie van Europese contractvoorwaarden. Deze gebeurtenissen worden hieronder verder besproken.

Met de *big bang* worden recente wijzigingen in een aantal voorwaarden in CDS-contracten aangeduid die plaatsvonden op 8 april 2009. De *big bang*

maakt bijvoorbeeld een efficiëntere afwikkeling van faillissementen mogelijk. Het gaat om veranderingen in de algemene ISDA-*master* die gaan gelden voor alle partijen die de veranderingen hebben onderschreven. Er zijn drie ingrijpende veranderingen: het algemeen geldig verklaren van het veilingmechanisme, het instellen van *Determination Committees* en het bepalen van *credit event backstop dates*. Om te beginnen het veilingmechanisme. Dit heeft tot nu toe goed gefunctioneerd, maar moest bij elk *credit event* afzonderlijk door de betrokken marktpartijen worden onderschreven. Hierin komt door de *big bang* verandering, omdat de veiling tot standaard wordt verheven.

Als tweede verandering zullen regionaal georganiseerde *Determination Committees* (DC's) worden ingesteld. De DC-leden met stemrecht zijn acht wereldwijde dealers, twee regionale dealers en vijf non-dealer leden van de ISDA (waaronder Rabobank International). Daarnaast zijn er nog een aantal leden zonder stemrecht, waarvan een aantal van de *buy side* afkomstig is (de protectiekopende eindgebruikers van CDS). Deze commissies zullen bepalen of er van een *credit event* sprake is en of een veiling zal worden gehouden. De DC's beslissen ook over andere zaken, zoals zogenaamde *succession events*.³⁴ De beslissing van een DC is bindend, en voorkomt daarmee geharrewar tussen betrokken partijen. Wel moeten beslissingen met een meerderheid van 80 procent van de stemmen worden genomen. Als het minder is dan 80 procent zal een arbitragecommissie worden ingesteld. De ISDA vormt het secretariaat van de DC's.

De derde standaardisatie die de *big bang* teweegbracht had betrekking op de effectieve datum waarop een CDS geldig werd. Tot aan de *big bang* was de effectieve datum van een CDS-contract de dag na de transactie ($t+1$). Dat betekent dat een *credit event* of *succession event* niet als een trigger wordt erkend wanneer het event op of vóór de dag van de transactie heeft plaatsgevonden. Dat kan voorkomen omdat het soms enige dagen kan duren voordat een *credit* of *succession event* wordt erkend en vastgesteld en vervolgens algemeen in de markt wordt gecommuniceerd. Met name voor *succession events* kan het soms vele weken duren. Het is dus in principe mogelijk dat een CDS-contract wordt verhandeld wanneer geen *event* bekend is, terwijl later wel wordt vastgesteld dat het *event* heeft plaatsgevonden. Dan zou het contract dus geen protectie hebben geboden. Om dit te vermijden, is besloten dat een *credit event* wordt erkend wanneer het zich tot 60 dagen vóór het afsluiten van het contract heeft voorgedaan ($t-60$). Voor *succession events* is de termijn negentig dagen ($t-90$). Dit zijn de zogenaamde *backstop dates*. Het voordeel van deze *backstop dates* is dat contracten die als tegengesteld bedoeld zijn (*hedges*), maar die met enkele dagen ertussen zijn afgesloten toch als een goede *hedge* kunnen fungeren. Vroeger zou een *credit event* die

tussen de beide transactiedagen plaatsvindt ervoor zorgen dat de protectie op het laatste contract niet effectief is. Door de *backstop dates* verder terug te brengen (respectievelijk 60 en 90 dagen eerder) wordt het risico op een dergelijke situatie vrijwel nihil.

Het verschil in faillissementsprocedures in de Verenigde Staten en Europese landen leidde tot de *small bang* in Europa. De Amerikaanse derivatenindustrie heeft besloten herstructurering niet meer als *credit event* in CDS-contracten te erkennen. Het had toch al weinig betekenis, omdat een herstructurering vaak werd gecombineerd met een *chapter 11* faillissementsprocedure. Er was daarom niet veel verschil in de prijs van een CDS met en zonder herstructurering. Bovendien zou herstructurering leiden tot problemen bij het organiseren van veilingen: elke CDS-einddatum kan leiden tot een afzonderlijke set van leverbare obligaties. Dat zal weer leiden tot een groot aantal verschillende veilingen, waarbij zelfs in principe voor elke CDS een afzonderlijke veiling nodig kan zijn. Hierdoor zou de liquiditeit van elk van die veilingen beperkt zijn, waardoor een veiling kan mislukken.

In Europa ligt de situatie ten aanzien van herstructurering echter anders dan in de VS. Er is een diversiteit in faillissementswetgevingen, en vaak kan herstructurering plaatsvinden zonder dat er van een formeel faillissement sprake is. Bovendien telt voor Europese banken nog mee dat als herstructurering niet als *credit event* wordt aangemerkt de kapitaalvermindering die onder Bazel II op grond van een CDS kan worden verkregen, met 40% wordt gekort. Bazel II is in Europa al ingevoerd. In de VS is dat nog niet het geval en daarom is deze beperking dus ook niet van belang voor Amerikaanse banken.

Bij Europese CDS's is herstructurering dus wel van belang. Het gevolg is dat herstructurering in Europese CDS-contracten als *credit event* gehandhaafd blijft. Gelukkig zijn er oplossingen gevonden voor de problemen die kunnen ontstaan bij de veilingen. Besloten is om bij de veilingen tot maximaal vijf zogenaamde *maturity buckets* (looptijdgroepen) te komen waardoor de liquiditeit per *bucket* hopelijk voldoende is: tot 2,5 jaar, 5 jaar, 7,5 jaar, 10 jaar en langer. Een afzonderlijke looptijdgroep gaat gelden voor het geval de protectieverkoper de CDS *triggert*: 0-30 jaar. Als voorbeeld: als een CDS met een looptijd van 9 jaar betrekking heeft op een partij die als langst lopende leverbare obligatie een 6 jaars obligatie heeft uitgegeven, dan wordt de veiling *bucket* gesteld op maximaal 7,5 jaar (en dus niet maximaal 10 jaar).

Het instellen en algemeen geldig verklaren van de veilinglooptijdgroepen gebeurde op dezelfde manier waarop in de *big bang* een aantal andere zaken algemeen geldig zijn verklaard. Marktpartijen moeten aangeven dat ze de veranderingen onderschrijven en die als integraal onderdeel aanmerken van

nieuwe en bestaande contracten. De *small bang* is op 27 juli 2009 van kracht geworden.

Een verdere vorm van mondiale standaardisatie is het *Standard North American Contract* (SNAC). In het kader van de ISDA heeft de derivatenindustrie besloten tot het instellen van *Standard North American Corporate* contracten, waarin specifieke voorwaarden zijn opgenomen. Deze contracten worden ook wel 100/500-contracten genoemd en zijn in hoge mate gestandaardiseerd. Door de standaardisatie kunnen tegengestelde contracten makkelijker tegen elkaar worden weggestreep (netting) en kan een grotere compressie van de markt worden bereikt (tear-ups). De belangrijkste onderdelen van de standaardisatie zijn dat herstructurering niet meer als *credit event* wordt aangemerkt en dat voor elk contract een vaste premie zal gaan gelden. Voor *investment grade*-bedrijven zal de CDS-premie worden vastgesteld op 100 en voor non-investment grade op 500 basispunten (bp).³⁵ De contante waarde van het verschil tussen de vaste premie (100 of 500 bp) en de economische premie over de looptijd van het contract wordt bij aanvang van het contract verrekend.

Ter illustratie van de werking van de SNAC: als het risico van een *non-investment grade* referentiewaarde aanleiding zou geven tot een premie van 200 bp, dan moet de protectieverkoper van het contract bij afsluiting van het contract een betaling aan de koper doen ter grootte van de contante waarde van 500-200 bp per jaar. De koper gaat immers jaarlijks 500 bp betalen, terwijl 200 bp overeenkomt met de kredietwaardigheid van de referentiewaarde. Een ander voorbeeld: als het risico van een *investment grade* referentiewaarde aanleiding zou geven voor een premie van 150 bp, dan moet de koper van het contract bij afsluiting van het contract een betaling aan de verkoper doen ter grootte van de contante waarde van 150-100 bp per jaar. De koper zou jaarlijks 150 bp moeten betalen, maar hoeft maar 100 bp te betalen.

Tot nu toe was er ook sprake van een *first short coupon*. Dat betekent dat als er minder dan drie maanden resteert tot aan de eerste coupondatum (datum waarop premie betaald wordt), bij de betaling met de kortere looptijd rekening wordt gehouden. Bij het nieuwe contract is er echter sprake van een *first full coupon*, waardoor de protectieverkoper de opgelopen premie aan de koper moet betalen. De premie zal dus niet meer worden gecalculeerd vanaf de transactiedatum, maar vanaf de laatste kwartaaldag voorafgaand aan de transactiedatum. Als kwartaaldata gelden 20 maart, 20 juni, 20 september en 20 december.

Door deze gang van zaken vindt bij aanvang van het contract een eerste betaling plaats. In de eerste betaling zit (i) de verrekening van het verschil van de economische premie met de vaste premie van 100 of 500 bp en (ii) de opgetelde betalingen van de verkoper aan de koper wegens de *first full coupon*.

Het probleem hierbij is dat de betaling afhankelijk is van de manier waarop je die berekent. Daarom is besloten het rekenmodel van JP Morgan als norm te hanteren (het model wordt door Markit onderhouden).

Ook in Europa zullen standaardcontractvoorwaarden gaan gelden. Maar terwijl in de VS de CDS-contracten voortaan alleen maar met een coupon van 100 of 500 bp zullen worden verhandeld, gaat dat in Europa gebeuren voor 25, 100, 500 en 1000 bp. Een voordeel van het hebben van meer vaste coupons dan in de SNAC is dat men een coupon kan kiezen die dicht in de buurt van de inherente premie ligt, waardoor de upfront-betalingen kleiner worden. Een nadeel is dat er een kleinere massa CDS-contracten is per coupon (want alle contracten worden namelijk uitgegeven met een van de vier mogelijke coupons) wat negatief kan zijn voor de liquiditeit van die contracten. Naast de vaste coupons zal ook een *first full coupon* worden toegepast.

Conclusie

Omdat kredietderivaten in verband zijn gebracht met de recente wereldwijde waardevernietiging, lijkt Warren Buffet's uitspraak dat ze '*financial weapons of mass destruction*' zijn waarheid te bevatten. De uitspraak is als zodanig echter onjuist. Wel is het zo dat kredietderivaten zijn gebruikt als ingrediënt voor het construeren van complexe producten, zoals synthetische CDO's. Door herverpakking van risico's werden de producten zo complex dat het moeilijk was zicht te houden op de werkelijke risico's en vooral waar die uiteindelijk zouden neerslaan.

Daarnaast bleken ook risico's in kredietderivaten zelf onderschat te zijn. Zoals de Amerikaanse minister van Financiën Timothy Geithner het stelt: '*I believe that our regulatory system failed to adapt to the emergence of new risks. And I very much believe that federal oversight needs to be strengthened, including in the areas of derivative markets.*'³⁶ Operationele risico's in de administratieve afwikkeling werden relatief snel onderkend en geadresseerd, maar de tegenpartijrisico's zijn pas tijdens de kredietcrisis echt onderkend. Door toezichthouders is daarom sterk aangedrongen op het opzetten en gebruiken van CCP's. Diverse initiatieven zijn aangekondigd, maar tegelijkertijd zijn de dominante marktspelers beducht om marktaandeel te verliezen aan nieuwe concurrenten. De dominantie in de markt van een beperkt aantal spelers is niet zomaar te veranderen, maar ook in dat verband zou een CCP iets kunnen betekenen.

Een CCP zou eveneens het gebrek aan transparantie in de markt betreffende posities en prijzen kunnen verminderen. Voor het deel van de markt dat niet in een CCP kan worden ondergebracht, de minder liquide maat-

werk CDS-contracten, zou openheid over posities heel goed door een centraal *Trade Information Warehouse* kunnen worden verzorgd. Voor een betere transparantie ten aanzien van *pre-trade* prijzen is nog moeilijk iets te regelen, omdat de prijzen op een groot aantal besloten prijsplatformen te vinden zijn. Voor het probleem van de procycliciteit dat door plotselinge grote toename of verschuiving in de zekerheidsstelling wordt veroorzaakt, is nog geen specifieke oplossing voorhanden.

Ondertussen worden kredietderivaten steeds meer gestandaardiseerd. Het positieve gevolg daarvan is dat de markt efficiënter en transparanter wordt. Bovendien levert het daardoor een bijdrage aan het verminderen van de systeemrisico's. Door de standaardisatie kunnen tegengestelde contracten makkelijker tegen elkaar worden weggestreept (*netting*) en kan een grotere compressie van de markt worden bereikt. Ook vergemakkelijkt standaardisatie de werking van een eventuele CCP. Niet-gestandaardiseerde handel zal echter blijven bestaan. Voor dat deel van de handel zou een verplichte centrale registratie van de contractkenmerken in een *Trade Information Warehouse* de mogelijkheid bieden om grote eenzijdige posities vroegtijdig te detecteren. De gedachtevorming over dit laatste is gaande.

Terwijl er verhoogde aandacht is voor de risico's in kredietderivaten, moet worden erkend dat ze een positieve bijdrage kunnen leveren aan de compleetheid en efficiëntie van de markt. Ze maken het bijvoorbeeld mogelijk om vanuit een portefeuillemodel risico's aan te gaan of bestaande risico's af te dekken en zo tot een gewenste risicorendementspositie te komen. Op die manier kunnen derivaten worden gebruikt om waarde te creëren. Oordeelkundig gebruik hoeft daarom helemaal niet te leiden tot *mass destruction*. Het verbieden van kredietderivaten, een 'oplossing' die soms wordt geopperd, zou het risicobeheer van financiële instellingen verlammen en resulteren in een krimp van de kredietverlening. Dat zou de huidige economische recessie aanzienlijk kunnen verergeren. Vandaar dat er in Europa en de VS in 2010 wetgeving tot stand komt waarmee de OTC derivaten handel kan blijven voortbestaan maar die deze handel wel zoveel mogelijk stuurt richting centrale verwerkingsinstituten (CCP's) en centrale registratie (in *trade repositories*) van derivaten contracten afdwingt.

Noten

- 1 Berkshire Hathaway Inc, 2002, p. 15.
- 2 AIG, 10 november 2008.
- 3 Specifiek zogenaamde *Mortgage Backed Securities* (MBS's) en *Collateralised Debt Obligations* (CDO's).

- 4 'As we have seen with AIG, distress at large, interconnected, non-depository institutions can pose systemic risks just as distress at banks can. The Administration proposes legislation to give the U.S. government the same basic set of tools for addressing financial distress at non-banks as it has in the bank context.' Secretary of the Treasury, 2009.
- 5 BIS/CPSS, 2007.
- 6 Deze banken zijn: Bank of America, HSBC Group, Barclays Capital, JP Morgan Chase, BNP Paribas, Merrill Lynch & Co., Citigroup, Morgan Stanley, Credit Suisse, The Royal Bank of Scotland Group, Deutsche Bank AG, Société Générale, Dresdner Kleinwort, UBS AG, Goldman Sachs & Co, en Wachovia Bank. In de VS hebben 4 van deze banken, JP Morgan Chase, Bank of America (waar Merrill Lynch ook toe behoort), Citigroup en Goldman Sachs een marktaandeel van 90 % van de onderhandse derivatenmarkten (Reuters, 2009).
- 7 Om deze reden is de BIS al in 1994 begonnen met het bijhouden van cijfers, op basis van door banken verstrekte gegevens, over onderhandse derivatentransacties.
- 8 Met nominale waarde wordt de waarde bedoeld van het bedrag dat door de betreffende derivaten wordt afgedekt (vaak het nominale bedrag van de onderliggende obligaties of geldleningen, aandelen, grondstoffen e.d.).
- 9 BIS, november 2009.
- 10 ISDA, 2009b, p.7-8.
- 11 *Cash flow* is de kasstroom van inkomsten en uitgaven. Bijvoorbeeld rentebetalingen en aflossingen die de hypotheekgevers (diegenen die met een lening een huis kochten) betalen aan de bank die dit doorbetaalt aan de speciaal daarvoor opgerichte rechtspersonen (zogenaamde special purpose vehicles) betrokken bij de securitisaties.
- 12 Zie ook het hoofdstuk van Blom over de Bazel Kapitaalakkoorden in deze bundel.
- 13 Zie ook Counterparty Risk Management Policy Group, 2008, appendix B.
- 14 Een goede uitleg over deze constructies is onder meer te vinden in Duffie & Hu, 2008.
- 15 The Guardian, 1 mei 2009.
- 16 Duffie, 2008. Een eerdere versie van dit paper verscheen al in 2007 en werd toen opgepikt in de media.
- 17 Onder een meer volledige markt wordt verstaan een markt waarop meer combinaties van risico en rendement te realiseren zijn.
- 18 Een weergave van de rol van de *rating agencies* aan het begin van crises is te vinden in Hunt, 2009.
- 19 Zie ook het hoofdstuk van Fernandez wat betreft het investeringsbeleid van pensioenfondsen.
- 20 BIS, 2001, p.8.
- 21 ISDA, 2009a.
- 22 Deriv/SERV today, 2009, p. 2.
- 23 Zie ook ECB, 2009.

- 24 Duffie & Zhu, 2009.
- 25 BIS, 2009, p. 3.
- 26 Zie *Financial Times*, 21 juni 2009 en *Seeking Alpha*, 13 oktober 2008.
- 27 BIS, 2009.
- 28 Dit wordt aangeduid als het zogenaamde ‘unwinding’ risico. Indien een grote clearing mislukt kan dit ook een systeemrisico veroorzaken. Vandaar dat toezichthouders dit risico nauwkeurig hebben geadresseerd en standaarden (‘aanbevelingen’) hebben gepubliceerd. Zie BIS, 2004.
- 29 European Commission, 2009a, p. 7.
- 30 Beurshandel vergt een strak standaardformaat omdat anders geautomatiseerde verwerking en afwikkeling niet mogelijk is.
- 31 BIS, 1995. Brockmeijer was directeur financiële stabiliteit van De Nederlandsche Bank en werkt momenteel bij het IMF.
- 32 European Commission, 14 juni 2010
- 33 Uit het communiqué van de G20 (Pittsburg, September 2009): ‘*Improving over-the-counter derivatives markets: All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse.*’
- 34 Een *succession event* is een gebeurtenis waarbij een referentie fuseert of splitst in twee of meer entiteiten, of wanneer het grootste deel van de activa naar een andere entiteit wordt overgebracht.
- 35 Een basispunt is een honderdste procent (0,01%) en wordt vaak gebruikt in financiële markten om verschillen of ontwikkelingen in rentes aan te geven (‘de centrale bank verlaagde de rente met 50 basispunten’).
- 36 Zie zijn antwoorden aan Levin, 2009.

Bibliografie

- AIG (2008) *Conference Call Credit Presentation: Financial Results for Quarter ended September 30, 2008*, 10 november 2008
- BCBS (2009) *Revisions to the Basel II market risk framework*
- Berkshire Hathaway Inc. (2002) *Annual Report*
- BIS (1995) *Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets* [Brockmeijer rapport], februari 1995

- BIS (2001) *Working paper on the Regulatory Treatment of Operational Risk*, September 2001.
- BIS (2004) *Recommendations for central counterparties, consultative report*, maart 2004
- BIS (2009) *OTC derivatives market activity in the first half of 2009*, november 2009
- BIS/CPSS (2007) *New developments in the clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, maart 2007
- Counterparty Risk Management Policy Group (2008) *Containing Systemic Risk: The Road to Reform*, 6 augustus 2008
- Deriv/SERV today* (2009) 'OTC Derivatives: Novation Consent Goes Full Throttle', Spring 2009, p. 2
- Duffie, D. (2008) 'Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability', *BIS working paper*, no. 255
- Duffie, D. & H. Hu (2008) 'Competing for a share of global derivatives markets; Trends and policy choices of the United States', *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University working paper*, no. 50, juni 2008
- Duffie, D. & H. Zhu (2009) 'Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?' *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University working paper*, no. 46, mei 2009
- ECB (2009) *CDS and Counterparty Risks*, augustus 2009
- European Commission (2009a) *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, Com(2009)332 final, 3 juli 2009
- European Commission (2009b) *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, Com(2009)563 final, 20 november 2009
- European Commission (2010) *Public Consultation on derivatives and markets infrastructures*, 14 juni 2010
- Financial Times* (2009) 'Lehman creditors in fight to recover collateral', 21 juni 2009
- G20 (2009) *Leader's statement: the Pittsburgh summit*, 25 september 2009
- Hunt, J.P. (2009) 'Credit rating agencies and the 'worldwide credit crisis': the limits of reputation, the insufficiency of reform and a proposal for improvement', *Columbia Business Law Review*, 2009
- ISDA (2009a) *2009 ISDA operations benchmarking survey*, (http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Operations-Survey-2009.pdf)
- ISDA (2009b), *ISDA Margin Survey 2009*, (http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2009.pdf)
- Levin, C. (2009) *Questions for Treasury Secretary-designee Timothy F. Geithner from senator Carl Levin*, 18 januari 2009 (<http://levin.senate.gov/newsroom/supporting/2009/PSI.GeithnerResponses.012209.pdf>)

- Reuters* (2009) 'Geithner seeks more control on derivatives', 10 juli 2009
- Secretary of the Treasury*, 'Written testimony to the House Financial Services Committee Hearing by Treasury Secretary Tim Geithner', 24 maart 2009
- Seeking Alpha* (2008) 'Lehman's loss: more than \$200 billion', 13 oktober 2008 (<http://seekingalpha.com/article/99653-lehman-s-loss-more-than-200-billion>)
- The Guardian* (2009) 'Number cruncher who foresaw financial crash', 1 mei 2009

7 **Het mondiale anker voor financiële stabiliteit: het IMF**

Wouter Schilperoort¹

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) werd na de Tweede Wereldoorlog opgericht als de primaire internationale organisatie om wereldwijde monetaire en macro-economische stabiliteit te garanderen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het IMF een belangrijke rol speelt in het bestrijden van de huidige crisis. Deze rol wordt geïllustreerd door de toegenomen aandacht in de media voor de economische voorspellingen, de beleidsadviezen en de recente reddingspakketten van het IMF. Dit hoofdstuk beschrijft die rol van het IMF in het bestrijden van de crisis en gaat in op verschillende recente hervormingen van het Fonds. Eerst wordt ingegaan op de geschiedenis en taken van het IMF. Vervolgens beschrijft de tweede paragraaf hoe de rol van het IMF geleidelijk onder druk is gekomen in het afgelopen decennium, wat feitelijk paradoxaal is: de voortgaande internationale financiële integratie maakt het juist aannemelijk dat er een mondiaal instituut is dat kijkt naar de risico's gepaard gaande met de mondiale financialisering zoals die is beschreven in voorgaande hoofdstukken. De derde paragraaf behandelt de rol die het IMF heeft in het voorkomen van crises als de huidige. Daarbij wordt ingegaan op de vraag of het IMF de huidige crisis zag aankomen en landen heeft geadviseerd hun beleid aan te passen. De vierde paragraaf gaat dan in op de crisisresolutie; wat heeft het IMF gedaan om de gevolgen van de crisis te bestrijden? Paragraaf vijf kijkt vervolgens vooruit naar de rol van het IMF na de crisis. Het hoofdstuk sluit af met conclusies in de laatste paragraaf.

Geschiedenis en taken van het IMF

Het IMF is in 1944 opgericht in Bretton Woods, een ski resort in het gelijknamige plaatsje in de Verenigde Staten, om de mondiale macro-economische stabiliteit te bewaken. Het IMF werd gelijktijdig opgericht met de Wereldbank, die daarmee gezamenlijk wel de Bretton Woods instellingen worden genoemd. De oorsprong van het IMF gaat terug tot de Grote Depressie van de jaren dertig, toen protectionisme en wisselkoersdevaluaties leidden tot het

ineenstorten van de wereldhandel en economische groei. Na de Tweede Wereldoorlog zou het IMF de wisselkoersen moeten stabiliseren, vrije handel moeten bevorderen, en landen die in economische problemen geraken tijdelijk financieel moeten bijstaan. Hiermee moest worden voorkomen dat landen voor andere landen schadelijke maatregelen zouden doorvoeren, zoals gebeurd was tijdens de Grote Depressie van de jaren dertig. Nederland behoort tot de oprichters van het IMF en levert tot op de dag van vandaag een van de bewindvoerders van de instelling.² Tegenwoordig zijn 186 landen lid van het IMF en zij worden vertegenwoordigd door 24 bewindvoerders. Nederland werkt samen met twaalf andere landen, waaronder Oekraïne, Israël, Roemenië en Bulgarije. De Nederlandse bewindvoerder wordt daarom niet benoemd door Nederland, maar gekozen door deze groep landen, de kiesgroep.³

Het IMF functioneert als een financiële coöperatie: de deelnemende landen leggen geld in, de zogenoemde quota, en kunnen geld lenen als zij in financiële nood komen. Verder heeft het IMF internationale liquiditeit gecreëerd, net als centrale en commerciële banken geld kunnen scheppen. Het IMF heeft namelijk zijn leden zogenoemde SDR's (*Special Drawing Rights*, speciale trekkingsrechten) toebedeeld. Landen kunnen deze SDR's bij andere IMF-leden ruilen tegen harde valuta, in de praktijk meestal dollars. De waarde van de SDR wordt bepaald op basis van een mandje van valuta: de dollar, de euro, het pond en de yen.⁴

De belangrijkste rol van het IMF was aanvankelijk het handhaven van de stabiliteit van de vaste wisselkoersen in het Bretton Woods-stelsel. Dit systeem van vaste wisselkoersen bezweek in 1971 toen de centrale munt, de Amerikaanse dollar, onder druk kwam door hogere overheidsbestedingen gerelateerd aan de Vietnam-oorlog. Het IMF moest vervolgens op zoek naar een nieuwe invulling van zijn rol als waakhond van de mondiale macro-economische stabiliteit in een systeem met een palet aan vaste en zwevende wisselkoersen. Deze nieuwe rol werd gevonden in een versterkte surveillance. Tegenwoordig onderscheidt het IMF drie hoofdtaken:

1. Surveillance. Met het lidmaatschap van het IMF komt voor landen de verplichting om de economie jaarlijks te laten doorlichten door het Fonds.⁵ In zijn missies naar landen maakt het IMF een analyse van de economische situatie en doet het aanbevelingen om de stabiliteit en groei te verankeren. Deze surveillance op bilateraal niveau wordt aangevuld met regionale en mondiale surveillance. Zo publiceert het IMF halfjaarlijks de *World Economic Outlook* en het *Global Financial Stability Report*, alsmede regionale *Economic Outlooks*. Deze rapporten bevatten nieuwe groeivoorspellingen voor de wereldeconomie en individuele landen, en trekken in de regel veel media-aandacht.

2. Financiële assistentie. Indien landen in een economische crisis komen, kunnen zij naar het IMF stappen voor financiële steun. Het IMF kan bij betalingsbalansproblemen omvangrijke kredieten verstrekken, waarbij condities worden gesteld aan het macro-economische beleid van het betreffende land. De idee is dat deze condities de stabiliteit in het land weten te herstellen, wat in het mondiale belang is, en dat daarmee waarborgen worden gecreëerd voor terugbetaling van de IMF-middelen.
3. Technische assistentie. Desgevraagd ondersteunt het IMF overheden, centrale banken, en financiële toezichthouders met advies over het doorvoeren van hervormingen en beleid. Deze diensten vinden met name plaats in lage-inkomenslanden, waar de binnenlandse capaciteit vaak beperkt is. De technische assistentie wordt gedeeltelijk gefinancierd door donoren en maakt dikwijls gebruik van externe expertise.

Het IMF in de jaren voor de crisis

Tot het uitbreken van de financiële crisis leek het IMF zich op een pad naar irrelevantie te bevinden. De Azië-crisis in 1997 had ernstige schade berokkend aan de reputatie van het IMF. Ondanks, of volgens de critici juist vanwege diverse IMF-reddingspakketten verspreidde en verdiepte de crisis in Azië zich. Dit leidde tot het beeld van een falend IMF-receptuur: de vergaande monetaire en budgettaire verkrapping in tijden van crisis die vaak wordt gezien als standaardingrediënt van IMF-programma's zou de problemen niet oplossen maar juist verergeren. Bij de opvatting van een falend IMF in Azië zijn de nodige kanttekeningen te plaatsen,⁶ maar het beeld was gevormd. Diverse Aziatische politici bezwoeren zich nooit meer tot het IMF te wenden. Desondanks bleef het IMF ook na de Azië-crisis aanvankelijk een vooraanstaande financiële rol spelen. In economische crises rond de eeuwwisseling zagen de grote opkomende economieën Rusland, Argentinië, Brazilië en Turkije zich gedwongen naar het IMF te stappen.

Kritiek op het IMF, zoals geuit tijdens de Azië-crisis, veralgemeniseerde zich in kritiek op de zogenoemde 'Washington consensus'. Het begrip 'Washington consensus' werd in 1989 geïntroduceerd door John Williamson in de context van neoliberal beleid en later vaak toegepast als synoniem voor marktfundamentalisme.⁷ Bij crises waren aanbevelingen van het IMF vaak gericht op budgettaire discipline met lage belastingtarieven; vrije wisselkoersen en kapitaalstromen; en deregulering, privatisering en liberalisering. Simpel gezegd leek de onderliggende visie in het IMF-beleid dat een Amerikaans

georiënteerde variant van kapitalisme met zoveel mogelijk markt en een strikt gelimiteerde overheid in het belang van ieder land zou zijn.

Dat het IMF als een Angelsaksische in plaats van een mondiale instelling wordt afgeschilderd, is vanuit de oorsprong te verklaren. Het mandaat van het Fonds vormt een evenwicht tussen de ideeën van zijn vormgevers: het multilaterale beeld van de vermaarde Engelse econoom John Maynard Keynes en het financiële belang van de Amerikaan Harry Dexter White. De laatste moest een acceptabele vormgeving van het IMF zien te vinden voor de Verenigde Staten, dat de grootste financiële bijdrage aan de instelling zou leveren. In lijn met de economische en politieke realiteit aan het eind van de Tweede Wereldoorlog sloeg de balans uit in het voordeel van de Verenigde Staten.⁸ En voor zover dit nog niet direct in de statuten tot uiting kwam, wist de VS dit wel in de daarop volgende jaren te bewerkstelligen. Een voorbeeld is dat Keynes geen voorstander was van beleidscondities in de financiële assistentie van het IMF, terwijl de Verenigde Staten, dat lange tijd als crediteur van de wereld opereerde, zich hier hard voor inzette. Waar de oorspronkelijke statuten van het IMF geen beleidscondities bevatten voor debiteurlanden, zijn die nu standaard verbonden aan IMF-leningen.

Zoals betoogd in deze bundel is het goed functioneren van markten afhankelijk van hun institutionele inbedding. Volgens Babb (2003) zit hier juist een probleem van de Washington consensus. Onder invloed van globalisering en financialisering, en gestimuleerd door westerse regeringen en de Bretton Woods-instellingen, hebben vele ontwikkelingslanden en opkomende economieën een agenda gevolgd van liberalisering van markten. Hun instituties waren daar echter nog niet aan toe. Als gevolg werd de met de liberalisering beoogde economische vooruitgang vaak niet gerealiseerd. Bovendien zou in enkele gevallen sprake zijn van 'overshooting': vanwege de afhankelijkheid van buitenlandse investeerders en internationale financiële instituties zijn regeringen van ontwikkelingslanden soms verder doorgeschoten in de liberalisering dan in de Verenigde Staten het geval is.

Daarnaast betoogt Babb (2005) dat de liberaliseringsagenda overwegend gezet is door economen, die ook binnen het IMF de overhand hebben. Naast de eng economische gevolgen, zijn echter ook de sociale gevolgen van neoliberal beleid van belang. Volgens Babb kunnen de sociale gevolgen mede verklaren waarom de bevolking zich verzette tegen het neoliberale beleid, terwijl economen dit nog lange tijd verkondigden. Het afgelopen decennium hebben echter ook nadrukkelijk vooraanstaande economen als Joseph Stiglitz geageerd tegen de liberaliseringsagenda en de rol van de Bretton Woods-instellingen hierbij.⁹ Dit droeg verder bij aan een beeld van een dogmatisch IMF dat landen zo lang mogelijk willen vermijden.

Na het herstel van een geklapse dot.com bubbel op de aandelenmarkt (2001) volgden enkele jaren van ongekeerde economische groei wereldwijd. Ook dat riep vragen op over de noodzaak van een IMF. Kapitaal was overvloedig en stroomde royaal van en naar de opkomende economieën.¹⁰ Verschillende landen maakten van de periode van voorspoed gebruik om grote reserves aan buitenlandse valuta op te bouwen, veelal op basis van vaste, in toenemende mate ondergewaardeerde wisselkoersen. Niet alleen wilden landen niet meer naar het IMF stappen, ze hoefden dat ook niet meer. De leningportefeuille van het Fonds kromp tot historisch laag niveau, waarmee het debat over de relevantie van het IMF in hevigheid toenam. Bovendien zetten de afnemende rente-inkomsten het budget van het IMF onder druk. Tegelijkertijd riep de snelle opkomst van landen als China en India de vraag op of de bestuurstructuur van het IMF nog wel de economische realiteit weerspiegelde. Gegeven al deze ontwikkelingen werd een reorganisatie ingezet gericht op drie pijlers: missie, budget, en bestuur. De resultaten van deze reorganisatie worden hieronder besproken.¹¹

Missie

Het IMF besloot dat de nadruk in surveillance moet liggen op begrotingsbeleid, monetair- en wisselkoersbeleid, en de financiële sector. Te lang had het IMF zich beziggehouden op uiteenlopende terreinen als de arbeidsmarkt en de zorgsector. Dit past niet bij de missie van macro-economische stabiliteit en creëert onnodige politieke gevoeligheid. Het Fonds heeft hier ook geen meerwaarde ten opzichte van andere internationale organisaties zoals de OESO of de Wereldbank.

Budget

Het IMF verdient geld op uitgezette leningen en betaalt daarmee de lopende kosten. Bij de gunstige ontwikkeling van de wereldeconomie in de jaren voor de crisis nam de leningportefeuille snel af, maar daarmee ook de inkomsten voor het IMF. Momenteel worden maatregelen doorgevoerd om de afhankelijkheid van leninginkomsten te verminderen. Zo zal een gedeelte van het goud van het IMF worden verkocht, waarbij de opbrengsten belegd worden en het rendement hierop gebruikt wordt om lopende kosten van het IMF te dekken. Daarnaast heeft het IMF maatregelen genomen aan de uitgavenkant. In een grootscheepse reorganisatie is het personeelsbestand met 10 procent afgeslankt. Naast kostenbesparing waren de doelen een betere toespitsing op de kernmissie en een flexibelere, efficiëntere organisatie.

Een deel van de onvrede over het IMF komt voort uit de perceptie dat de instelling beheerd wordt door de westerse landen. In het licht van de snelle groei van enkele opkomende economieën, is besloten hun stemrecht en invloed in de instelling te vergroten. In september 2006 hebben in een eerste stap de snel groeiende economieën China, Zuid-Korea, Mexico en Turkije meer stemgewicht gekregen. Na lange discussies werd vervolgens in het voorjaar van 2008 besloten om het gewicht van de opkomende economieën verder te vergroten. Traditioneel grote aandeelhouders als Frankrijk, Groot-Brittannië, maar ook Nederland, hebben daarbij wat stemgewicht moeten inleveren.

Wat heeft het IMF gedaan om de crisis te voorkomen?

Het wekt geen verwondering dat het financiële beroep op het IMF in jaren van economische voorspoed afneemt. De doelstelling van het IMF om de macro-economische stabiliteit te bewaken gaat echter verder dan het verstrekken van crisisleningen; het IMF is er ook om het risico van een economische crisis te verkleinen. Een relevante vraag is daarmee of het IMF tijdens de goede jaren de huidige crisis heeft zien aankomen en voldoende heeft gedaan om te proberen deze te voorkomen.

Het IMF heeft in de afgelopen jaren veelvuldig gewaarschuwd over de mondiale onevenwichtigheden. Daarbij werd grofweg gedoeld op het lopende-rekeningtekort en de onderliggende schuldenopbouw van huishoudens en de overheid in met name de Verenigde Staten, tegenover het lopende-rekeningoverschot en opbouw van valutareserves in met name China. Eerdere crises hadden laten zien dat grote lopende-rekeningtekorten het risico met zich mee brengen van een abrupte correctie, met een scherpe terugval van de economische groei en van activaprijzen. Volgens IMF-modellen zou het optreden van een dergelijk scenario in de VS kunnen leiden tot een afname van de wereldgroei met 5 procent en een dollardepreciatie van 20 procent.¹² Naast veelvuldig waarschuwen is het IMF begonnen met multilaterale consultaties om tot een oplossing te komen. In 2007 werden de vijf grote spelers (Japan, China, VS, Saudi-Arabië en de Eurozone) tezamen aan tafel gebracht om de onevenwichtigheden en de te nemen maatregelen te bespreken.¹³ Helaas hebben deze consultaties tot weinig concrete follow-up geleid in het beleid van de deelnemende landen.¹⁴

De discussie in hoeverre de mondiale onevenwichtigheden hebben bijgedragen aan de financiële crisis door het creëren van overvloedige liquiditeit

is nog niet uitgekristalliseerd. De hoofdeconoom van het IMF, Olivier Blanchard, heeft binnen de instelling regelmatig beargumenteerd dat de onevenwichtigheden geen verklaringsfactor vormen. Dit is een controversiële visie, want hoewel de mondiale macro-economische condities wellicht niet de bron van de crisis vormden, lijkt het aannemelijk dat deze een bijdrage hebben geleverd via onder andere excessieve schuldopbouw en het onderprijzen van risico's.¹⁵ Hoe dan ook, duidelijk is dat de direct aanwijsbare aanleiding voor de crisis lag in problemen in de financiële sector zoals ook beschreven in voorgaande hoofdstukken. Hoe scoort het IMF op dit gebied?

Het Fonds heeft gewaarschuwd voor de sluimerende problemen in de financiële sector, zoals bijvoorbeeld in het Global Financial Stability Report van 2007. Daar waarschuwt het IMF voor de risico's als gevolg van problemen op de Amerikaanse huizenmarkt en gesecuritiseerde producten. Tevens wordt hier gewezen op de risico's van private schuldfinanciering in Oost-Europa, waar later tijdens de crisis diverse landen in de problemen zijn gekomen. Niettemin lijkt het gerechtvaardigd om te stellen dat deze waarschuwingen te algemeen waren en eerder en duidelijker gecommuniceerd hadden moeten worden.¹⁶ Een gedegen beleidsrapport dat risico's signaleert is een goede prestatie, maar voor daadwerkelijke beïnvloeding van de beleidsafwegingen is heldere en overtuigende communicatie cruciaal.

Een IMF dat onvoldoende uitgesproken zou zijn geweest, bevindt zich in goed gezelschap. Diverse academici, internationale organisaties, centrale banken, toezichthouders en regelgevers hebben op risico's in het systeem gewezen, maar de omvang van de crisis toch onvoldoende zien aankomen, of daar in ieder geval onvoldoende duidelijk over gecommuniceerd en actie op ondernomen.¹⁷ Uitzonderingen zijn er gelukkig ook. Binnen de academische wereld behoren Nouriel Roubini en Robert Shiller tot de meest uitgesproken waarschuwers, terwijl ook de organisatie van centrale bankiers, de Bank for International Settlements (BIS), hoogwaardige risico-analyses heeft gepubliceerd.¹⁸

Het beeld dat er waarschuwingen zijn geweest van onder andere het IMF – al dan niet even duidelijk – verplaatst de aandacht naar nationale politici en beleidsmakers. In tijden van economische voorspoed lijken landen weinig geneigd te luisteren naar niet-bindende boodschappen van academici of internationale organisaties als het IMF. Zelfs toen de crisis zich reeds ontwikkelde, was de eerste reactie van politici en beleidsmakers dat waarschuwingen van het IMF overtrokken waren en dat geen verdergaande maatregelen nodig waren dan reeds voorzien op nationaal niveau. De volgende sectie geeft hierop een verdere toelichting.

Bij een oordeel over de toereikendheid van de waarschuwingen en beleidsadviezen van het IMF met betrekking tot de financiële sector dient men zich

te realiseren dat de kernexpertise van het Fonds zich momenteel bevindt in de macro-economie en dat het geen zeggenschap heeft over het financiële toezicht in landen. Feitelijk is het IMF daarmee niet volledig aangesloten geraakt bij de financialisering zoals die is beschreven in eerdere hoofdstukken. Weliswaar adviseerde het IMF over de macrogevolgen van de toenemende internationale kapitaalstromen, maar de G7 heeft lange tijd verhinderd dat het IMF zich expliciet zou richten op het toegenomen belang van de financiële sector.

Voor problemen op de financiële markten is na de Azië-crisis het *Financial Stability Forum* (FSF) opgericht. In dit forum hebben de grote landen zitting met hun ministeries, centrale banken, en financiële toezichthouders. Een voordeel van deze structuur is dat de hoofdsteden direct contact hebben en unieke technische expertise bijeenbrengen; een nadeel is dat minder dan bij het IMF onafhankelijke evaluatie en advisering plaatsvindt. Ook het FSF is er niet in geslaagd om van te voren de excessen in de financiële sector afdoende in te dammen en crisisbestendige regelgeving te ontwerpen.¹⁹

In reactie op de crisis heeft de G20 besloten de FSF om te vormen tot de *Financial Stability Board* (FSB), waarin naast de grote financiële centra waar de crisis uitbrak ook de opkomende economieën een plekje aan tafel hebben gekregen. Voor de toekomst lijkt het verder van belang de samenwerking tussen de FSB en het IMF te versterken. Deze crisis heeft bevestigd dat micro-financiële en macro-economische stabiliteit direct samenhangen. Het zou daarom voordelen hebben als het IMF in zijn macro-economische analyses en adviezen gebruik kan gaan maken van de micro-expertise van de FSB, en vice versa.

Het feit dat het IMF en andere instituties niet duidelijk genoeg gewaarschuwd hebben over het risico van een volledige financiële crisis heeft de discussie doen aanwakkeren hoe herhaling te voorkomen. In dit licht heeft de G20 het IMF gevraagd samen met de FSB een *early warning system* te ontwerpen. Doel van dit waarschuwingssysteem is stabiliteitsrisico's tijdig en systematisch in kaart te brengen. In het voorjaar van 2009 heeft het IMF de eerste resultaten strikt vertrouwelijk gepresenteerd aan de raad van bewindvoerders en de ministers van Financiën. De presentatie was van zeer hoog niveau en werd goed ontvangen door ministers.²⁰ Deze exercitie zal voortaan elk halfjaar plaatsvinden. Om de exercitie echt nuttig te maken zal daarbij duidelijk moeten worden gemaakt of voldoende maatregelen zijn ondernomen om de geïdentificeerde risico's te mitigeren; het gaat immers niet alleen om het waarschuwen, maar vooral om wat met die waarschuwingen gebeurt.

Een ander speerpunt voor de surveillance van het IMF is om meer aandacht te geven aan de *spillovers* tussen landen. Dat wil zeggen dat economi-

sche problemen in land A een negatief effect hebben op de economie van land B. Als de economische organisatie met een wereldwijd lidmaatschap is het IMF bij uitstek in staat dit te analyseren en kan het ook meerwaarde leveren voor individuele landen. Verder schenkt het IMF steeds meer aandacht aan de verbanden tussen de reële en financiële economie. In dit verband is het positief dat alle G20-landen hebben toegezegd een beoordeling van hun financiële sector door het IMF te laten uitvoeren.²¹ Tot voor kort weigerden de Verenigde Staten en China een dergelijke consultatie. Dit bemoeilijkte het voor het IMF om risico's in de financiële sector in kaart te brengen en deze te integreren in het macro-economische advies.

De G20-regeringsleiders hebben het IMF tevens gevraagd een analyse te maken van de lessen die uit de crisis kunnen worden getrokken. In maart 2009 presenteerde het IMF zijn initiële studie waarin gewezen wordt op tekortschietende regelgeving in de financiële sector, macro-economisch beleid dat de opbouw van risico's onvoldoende ontmoedigde, en een mondiaal toezichtstelsel dat gaten kent. Landen zouden volgens het Fonds hun financiële regelgeving moeten verbreden om procycliciteit, kortetermijnwinstbejag en excessieve beloningen tegen te gaan. Monetair beleid zou meer rekening moeten houden met activaprijzen, kredietgroei, en het vreemd vermogen van instellingen. Verder moet volgens de studie internationale samenwerking verbeterd worden, met name op het gebied van financieel toezicht en crisismaatregelen.²² Op verzoek van de G20 rapporteert het IMF tevens aan de ministers over de omvang van de begrotingsimpulsen en de financiële sector interventies in verschillende landen. Verder heeft het IMF een studie opgeleverd aan de G20 over exit strategieën: hoe het expansieve begrotings- en monetaire beleid terug te draaien als de economieën weer op gang komen.²³

Tot slot is voor crisispreventie de technische assistentie van het IMF van belang. Door het opbouwen van sterke instituties en het voeren van goed economisch beleid kunnen landen hun weerstand tegen externe schokken verbeteren. Waar leningen en surveillance van het IMF in veel landen een negatieve bijklank hebben, geldt dat geenszins voor de technische assistentie. De vraag van ontwikkelingslanden en opkomende economieën overstijgt ruim het aanbod dat het IMF met de huidige capaciteit kan leveren. Om tot een betere afstemming van vraag en aanbod te komen, heeft het Fonds recent een prijssysteem ingevoerd: landen betalen voor de technische assistentie, waarbij de prijs afhankelijk is van het inkomensniveau. Verder probeert het IMF het aanbod uit te breiden met behulp van donoren. Hiertoe zijn thematische donorfondsen opgericht.

De rol van het IMF in crisisresolutie

Uit de vorige sectie volgt geen overtuigend beeld van de inspanningen van het IMF in de aanloop van de crisis. Daarbij dient men zich echter te realiseren dat het voorkomen van crises een zeer ambitieuze opdracht is; economische crises zijn immers van alle tijden. Het IMF heeft dan ook decennia ervaring in het bestrijden van crises, en na jaren van wereldwijde voorspoed is deze expertise van grote waarde gebleken. In eerste instantie vielen de scherpe advisering van het IMF en de sterke toename aan IMF-kredieten op.

Vanaf het begin van de crisis heeft het IMF zich hard ingezet voor gecoördineerde begrotingsimpuls, eerst in de advisering aan leden, daarna ook publiek.²⁴ Deze oproep leek opvallend, omdat het traditionele IMF-recept voor individuele landen in een betalingsbalanscrisis juist vaak begrotingsconsolidatie (bezuinigen) inhield. De IMF-groeiramingen waren echter consequent alarmerend en negatiever dan die van andere instellingen, waarin het Fonds juist is gebleken.²⁵ Het IMF wees erop dat financiële crises in de regel dieper zijn en langer duren dan de meer traditionele economische laagconjunctuur. Gegeven de snelle verslechtering van de wereldeconomie waren volgens het IMF de neerwaartse risico's dermate groot, dat een sterke vraagimpuls noodzakelijk was. Om het weglekken van de bestedingsimpuls naar het buitenland te voorkomen, zouden alle landen tot budgettaire stimulansen moeten overgaan, met inachtneming van hun begrotingsruimte. Dit pleidooi werd aanvankelijk sceptisch ontvangen door sommige academici, beleidsmakers en politici, maar vond steeds meer weerklank. Tijdens de G20-toppen in Washington en Londen, waarbij overigens ook Nederland aanwezig was, omarmden de regeringsleiders het concept.²⁶

Wat verder opviel was de communicatie van het IMF over de enorme omvang van de problemen in de financiële sector en de aanbeveling om agressief in te grijpen. In het voorjaar van 2008 raamde het IMF de verliezen op de financiële markten op 1 biljoen dollar.²⁷ Beleidsmakers en politici in verschillende landen noemden dit toen overdreven; het bleek uiteindelijk een onderschatting.²⁸ Uit zijn schattingen herleidde het IMF de constatering dat het bankwezen zwaar ondergekapitaliseerd was. Het IMF deed daarom de aanbeveling aan overheden om banken te herkapitaliseren – indien nodig door nationalisatie – en slechte activa van de balans te halen, indien nodig met publieke middelen. Wederom riepen de onorthodoxe beleidsaanbevelingen die tegen het traditionele IMF-receptuur in gingen eerst weerstand op, maar kregen zij later navolging.²⁹

Na het faillissement van Lehman Brothers in oktober 2008, verdiepte de crisis zich snel. Hierdoor ontstonden betalingsbalansproblemen in landen die

de goede jaren onvoldoende hadden benut om macro-economische stabiliteit solide te verankeren. Het IMF activeerde en moderniseerde de noodprocedures voor het toekennen van leningen. Dat betekende dat IMF-programma's de standaardlimieten mochten overstijgen en het geld snel na aanvraag kon worden overgemaakt. In november leidde dit tot een recordbedrag aan toezeggingen voor IMF-leningen. Onder andere Pakistan, Hongarije, Oekraïne en IJsland wendden zich tot het Fonds voor financiële ondersteuning. In het geval van Oekraïne en Hongarije ging het om omvangrijke programma's (zo'n 16 miljard dollar per stuk), terwijl IJsland als eerste rijke land sinds Groot-Brittannië in 1976 om een IMF-lening vroeg.

In Oost-Europa was de hoge groei tijdens de goede jaren gebaseerd op de instroom van buitenlands kapitaal. Met het uitbreiden van de crisis droogde dit kapitaal op en moest het IMF inspringen met financiële middelen. In volgende maanden werden nog diverse IMF-programma's in de regio afgesloten, onder andere met Servië, Roemenië, Letland en Wit-Rusland. Een belangrijke verandering ten opzichte van eerdere crises was dat voor deze programma's de financiële steun van het IMF onderdeel uitmaakte van een totaalpakket waaraan ook de Europese Unie, Wereldbank en andere spelers bijdroegen. Deze benadering maakte het mogelijk om aan de ongekend grote financieringsbehoefte te voldoen en het positieve effect op de financiële markten te vergroten. Dit was onder andere zichtbaar in een afname van risicopremies op overheidsobligaties en een verminderde druk op de wisselkoersen.

Hoewel aldus een positief beeld overheerst wat betreft de advisering en financiering door het IMF tijdens de crisis, wil dit niet zeggen dat het optreden van het Fonds feilloos was. Het IMF publiceerde in het voorjaar van 2009 foutieve berekeningen over de omvang van de financieringsbehoeften in Oost-Europa en moest deze later herstellen.³⁰ Ook werd de financieringsbehoefte in een aantal IMF-programma's aanvankelijk onderschat, wat later tot verhogingen van de leningen leidde, en in een enkel geval leek het IMF terug te vallen op te strikte eisen voor begrotingsconsolidatie. Bij de internationale gemeenschap was echter langzaam de bereidheid gegroeid om meer gewicht toe te kennen aan het IMF.

Versterking van het IMF was het meest zichtbare resultaat van de G20-top april 2009 in Londen, die eraan bijdroeg rust te brengen op de financiële markten.³¹ Het kernbesluit van de regeringsleiders was om de financiële slagkracht van het IMF te verdrievoudigen, van 250 miljard dollar naar maximaal 750 miljard dollar. Deze verdrievoudiging diende om landen en de financiële markten het vertrouwen te geven dat ook in deze ongekende crisis het IMF te hulp zal kunnen schieten in het geval van betalingsbalansproblemen. Van de benodigde 500 miljard dollar had Japan reeds voor de top 100 miljard toe-

gezegd. In de weken na de top in Londen volgden ook toezeggingen van de Verenigde Staten (100 miljard) en van de lidstaten van de Europese Unie (175 miljard). Nederland zal hiervan ruim 12 miljard dollar voor zijn rekening nemen. Ook verschillende andere rijke landen zoals Canada, Zwitserland, en Noorwegen hebben aanzienlijke bijdragen geleverd. Bij deze bedragen gaat het om kredietlijnen; het IMF zal pas daadwerkelijk lenen als geld nodig is om leningen te kunnen verstrekken.³² In juli 2009 werd hiervan voor het eerst gebruik gemaakt.

Zoals beschreven was mede door de Azië-crisis en de vermeende Washington consensus de relatie tussen het IMF en diverse opkomende economieën danig bekoeld. Om de 500 miljard dollar aan aanvullende middelen binnen te halen, maar vooral vanuit *burden sharing* en *governance* perspectief, was het wenselijk dat ook de opkomende economieën financieel zouden bijdragen aan de vergroting van het IMF. Geld lenen aan het IMF ligt echter nog politiek gevoelig in veel opkomende economieën. Het IMF besloot daarom tot een innovatieve oplossing: het uitgeven van obligaties. Hiermee werd ingespeeld op de wens van een aantal opkomende economieën om hun valutareserves, die grotendeels in dollars waren belegd, beter te diversifiëren. Deze wens was meer urgent geworden daar met de crisis de zorgen toenamen over de begrotingspositie van de Verenigde Staten en daarmee de status van de dollar. De idee bleek succesvol: China heeft voor 50 miljard dollar aan obligaties gekocht, Rusland, Brazilië en India elk voor 14 miljard dollar. Overigens is de obligatieconstructie intrinsiek gelijk aan de leenconstructie van de westerse landen. Ook bij de obligaties gaat het om een kredietlijn en voor het IMF maakt de feitelijke constructie weinig verschil. Van valutadiversificatie is pas sprake als het Fonds daadwerkelijk op de kredietlijn trekt, ofwel de obligaties uitgeeft.

Een ander kernbesluit van de G20 is om 250 miljard dollar aan nieuwe speciale trekkingsrechten (SDR's) toe te delen aan het IMF-lidmaatschap. Landen kunnen hiermee hun afgenomen internationale reserves aanvullen. Als een land een tekort aan harde valuta kent, kan het besluiten de toegekende SDR's te verkopen in ruil voor bijvoorbeeld dollars (het land 'trekt' dollars). De dollars worden geleverd door andere IMF-leden, waarbij het IMF optreedt als tussenpersoon. Voor landen met een harde valuta is de regeling dus wat minder aantrekkelijk, omdat zij gevraagd kunnen worden hun valuta te leveren, al ontvangen zij hiervoor SDR's. De allocatie van SDR's vindt plaats op basis van quota in het IMF, wat betekent dat de rijke landen de bulk van de SDR's ontvangen. Dit is echter gelijktijdig een kritiekpunt op de SDR-allocatie: deze is onafhankelijk van de vraag of een land de middelen daadwerkelijk nodig heeft in de huidige crisis.

De allocatie van SDR's en de vergroting van de financiële slagkracht van het IMF is van belang, omdat landen hun reserves zien toenemen en vertrouwen kunnen hebben dat het IMF voldoende middelen heeft om in hun behoefte te voorzien in het geval van betalingsbalansproblemen.³³ Daarmee worden de prikkels verminderd voor zelfverzekering door excessieve reserveopbouw via een ondergewaardeerde munt, wat neveneffecten kan hebben als handelsverstoringen en financiële onevenwichtigheden. Om de grotere financiële slagkracht echt effectief te laten zijn, moet ook het leningraamwerk van het Fonds voldoende betrouwbaar en flexibel zijn: geheel verschillende landen moeten adequaat kunnen worden bediend, zodat zij tijdig naar het IMF kunnen en willen stappen.³⁴

Het IMF heeft verschillende maatregelen genomen om het leningraamwerk te moderniseren. De limieten aan de omvang van IMF-programma's zijn verdubbeld, waarmee de standaardomvang van leningen beter aansluit bij de toegenomen financiële behoeften van landen. Verder is de kostenstructuur versimpeld, met betere prikkels voor tijdige terugbetaling aan het IMF. Als uitzonderlijke crisismaatregel heeft het IMF besloten dat lage-inkomenslanden tot het einde van 2011 geen rente meer hoeven te betalen aan het IMF, zowel op uitstaande als nieuwe leningen. Om dit te kunnen financieren en ook in de toekomst leningen aan lage-inkomenslanden te subsidiëren, is het IMF begonnen met een grote fondswervingsactie onder donoren. Ook zal een gedeelte van de IMF-reserves en de opbrengst uit de verkoop van het IMF-goud voor dit doel worden ingezet.

Het Fonds heeft tevens voortgang gemaakt met het verminderen van de condities die verbonden zijn aan leningen en deze beter toe te spitsen op het kernmandaat van het IMF. Dit is van belang omdat de conditionaliteit controversieel is daar deze ingrijpt in de binnenlandse beslissingsruimte en ervaren kan worden als het opleggen van een Angelsaksische beleidsvisie (de Washington consensus). De weerzin tegen het IMF wordt onnodig aangewakkerd indien het Fonds eisen stelt op het terrein van structurele hervormingen die niet binnen het kernmandaat van het Fonds passen. Overigens dient men zich te realiseren dat een groot gedeelte van de door het IMF gevraagde beleidsaanpassingen onontkoombaar zijn in een crisis en in veel landen goed gewerkt hebben. Roemenië heeft bijvoorbeeld in de huidige crisis voortijdig een IMF-programma aangevraagd, daar men het laatste programma als een succes beschouwde.

Tot slot is een noviteit in de huidige crisis de introductie van de *Flexible Credit Line*: een preventieve kredietlijn zonder voorwaarden voor goed presterende landen. De idee is dat als landen vroegtijdig bij het IMF aankloppen en uit voorzorg een omvangrijke kredietlijn beschikbaar hebben, dit vertrouwen

geeft aan de financiële markten en speculatie tegengaat. Dit door Nederland betoogde product blijkt vooralsnog een succes.³⁵ Waar veel landen voorheen het IMF zo lang mogelijk probeerden te vermijden, hebben Mexico, Polen, en Colombia preventief omvangrijke kredietlijnen afgesloten bij het IMF (van respectievelijk 47, 21 en 10 miljard dollar). In alle gevallen droeg dit bij aan het herstel van het vertrouwen en kwamen de marktrentes op overheidsleningen direct fors omlaag. Aangezien de gebruikers een premie betalen voor de kredietlijn, is voor het IMF tevens sprake van een interessante inkomstenbron.

Kortom, het IMF is zeer actief geweest om de gevolgen van de crisis te bestrijden. Daarnaast heeft de crisis als aanjager gefungeerd voor verdere hervorming van de instelling. Het aantreden van een nieuwe Managing Director in november 2007, Dominique Strauss-Kahn, is hierbij ook relevant. Deze voormalige socialistische minister van Financiën van Frankrijk heeft een sterke bijdrage geleverd aan het versnellen van het hervormingsproces in het IMF, het verbeteren van het imago van het IMF, en het onder de aandacht brengen van het IMF in bijeenkomsten van de G7/G8 en G20. Al met al is een redelijke uitgangspositie bereikt om te bewerkstelligen dat het IMF ook in de toekomst een belangrijke bijdrage kan leveren aan het waarborgen van de mondiale financiële stabiliteit.

De rol van het IMF na de crisis

De centrale rol van het IMF in de crisis betekent het ongelijk van critici die de irrelevantie van het IMF benadrukten en pleitten voor het opheffen van het IMF.³⁶ Zoals beargumenteerd door Pesek voordat de crisis uitbrak: *'When times are calm, it may be tempting to think of abolishing the institution... [However] far from being irrelevant, the IMF may be in for a very busy couple of years.'*³⁷ Anders gezegd, de periode van voorspoed was dit keer relatief lang, maar dat verklaart deels ook de diepte van de huidige crisis: de bubbel op de krediet- en activamarkten werd steeds verder opgeblazen.

Waar de beweging tussen relevantie en irrelevantie voor een internationale crisisbestrijder deels een cyclische is, betekent dit niet dat het IMF geen lessen zou kunnen trekken uit de perioden aan de zijlijn of de geuite kritiek. Tevens kan de pendule een historisch gegeven zijn, maar heeft het IMF niettemin te maken met structurele veranderingen, zoals het toenemende gewicht van de opkomende economieën en de toenemende integratie van economieën en financiële markten. Het is dan ook te vroeg om te kunnen concluderen dat het IMF zijn relevantie volledig heeft hervonden. De grote vraag is of het IMF ook nog een belangrijke rol kan spelen als multilaterale instelling voor

financiële stabiliteit als de huidige crisis voorbij is. Een positief antwoord op die vraag is mogelijk, maar daar lijken wel verdere hervormingen voor nodig om aan te sluiten bij een veranderd wereldtoneel.

De huidige crisis illustreert een reeds eerder ingezette beweging; die van relatief verval van de westerse wereld ten opzichte van de opkomende economieën. Het gewicht van de opkomende economieën in de wereldeconomie is gestegen van 33 procent in 1980 tot bijna 42 procent in 2008. De crisis brak dit keer uit in de westerse wereld, niet in de opkomende economieën. Hoewel is gebleken dat de groei van opkomende economieën niet losgekoppeld is van de rijke landen, bleven zij betere economische prestaties leveren.³⁸ Treffend is ook dat de strategische richting dit keer niet wordt bepaald door de G7, het voorheen leidende forum voor internationale coördinatie op economische problemen, maar de G20 waarin ook de opkomende economieën zijn vertegenwoordigd. Dit past binnen het beeld geschetst door Herman Wijffels waarin westerse dominantie plaats maakt voor een multipolaire wereldorde.³⁹

Het is een positief teken dat juist de G20 – met daarin de opkomende economieën vertegenwoordigd – een grotere rol heeft toebedeeld aan het IMF. Gedeeltelijk was dit het gevolg van de doorgevoerde hervormingen en het opereren van het IMF gedurende de crisis en gedeeltelijk was dit logisch daar het IMF met zijn universele lidmaatschap en macrofinanciële expertise de meest voor de hand liggende instelling was. Meer cynische verklaringen wijzen op de westerse dominantie binnen de G20, en het feit dat door het toebedelen van taken aan het IMF regeringsleiders daadkracht konden uitstralen zonder zelf al te concrete maatregelen te hoeven nemen.

Een veranderd wereldtoneel volgt ook uit de toegenomen financiële integratie tussen landen.⁴⁰ Het mondiale karakter van de crisis heeft laten zien dat internationale samenwerking en afstemming noodzakelijk is. Dat kan op bilateraal niveau, in fora als de G20, en via instituties als de Verenigde Naties, de Wereldbank, en het IMF. Nationale overheden zullen echter niet bereid zijn bevoegdheden over te dragen aan multilaterale instituties indien zij zich niet goed vertegenwoordigd voelen in deze instellingen en zij onvoldoende vertrouwen hebben in hun beleid.⁴¹ Om de goede randvoorwaarden te creëren voor blijvende meerwaarde van het IMF zijn daarmee verdere hervormingen in de *governance* van het IMF aan de orde. De discussie draait hierbij om het besturen van het IMF als instelling: wie bepaalt en controleert het beleid?

De stemgewichten in het IMF weerspiegelen nog niet geheel de veranderde mondiale economische orde. De laatste jaren heeft bijvoorbeeld China fors meer stemgewicht gekregen, waarmee het aandeel van China ongeveer vergelijkbaar is geworden met dat van Groot-Brittannië of Frankrijk. De rol van China in de wereldeconomie is inmiddels echter aanzienlijk groter, wat

aangeeft dat verdere verschuivingen in de beslissingskracht noodzakelijk zijn. Hierbij is interessant dat de inleg van de deelnemende landen, de quota, sterk is achtergebleven bij de groei in de wereldeconomie. Daar de quota tevens de stemgewichten van de leden bepalen, kunnen met een grote quotaverhoging twee vliegen in één klap worden geslagen. Als landen die hard zijn gegroeid zoals China meer quota inleggen, krijgen zij meer stemgewicht en dragen zij tevens bij aan een grotere financiële omvang van het IMF en daarmee betere mondiale *pooling* van reserves. Meer algemeen zal, passend in het beeld van een nieuwe wereldorde, een zwaarder stemgewicht gepaard moeten gaan met het nemen van meer verantwoordelijkheid. Zo is op dit moment de financiële bijdrage van China aan het IMF voor technische assistentie en voor leningen aan lage-inkomenslanden slechts een fractie van de bijdrage van Frankrijk of Groot-Brittannië.⁴²

Naast het stemgewicht zal de *governance* discussie zich naar verwachting toespitsen op de 'stoelen' in de raad van bewindvoerders van het IMF, de *Executive Board* (met andere woorden: het aantal bewindvoerders en wie zij vertegenwoordigen). Er zijn op dit moment negen bewindvoerders met de nationaliteit van een Europees land. Dit doet sommige auteurs en commissies pleiten voor een afname van het aantal Europese stoelen. Dit kwam meest recent nog aan bod in een rapport geschreven in opdracht van het IMF door een commissie onder leiding van Trevor Manuel, de gerespecteerde (toenmalig) Zuid-Afrikaanse minister van Financiën.⁴³ Hoewel enige indikking van de Europese bewindvoerders wellicht mogelijk is, dient bij dergelijke pleidooien bedacht te worden dat de Europese landen ongeveer een derde van de wereldeconomie vertegenwoordigen, en dat de Europese bewindvoerders ook opkomende economieën als Turkije en Oekraïne vertegenwoordigen.⁴⁴ Verder geldt dat de opkomende economieën en middeninkomenlanden reeds goed vertegenwoordigd zijn met momenteel tien stoelen. De lage-inkomenslanden zijn minder sterk vertegenwoordigd met slechts twee stoelen en een laag stemgewicht. Het betreft hier 44 landen, voornamelijk uit Zuidelijk Afrika, en verdere verbetering van hun positie ligt in de rede.

Met de opkomst van met name China en India tonen deze landen zich de laatste jaren overigens al mondiger in de *Executive Board*, en worden zij door IMF-stafmedewerkers ook meer betrokken bij de totstandkoming van voorstellen. De verwachting is dat dit proces zich als gevolg van de crisis verder voortzet. Europa heeft de laatste jaren stappen gezet om meer als een eenheid te opereren. Beslispunten in de Board worden van te voren in Europees verband afgestemd in de zogenaamde EURIMF-vergadering. Dit sterkt de positie van de voorzitter van de EURIMF. De toonaangevende positie van de Amerikaanse bewindvoerder staat binnen het IMF nauwelijks ter discussie en

de crisis lijkt hierin weinig verandering te hebben gebracht. Hoewel bewindvoerders van de opkomende economieën zich ook tegen de VS harder opstellen, richten zij hun aandacht vooral op de vermeende oververtegenwoordiging van Europa. De Europese landen zijn kwetsbaar doordat bestuurders van de Europese Commissie en de Europese Centrale Bank, die thans geen lid zijn van de IMF-Board, aansturen op centralisatie in de Europese besluitvorming, ten koste van de directe vertegenwoordiging van de individuele lidstaten.⁴⁵ De discussie over de vermindering van het aantal Europese bewindvoerders moet dan ook zeker in Europa zelf gevoerd worden.

Niet de Europese landen, maar de Verenigde Staten is de bepalende speler in het Fonds. Zoals eerder aangegeven is bij de vormgeving van het IMF bewust een Amerikaanse dominantie gecreëerd, die vandaag nog voelbaar is binnen de instelling. De Amerikaanse bewindvoerder heeft door het hoge stemgewicht een feitelijk vetorecht bij belangrijke beslissingen. Besluitvorming in de *Executive Board* van het IMF gebeurt in de regel met consensus, maar de wetenschap dat de VS het hoogste stemgewicht heeft en een impliciet vetorecht geeft het land veel onderhandelingskracht bij de totstandkoming van voorstellen. De *Board* keurt immers de fundamentele beslissingen formeel goed, maar de beleidskeuzes worden vaak al in een eerder stadium gemaakt bij het opstellen van de voorstellen.⁴⁶ De Verenigde Staten heeft hierbij een bijzonder voordeel omdat het Amerikaanse ministerie van Financiën (de *Treasury*) op loopafstand ligt van het IMF. Via veelvuldige bilaterale contacten kunnen de *Treasury*-medewerkers invloed uitoefenen, daar waar de andere landen vooral moeten steunen op de enkele vertegenwoordigers die bij de *IMF Board* gestationeerd zijn.

Van groot belang is verder dat een groot gedeelte van de IMF-stafmedewerkers die de voorstellen voorbereiden, Amerikaan is of aan een van de beroemde Amerikaanse universiteiten heeft gestudeerd. Zij zijn vrijwel alle econoom en vaak verder gevormd binnen het IMF, wat de organisatie gevoelig maakt voor zogenaamde *group thinking*, een eenvormige manier van denken die niet noodzakelijkerwijs door de buitenwereld gedeeld wordt. Het IMF probeert momenteel een meer diverse staf te krijgen, terwijl ook steeds meer gecommuniceerd wordt in andere talen dan Engels. Nadenken over verdere wegen om de Amerikaanse dominantie te verminderen, inclusief het afschaffen van de vetomacht, zou passen bij het multilaterale karakter van het Fonds.

Naast een versterking van het multilaterale karakter van het IMF, door aanpassingen in het stemgewicht en mogelijk het bestuur, zullen verdere hervormingen moeten plaatsvinden om het IMF neer te zetten als de autoriteit op het gebied van mondiale financiële stabiliteit. Nederland bepleit al jaren een sterkere focus van het IMF op de financiële sector.⁴⁷ Deze crisis heeft laten

zien dat macro-economische stabiliteit niet gewaarborgd is zonder financiële stabiliteit. Dit betekent dat het IMF de financiële sector volledig in zijn analyses moet integreren. De toezegging van alle G20-landen om een financiële sector-consultatie met het IMF te hebben, moet worden aangegrepen om verdere voortgang op dit gebied te boeken. Verder kan intensievere samenwerking met de Financial Stability Board voor beide organisaties meerwaarde hebben.

De huidige crisis heeft ook laten zien dat er gaten in de financiële regelgeving en toezicht zitten, zowel op nationaal niveau als grensoverschrijdend. Met name in het laatste geval kan het IMF belangrijke meerwaarde leveren, door gaten en inconsistenties te identificeren en daarover te communiceren. Een goed voorbeeld hiervan is dat het IMF regelmatig heeft gewaarschuwd dat het financieel toezicht in Europa onvoldoende gecoördineerd wordt, tot ongenoegen van beleidsmakers in Europa.⁴⁸ Volgens het Fonds zou dat tot problemen kunnen leiden in geval van een crisis, een stelling die helaas waarheid is geworden. De crisis heeft ook elders gaten en overlap in het financieel toezicht blootgelegd, zeker in de Verenigde Staten, met systeemrisico's voor de rest van de wereld. Gegeven het mondiale karakter van de problemen is een multilaterale aanpak wenselijk.

De *early warning exercise* kan een goede gelegenheid bieden aan het IMF en FSB om meer structureel voortijdig te communiceren over gaten en andere risico's in het financiële systeem. Het gaat echter niet alleen om het identificeren van de risico's, maar vooral om het beleid dat wordt ingezet om die risico's te mitigeren. Zoals hierboven aangegeven zijn er diverse gevallen waarin het IMF wel heeft gewaarschuwd, maar politici en beleidsmakers daarmee weinig hebben gedaan. Getracht kan worden de naleving van IMF-advies te verbeteren door de groepsdruk binnen het IMF op te voeren. Dit wil zeggen dat ministers tijdens hun halfjaarlijkse vergadering in Washington elkaar aanspreken op het gevoerde beleid, enigszins vergelijkbaar met hoe de Europese ministers van Financiën elkaar in Brussel aanspreken. Het IMF kan daarbij een rol spelen door inzichtelijk te maken in hoeverre maatregelen daadwerkelijk zijn genomen en daarover te communiceren naar de buitenwereld. Dit past binnen het beeld van grondlegger Keynes dat het IMF moet opereren als een *ruthless truth teller*. Er kunnen goede redenen zijn waarom een land IMF-advies niet opvolgt, maar gegeven de grensoverschrijdende effecten van economisch en financieel beleid is het van belang om de redenen en gevolgen transparant te maken.⁴⁹

Op termijn kan het IMF een rol spelen bij het ontwikkelen van een nieuw mondiaal valutastelsel. De geschiedenis leert dat als de munteenheid van één land fungeert als de mondiale reservevaluta, het systeem kwetsbaar is voor onevenwichtigheden in dat land. Met de nieuwe SDR-allocatie van 250

miljard gaan stemmen op dat de SDR of een nieuwe wisselkoerseenheden de rol van de dollar als reservevaluta zou moeten overnemen. Deze pleidooien komen zowel van academici als van beleidsmakers in China.⁵⁰ Bij dergelijke pleidooien dient echter bedacht te worden dat de SDR geen valuta is, maar een mandje van valuta, waarin ook de dollar zit. Diverse prominenten, zoals de Nederlandse bewindvoerder Bakker en de president van de Argentijnse centrale bank Redrado voorzien dan ook eerder een beweging naar een multipolair systeem met een vergrote rol voor de SDR naast de dollar, een versterkte euro en de yen en yuan.⁵¹

Conclusie

Sinds zijn oprichting speelt het IMF een rol in het bewaken van de wereldwijde macro-economische stabiliteit. Aanvankelijk lag daarbij de nadruk op het handhaven van het systeem van vaste wisselkoersen. Na het ineenstorten van dit systeem als gevolg van overbesteding in de Verenigde Staten, speelde de vraag of voor het IMF nog een rol was weggelegd. Het Fonds slaagde er echter in zichzelf als het ware opnieuw uit te vinden. Het kreeg een breder takenpakket toebedeeld, inclusief de surveillance van de economieën van de leden. Met de crisis staat het IMF wederom op een cruciaal keerpunt. Na de jaren van wereldwijde economische voorspoed die werden gekenmerkt door afnemende relevantie van het IMF, bracht de financiële crisis het Fonds terug in een centrale rol. Dit was zichtbaar aan de grote steunpakketten aan in problemen geraakte landen en scherpe advisering aan regeringen over het te voeren beleid. Het IMF had zelf door verschillende hervormingen al de gunstige randvoorwaarden gecreëerd voor die terugkeer, die beloofd is met een grotere financiële omvang en nieuwe opdrachten.

Het lijkt onvermijdelijk dat het IMF als mondiale brandweerman een grotere rol heeft in tijden van crisis, en dat bij herstel van de wereldeconomie een stap terug uit de schijnwerpers zal moeten worden gezet. De huidige crisis heeft echter de onderlinge afhankelijkheden in de wereldeconomie in volle omvang duidelijk gemaakt en daarmee het belang van internationale samenwerking onderstreept. De toenemende financialisering, maar ook de grotere verwevenheid van de economieën van landen maakt een betere mondiale institutionele inbedding noodzakelijk. Een multilaterale instelling waarin landen gezamenlijk beleid bepalen, en die zich specifiek richt op de grensoverschrijdende aspecten van financiële stabiliteit kan dan ook in potentie veel meerwaarde leveren. Het ligt dan voor de hand dat het IMF met zijn wereldwijde lidmaatschap en gedegen economische expertise die rol probeert te vervullen.

Om een dergelijke centrale positie in de toekomstige financiële architectuur te kunnen innemen, zal het IMF verdergaande hervormingen moeten doorvoeren. Stemgewichten van landen in het IMF zullen beter de gewichten in de wereldeconomie moeten weerspiegelen. Het westerse overwicht in de instelling zal moeten worden beperkt, zodat opkomende economieën zich beter vertegenwoordigd voelen en de uitgedragen beleidslijn breed gedragen wordt. Het IMF zal tevens verdere voortgang moeten maken in het uitbouwen van zijn financiële sector expertise, zodat het een unieke positie creëert om dwarsverbanden te leggen tussen de financiële en reële economie. Het doorzetten van dergelijke hervormingen moet resulteren in de legitimiteit en kwaliteit die nodig is om als mondiaal anker voor financiële stabiliteit te fungeren en bij te dragen aan het voorkomen en mitigeren van financiële crises als de huidige.

Noten

- 1 De auteur dankt Age Bakker, Jasper Blom, Edwin Lambregts en Marc Roovers voor hun nuttige suggesties. Het artikel is geschreven op persoonlijke titel en de inhoud, inclusief beleidsopvattingen en kritiek, is uitsluitend mijn verantwoordelijkheid.
- 2 Overigens had het weinig gescheeld of Nederland had zijn directeurspositie moeten delen met België. De Nederlander Koos Polak, die betrokken was bij de oprichtingsonderhandelingen in 1944-46, vertelde me dat Rusland niet langer kwam opdagen voor de vergaderingen waarmee opeens een plek aan tafel vrijviel.
- 3 De huidige bewindvoerder is Age Bakker, tevens hoogleraar aan de Vrije Universiteit te Amsterdam en voorheen kroonlid van de Sociaal Economische Raad en directeur Financiële Markten bij De Nederlandsche Bank. De auteur gaf leiding aan de groep landenvertegenwoordigers die de bewindvoerder adviseert (het kiesgroepkantoor).
- 4 Voor een beschrijving van de werking van de SDR en het functioneren van het IMF wordt verwezen naar Bakker, 1996.
- 5 De zogenaamde Artikel IV procedure. Kleinere landen worden eens in de twee jaar beoordeeld.
- 6 IMF, 2000.
- 7 Williamson, 2004.
- 8 Boughton, 2002.
- 9 Zie bijvoorbeeld Stiglitz, 2003.
- 10 Bij woorden van de president van de Federal Reserve, Ben Bernanke: *'the global saving glut'*; Bernanke, 2005.
- 11 Dit overzicht is gebaseerd op Kremers & Schilperoort, 2007.
- 12 IMF, 2007b.

- 13 IMF, 2007a.
- 14 De Chinese directeur heeft tevens binnen het IMF betoogd dat de consultaties te veel nadruk legden op het Chinese wisselkoersbeleid, maar achteraf gezien onvoldoende aandacht hebben gegeven aan de problemen in de Amerikaanse financiële sector.
- 15 Bini-Smaghi, 2008.
- 16 Bakker, 2009b.
- 17 In de woorden van Paul Krugman was de macro-economische wetenschap '*spectacularly useless at best, and positively harmful at worst*', *Economist*, 2009, p. 68.
- 18 Roubini geeft op zijn blog een interessant overzicht van de gegeven waarschuwingen, *Global EconoMonitor*, 2009.
- 19 Voor een kritische beschouwing van het FSF wordt verwezen naar Kawai & Pomerleano, 2009.
- 20 Gegeven de marktgevoeligheid van deze exercitie worden de resultaten niet openbaar en kan ik niet naar documenten verwijzen. Als aanvankelijke scepticus ('voorspellen is moeilijk voor economen, zeker als het over de toekomst gaat') was ik positief verrast door de diepte van de risicoanalyse.
- 21 G20, 2008. Deze beoordelingen vinden plaats onder het *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) van het IMF.
- 22 IMF, 2009a. Het FSF was reeds met vergelijkbaar werk bezig en volgens critici bevatte de IMF-studie weinig nieuws.
- 23 IMF, 2009c.
- 24 *Financial Times*, 2008a.
- 25 *Financial Times*, 2008b.
- 26 Het Washington communiqué bleef nog relatief algemeen, het London communiqué was specifieker: '*We are undertaking an unprecedented and concerted fiscal expansion, ... that will, by the end of next year, amount to \$ 5 trillion...*' (G20, 2008 en 2009).
- 27 IMF, 2008.
- 28 IMF, 2009b.
- 29 Voor een aardig inkijkje over de discussie tussen beleidsmakers en het IMF wordt verwezen naar *Financial Times*, 2008b.
- 30 *Financial Times*, 2009b.
- 31 Zie het communiqué van de London Summit, G20, 2009.
- 32 De bijdragen zijn dus geen inleg van financiële middelen in het IMF, zogenaamde quota, die tevens het stemgewicht bepalen (zie volgende paragraaf).
- 33 Tekenend is dat na de top van Londen diverse opkomende economieën weer toegang kregen tot de internationale kapitaalmarkt.
- 34 Zie Lambregts, 2009.
- 35 Bakker & Warjiyo, 2008.
- 36 Zie bijvoorbeeld Weisbrot, 2005.
- 37 Pesek, 2008, p. 545.

- 38 Volgens de *'decoupling theory'* zouden opkomende economieën immuun zijn voor een recessie in de VS, zie *New York Times*, 2008. Hoewel hier geen sprake van is, lijkt door versterkte *fundamentals* de bestendigheid tegen externe schokken in veel opkomende economieën wel degelijk verbeterd gedurende de laatste jaren.
- 39 *de Volkskrant*, 2008. Voortbouwend op het beeld van Wijffels, oud-topman van de Rabobank, geldt dat het IMF meer dan een financiële instelling gedreven door de belangen van grote aandeelhouders, een coöperatie moet worden waarin landen samenwerken om het gezamenlijke belang van een stabiele wereldeconomie te realiseren. Moge het succes van de coöperatieve Rabobank in de huidige crisis een steun in de rug zijn voor deze visie!
- 40 Zie Van Dijkhuizen en Cano Blazquez 2009, p. 7.
- 41 Volgens IMF-historicus James Boughton was naast leiderschap 'inclusiveness' de succesfactor van de Bretton Woods conferentie (Boughton, 2009, p. 44). Meer algemeen is de uitdaging om een nieuwe architectuur voor *global governance* te bouwen die aansluit bij de veranderde verhoudingen in de wereld, zie Underhill, Blom & Mügge, 2010.
- 42 Dat China per hoofd van de bevolking aanzienlijk minder bijdraagt, is goed te verdedigen gegeven het lagere gemiddelde inkomen; meer discussie is mogelijk over de vraag of dat ook voor de totale bijdrage moet gelden.
- 43 Committee on IMF Governance Reform, 2009.
- 44 Daarnaast dragen de Europese kiesgroepen waarin verschillende typen landen zijn vertegenwoordigd bij aan het efficiënt functioneren van de Board door polarisatie tussen de rijke landen en de rest van het lidmaatschap te voorkomen en daadwerkelijke samenwerking af te dwingen. Andere argumenten tegen de vermeende Europese oververtegenwoordiging zijn dat momenteel zo'n 70 procent van het IMF-krediet in Europa uitstaat en dat de Europese landen de grootste financiers van het IMF zijn (bijvoorbeeld samen meer dan 60 procent van het IMF-werk in lage-inkomenslanden).
- 45 Bijvoorbeeld ECB-bestuurder Bini Smaghi (2006).
- 46 In mijn tijd bij het IMF-kiesgroepkantoor besteedde ik dan ook een groter gedeelte van mijn tijd in dit proces vooraf – beïnvloeding van de voorstellen via voortijdige contacten met IMF stafmedewerkers en andere kantoren – dan aan de voorbereiding van de Board agenda.
- 47 De vorige bewindvoerder Jeroen Kremers was voorheen directeur Financiële Markten bij het ministerie van Financiën en de architect van het Nederlandse toezichtmodel. De huidige bewindvoerder Age Bakker was directeur Financiële Markten bij De Nederlandsche Bank. Zie ook zijn artikel in *The Guardian* van 7 november 2008.
- 48 Zie onder andere: Decressin, Farugee, & Fonteyne, 2007. Zie het hoofdstuk van Mügge in deze bundel voor een bespreking van de Europese situatie.
- 49 Vergelijk de *comply and explain* regeling voor corporate governance die Horn & Vliegthart eerder in deze bundel bespraken.

- 50 Bloomberg, 2009. Voortbouwend op een rol van het IMF in het toekomstige mondiale valutastelsel komt men dicht bij de oorspronkelijke ideeën van Keynes voor het IMF als centrale bank van de wereld. Meer algemeen biedt de visie, met name die van Keynes, die na de Grote Depressie en tweede wereldoorlog aanleiding vormde voor de oprichting van het IMF een goede inspiratiebron voor vergezichten over de rol van het IMF.
- 51 Bakker, 2009a; Reuters, 2009.

Bibliografie

- Babb, S. (2003) 'The IMF in sociological perspective: a tale of organizational slippage', *Studies in Comparative International Development*, vol. 38(2), p. 3-27
- Babb, S. (2005) 'The social consequences of structural adjustment: recent evidence and current debates', *Annual Review of Sociology*, vol. 31, p. 199-222
- Bakker, A. (1996) *International financial institutions*, Open University of the Netherlands
- Bakker, A. & P. Warjiyo (2008) 'The IMF as a global financial anchor', *Japan Times*, 18 februari 2008
- Bakker, A. (2008) 'The IMF's moment', *The Guardian*, 7 november 2008
- Bakker, A. (2009a) 'A New IMF', *project syndicate*, april 2009
- Bakker, A. (2009b) 'Rol IMF versterkt', *Financieele Dagblad*, 8 april 2009
- Bernanke, B. (2005) *The global saving glut and the US current account deficit*, Sandridge lecture, Virginia, 10 maart 2005
- Bini-Smaghi, L. (2006) *IMF Governance and the Political Economy of a Consolidated European Seat*, in Truman, ea., *Reforming the IMF for the 21st Century*, Special Report 19 Peterson Institute for International Economics
- Bini-Smaghi, L. (2008) *The financial crisis and global imbalances – two sides of the same coin*, speech at the Asia Europe Economic Forum conference, Beijing, 9 december 2008
- Bloomberg (2009) 'China Reiterates Call for New World Reserve Currency', 26 juni 2009 Boughton, J.(2009) 'A new Bretton Woods', *Finance and Development*, maart 2009
- Boughton, J.(2002) 'Why White, not Keynes – Inventing the postwar international monetary system', *IMF Working Paper* 02/52
- Boughton, J.M. (2009) 'A new Bretton Woods?' *Finance and Development*, vol. 46 (1), p 44-46
- Committee on IMF Governance Reform (2009) *Final report* [Manuel rapport]

- Decressin, J., Faruquee, H. & W. Fonteyne (2007) *Integrating Europe's Financial Markets*, IMF
- Economist* (2009) 'The state of economics', 18 juli 2009
- Financial Times* (2008a) 'IMF head in shock fiscal appeal', 28 januari 2008
- Financial Times* (2008b) 'IMF forecasts offer more pessimistic view than consensus', 10 april 2008
- Financial Times* (2009a) 'The IMF rejects criticism over global turmoil', 10 april 2008
- Financial Times* (2009b), 'Red-faced IMF fixes east Europe error', 7 mei 2009
- G20 (2008) *Declaration of the Summit on financial markets and the world economy*, 15 november 2008
- G20 (2009), *Final Communiqué London summit*, 2 april 2009
- IMF (2000) *Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF*, note by IMF staff, juni 2000
- IMF (2007a) *The Multilateral Consultation on Global Imbalances*, note by IMF staff, april 2007
- IMF (2007b) *World Economic Outlook*, april 2007
- IMF (2008) *Global Financial Stability Report*, april 2008
- IMF (2009a) *Initial lessons of the crisis*, februari 2009
- IMF (2009b) *Global Financial Stability Report*, april 2009
- IMF (2009c) *Global economic prospects and principles for policy exit*, november 2009
- Kawai, M. & M. Pomerleano (2009) 'International financial stability architecture for the 21st century', *Financial Times*, 1 augustus 2009
- Kremers, J. & W. Schilperoord (2007) 'Het IMF in de steigers', *ESB*, 27 juli 2007
- Lambrechts, E. (2009) 'Rol van het IMF vergroot', *ESB*, 29 mei 2009
- New York Times*, 'Decoupling: Theory vs. reality', 7 februari 2008
- Nouriel Roubini's Global EconoMonitor*, 'The thinkers who predicted early on many aspects of this financial crisis', 1 mei 2009 (www.rgemonitor.com)
- Pesek, W. (2008), 'Is IMF 'pathetic' or just awaiting next crisis?' in: Feenstra, R.C. & A.M. Taylor, *International Macroeconomics*, Worth publishers, p. 545
- Reuters* (2009), 'Regional FX to play a bigger role', 29 juni 2009
- Stiglitz, J. (2003) 'Challenging the Washington consensus', *The Brown Journal of World Affairs*, Winter/Spring 2003
- Van Dijkhuizen, A. & R. Cano Blazquez (2009) 'Financiële crisis versterkt rol IMF en FSB' *DNB Magazine*, nr. 3
- Underhill, G.R.D., Blom, J. & D. Mügge (2010) 'The challenges and prospects of global financial integration', in: Underhill, G.R.D., Blom, J. &

- D. Mügge (red), *Global integration thirty years on, from reform to crisis*, Cambridge University Press
- Volkskrant* (2008) 'Hypotheekcrisis was roofpartij', 27 september 2008
- Weisbrot, M. (2005), 'the IMF has lost its influence', *International Herald Tribune*, 23 september 2005
- Williamson, J. (2004) 'A Short History of the Washington Consensus', paper voor de conferentie "From the Washington Consensus towards a new Global Governance," Barcelona, 24-25 september 2004

8 Een 'schitterend' ongeluk; verhalen van de crisis¹

Ewald Engelen

Introductie

Onenigheid heerst er vooralsnog onder commentatoren en academici over de oorzaken, de gevolgen en het verloop van de mondiale financiële crisis die de wereld in september 2008 naar de rand van de economische afgrond bracht. Zelfs over het begin bestaat onenigheid. Sommigen leggen de begindatum bij de val van Lehman Brothers op 15 september 2008, anderen laten de crisis beginnen met de kapitaalinjecties door Bear Stearns aan twee gelieerde hedgefondsen eind juni 2007,² en weer anderen wijzen het voorspel van dalende huizenprijzen in Californië en het faillissement van hypotheekverstrekker New Century begin april 2007 als het eigenlijke begin van de crisis aan.³ De pogingen om de crisis te duiden hebben dan ook veel weg van de spreekwoordelijke olifant en de blinde man: consensus en duidelijkheid over onderdelen, onenigheid en verwarring over het grotere geheel.

Dat er een kakofonie aan meningen en opvattingen over de crisis bestaat is niet vreemd. Tenslotte heeft ook de 'Great Crash' van 1929 hele generaties economen en historici beziggehouden. Daar komt bij dat crises de vervelende eigenschap hebben om de consensus *ex ante* radicaal om zeep te helpen door de toeschouwers *ex post* inzicht te verschaffen in werelden en verbanden die *ex ante* onbekend waren. Ook deze crisis heeft een wereld van transacties, verbanden, markten en technieken blootgelegd waarvan schaal, omvang en diversiteit ook door menig insider, vastgeklonken als hij was aan het marktsegment waarin hij opereerde, niet kon worden bevroed. De voorgaande hoofdstukken in deze bundel konden daarom ieder hun eigen 'puzzelstukje' bijdragen aan de grote puzzel die de crisis nog is.

In dit hoofdstuk zal ik allereerst een aantal verschillende 'verhalen' van de crisis schetsen, en plaats ik de opkomende literatuur over de crisis in dat schema. Daarna geef ik mijn eigen korte overzicht van de crisis in drie bedrijven. Aan de hand hiervan laat ik vervolgens zien aan welke 'verhalen' de verschillende bijdragen aan deze bundel impliciet of expliciet schatplichtig zijn, en schets ik aan de hand van dit overzicht welke oorzaken

van de crisis in deze bundel dus benoemd en besproken worden. Hoewel de bijdragen verschillende oorzaken voor de crisis aanwijzen, deelt het merendeel een rationalistisch perspectief. Dat blijkt zowel uit de analyses als uit de hervormingsvoorstellen die daar uit volgen. Uiteindelijk is volgens het merendeel van de auteurs de crisis het gevolg van individuele intenties en volstaat politiek voluntarisme om herhaling te voorkomen, zoals in de inleiding tot deze bundel onder het kopje *agency* ook uitdrukkelijk wordt erkend. Ik sluit mijn bijdrage af met kanttekeningen bij dit perspectief. Zoals de titel van mijn bijdrage aangeeft is de crisis in mijn ogen eerder een tragisch ongeval dat ‘schitterend’ is in zijn complexiteit dan een *whodunit*.

Verhalen van de crisis

Hoewel financiële crises inherent aan het kapitalisme en dus allesbehalve nieuw en ook allesbehalve zeldzaam zijn, zoals het recente overzicht van de prominente economische historici Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff duidelijk heeft gemaakt,⁴ was de meest recente crisis door schaal, bereik en instant berichtgeving in de media wel degelijk uniek. Niet alleen geografisch, maar ook functioneel bleek de techniek van het herverpakken van ondoorzichtige leningen in transparante obligaties alles met alles te hebben verbonden – als een afgerold rolletje plakband in een naaidoos. Dalende huizenprijzen in Florida leidden tot afwaarderingen op pakketten gesecuritiseerde hypotheekleningen die in de beleggingsportefeuille zaten van lokale fondsen in Noorwegen waardoor investeringen in onderwijs moesten worden geschrapt.⁵

Bovendien fungeerde de blogosphere van het internet als wereldomspannende klankkast die ieder halfbakken gerucht uitvergrootte tot nieuwe waarheid in een onzekere wereld. Dit bracht de geruchtenstroom echter niet tot stilstand maar voedde hem juist. De zelf-referentialiteit van het hedendaagse mediabedrijf heeft de schichtigheid van financiële markten verscherpt en het belang van presentatie, woordkeuze en timing voor de effectiviteit van verbale interventies door bankiers, analisten, bestuurders en politici alleen maar vergroot. De werkelijkheid transformerende kracht van de *‘self-fulfilling prophecy’* die in de tijd van Robert Merton het geboorterecht leek van de centrale bankier die een wedloop op de bank veroorzaakt, is in de 21^{ste} eeuw gedemocratiseerd.⁶ Zowel de journalist, de blogger en de academicus als de bankier, de handelaar en de roddelaar moet tegenwoordig zijn woorden op goudschalen wegen.⁷ En uiteraard creëerde dit ook mogelijkheden voor marktmanipulatie door geruchtenverspreidende *shortsellers*

(lees: hedgefondsen) die zodoende hun gok op dalende koersen wisten te verzilveren.⁸

De crisis van 2007 grossiert in tragikomische verhalen die uiteindelijk niets anders onthullen dan de geografische en functionele terugkoppelingsmechanismen die zich, onzichtbaar voor vrijwel iedereen, in de complexiteit van de productieketens in hedendaagse financiële markten bleken op te houden.⁹ Alles en iedereen is, direct dan wel indirect, voor zijn of haar financiële lot afhankelijk geworden van 'Wall Street' en 'The City', of ze dat nu weten of niet en of ze dat nu willen of niet. De post-Keynesiaanse econome Joan Robinson kon in de jaren vijftig van de vorige eeuw nog schrijven: *'The only thing worse than being exploited by capitalism is not being exploited by capitalism.'* De crisis heeft gedemonstreerd dat het in de 21^{ste} eeuw onmogelijk is geworden om part noch deel te hebben aan het financiële kapitalisme. Anno 2010 is er domweg geen 'buiten' meer.

Maar het zijn niet alleen schaal, omvang, complexiteit en snelheid die de oorzaak zijn van de kakofonie aan duidingen. Ook dieperliggende ideologische en ontologische verschillen zijn daar schuldig aan, of zoals Velthuis & Noordegraaf-Eelens het noemen: er is sprake van een felle strijd om herstel van de symbolische orde.¹⁰ Kortom, het gaat bij botsende interpretaties niet louter om een academisch gezelschapsspel maar om verschillen in definitie-macht die bepalend zijn voor de toekomst van banken en financiële markten. Analyse, diagnose, schuld en boete vloeien immers naadloos uit elkaar voort.

Grofweg kunnen zes typen verhalen over de crisis worden onderscheiden (zie tabel 8.1 beneden voor schematische weergave).¹¹ De eerste twee zijn gebaseerd op het klassieke onderscheid tussen staat en markt (een onderscheid dat in deze bundel terecht geproblematiseerd is). In kringen van toezichthouders klinkt het geluid dat de crisis vooral te wijten is aan te weinig (adequate) regulering en doorgeschoten (neo)liberalisering; de teugels zijn te los geworden. Ook in links- en rechts-populistische hoek kunnen deze geluiden worden vernomen (van de SP tot aan Sarkozy en Merkel). Hoewel men erkent dat markten in het algemeen een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de efficiënte allocatie van middelen is men tevens van mening dat dit altijd staatscontrole vereist om te voorkomen dat marktactoren hun vrijheden opportunistisch misbruiken. Daarin, zo heeft de crisis geleerd, zijn de toezichthouders tekort geschoten; succes en hoge rendementen hebben geleid tot gemakzucht aan de kant van de toezichthouder en zelfoverschatting aan de kant van de bankier.

Haaks daarop staat de redenering dat de crisis haar wortels heeft in het Amerikaanse project van de *'ownership society'* dat weliswaar door Bush is ge-

entameerd maar herleid kan worden tot Clintons amendementen op de *Community Reinvestment Act*. Deze amendementen hadden tot doel om ook de Amerikaanse onderklasse te laten profiteren van de stijgingen van de huizenprijzen. Dit leidde tot sterke politieke druk om de hypotheekisen verregaand te verlagen en een bijbehorende verruiming van de mogelijkheden voor banken en hypotheekverstrekkingen om de leningen via securitisatie door te verkopen aan beleggers die in een omgeving van lage rentestanden naarstig op zoek waren naar beter renderende beleggingen. Een radicalere interpretatie van de crisis stelt dat in de VS financiële markten en politiek, of 'Wall Street' en 'Main Street', zozeer met elkaar zijn vervlochten dat het überhaupt conceptueel geen pas geeft om markt en staat van elkaar te onderscheiden. Financiering in de VS is economische politiek met andere middelen, of nog anders: financiële markten fungeren als de appendices van de Amerikaanse verzorgingsstaat.¹² Ook deze interpretatie schuift de 'schuld' in de schoenen van de staat; de Amerikaanse huizenzeepbel is immers de uitkomst van een politiek project. Voor beide varianten geldt dat de oplossing schuilt in politiek voluntarisme, alleen wijst de richting van dit voluntarisme twee haaks op elkaar staande richtingen aan: meer interventie, meer controle en striktere regulering in het laatste geval en meer deregulering, flexibilisering en privatisering in het eerste geval.

Het tweede paar verhalen verschilt van mening over de vraag of de oorzaak juist moet worden gelegd aan de aanbodkant of aan de vraagkant. Ligt de schuld primair bij de bankiers met hun ingewikkelde gestructureerde producten omdat ze daarmee willens en wetens een financiële werkelijkheid hebben gecreëerd waarin kop en staart van elkaar niet meer wisten wat ze deden? Of zijn het de beheerders van grote spaarreserves die met hun zucht naar rendement bankiers hebben gedwongen om producten te leveren die aan deze zucht konden beantwoorden? Alle duidingen die complexiteit, ondoorzichtigheid en inter-connectiviteit als hoofdoorzaak aanwijzen leggen de schuld voor de crisis uiteindelijk bij de producenten van de kredietderivaten en andere gesecuritiseerde producten die deze crisis uniek maken. Duidingen daarentegen die de nadruk leggen op macro-economische onevenwichtigheden, een 'muur van geld' en de jacht naar rendement, leggen de schuld bij de kopers van de synthetische producten en dus bij de beheerders van het mondiale spaargeld, zij het hedgefondsen, pensioenfondsen of zogenaamde *sovereign wealth* fondsen. In het eerste geval is de oplossing een terugkeer naar simpel, smal of nutsbankieren, al dan niet via het weer instellen van een Glass-Steagal-achtige muur tussen spaarbanken en investeringsbanken.¹³ In het tweede geval is de oplossing meer binnenlandse consumptie in overschotlanden (zoals China) en meer spaarzin bij tekortlanden (zoals de

Verenigde Staten), minder betalingsbalansonevenwichtigheden, een vrijere wisselkoerspolitiek, en allocatie van pensioengelden naar reële in plaats van financiële investeringen.

Het derde twistpunt betreft theoretische aannames over het menselijke gedrag en daarmee over de aard van onze werkelijkheid. Botweg gaat het dan om de vraag of mensen rationeel zijn of juist stupide en of dus de crisis primair de schuld is van hebzuchtige bankiers en handelaren of juist is veroorzaakt door een complexe kluwen van onbedoelde effecten. Zowel linkse academische critici van securitisatie als academische voorstanders ervan delen de aanname dat bankiers, fondsbeheerders, beleggers en handelaren *grosso modo* rationele actoren zijn die hun preferentie van maximale financiële beloning zo goed mogelijk willen realiseren. In de handen van de eersten mondt dat uit in een complottheorie die zegt dat de crisis uiteindelijk de schuld is van een hebzuchtige, onverantwoordelijke financiële elite die precies wist wat ze aan het doen was, namelijk het privatiseren van rendementen en het socialiseren van risico's. Financiële innovatie is niets anders dan een poging om de kredietketen verder op te rekken en het aantal transacties te vergroten. In de handen van de tweeden echter is de crisis de schuld van onvoldoende innovatie door te weinig transparantie en ontbrekende markten. Uit de eerste versie volgt het kortwieken van bankiers door lagere bonussen, effectiever toezicht en meer bescheidenheid door erocodes en tuchtrecht als oplossing. Uit de tweede minder politiek, meer informatie en meer innovatie door meer markten, meer financieel alfabetisme en meer rationaliteit.

Tegenover deze verhalen, gestoeld als ze zijn op een beeld van menselijk handelen waarin tussen willen, weten en doen geen schotten staan en handelingen dus naadloos voortvloeien uit bedoelingen, staat het verhaal van de crisis als een ingewikkelde keten van onbedoelde gevolgen. Groei, bloei en verval van de hypothecaire securitisatiemarkten is dan niet het bedoelde effect van een kleine groep perfide derivatenhandelaren, maar het onbedoelde gevolg van wanhopige pogingen van banken en andere financiële instellingen om de kapitaaleisen te drukken, de hefbomen te vergroten en de winsten te maximaliseren in een context van lage rentestanden, kritische aandeelhouders en toenemende internationale concurrentie, vooral op de bancaire *wholesale* markten. Beperkte informatie, geringe verwerkingscapaciteiten, kortzichtigheid, blunders, affecten en emoties zijn in dit perspectief belangrijker verklaringen voor de crisis dan macht, hebzucht en corruptie.

Tabel 8.1 Zes verhalen van de crisis

1. Staat	2. Markt
<i>Oorzaak:</i> politieke interventie: <i>Community Reinvestment Act, Ownership society</i>	<i>Oorzaak:</i> teveel liberalisering/deregulering
<i>Oplossing:</i> meer markt, minder staat	<i>Oplossing:</i> meer, striktere regulering
<i>Wie:</i> Taylor 2009; McDonald & Robinson 2009; Lee et al. 2009; Friedman 2009; Norberg 2009	<i>Wie:</i> Kalma 2009; Borio 2008; FSA 2009; Europese Commissie 2009; Warwick Commission 2009; Lowenstein 2010
3. Aanbodkant	4. Vraagkant
<i>Oorzaak:</i> bankiers en handelaren die te ingewikkelde producten hebben geconstrueerd	<i>Oorzaak:</i> spaaroverschotten (veroorzaakt door stijgende grondstofprijzen, vergrijzing en exportinkomsten), lage rentestanden en volatiele aandelenkoersen
<i>Oplossing:</i> hogere kapitaalreserves, simpele banken, lagere bonussen, erecoede	<i>Oplossing:</i> andere wisselkoersverhoudingen, hogere binnenlandse consumptie in overschotlanden (China, Duitsland, Japan), hogere spaarquote in tekortlanden (US, VK)
<i>Wie:</i> Heemskerk 2009; Kay 2009; Williams et al. 2009; Adviescommissie Toekomst Banken 2009; Warwick Commission 2009; Reijngoud 2009; Tett 2009	<i>Wie:</i> Gotham 2009; Clark 2000; Toporowksi 1999; Blackburn 2006; Wolf 2008; Münchau 2009
5. Rationaliteit	6. Domheid
<i>Oorzaak I:</i> een hebzuchtige financiële elite <i>Oorzaak II:</i> te weinig informatie, te weinig transparantie, te weinig innovatie	<i>Oorzaak:</i> keten van onbedoelde effecten die zelf een onbedoeld effect is
<i>Oplossing I:</i> politiek voluntarisme, afscheid van het neoliberalisme <i>Oplossing II:</i> meer markt, meer financiële innovatie	<i>Oplossing:</i> bescheidenheid, beschermen van de kwetsbaren, complexere modellen van menselijk gedrag (gedragseconomie, pragmatisme)
<i>Wie:</i> Adviescommissie Toekomst Banken 2009; Shiller 2008; Akerlof & Shiller 2009	<i>Wie:</i> Engelen et al. 2010; Williams et al. 2009; Velthuis & Noordegraaf-Eelens 2009; Tett 2009; Kay 2009; Friedman 2009; Sorkin 2009; Cassidy 2009; McDonald & Robinson 2009; Cohan 2009; Kelly 2009

De crisis in drie bedrijven

Eerste bedrijf: hoe ninja's de Amerikaanse securitisatiemarkt hebben verziekt

Hoewel er nog veel onenigheid bestaat over schuld en boete, zijn de experts het erover eens waar het allemaal is begonnen: in de hypotheekmarkt van de Verenigde Staten. Vanaf het midden van de jaren negentig hadden Amerikaanse banken zich in toenemende mate gestort op het maken en doorverkopen van hypotheekpakketten aan beleggers. Deze techniek werd al decennia toegepast door Freddie Mac and Fannie Mae, quasi-publieke hypotheekopkopers die nog uit de jaren dertig stamden. Freddie en Fannie waren bij wet echter gehouden aan het opkopen van hypotheeken die waren verstrekt aan mensen met een vast arbeidscontract, een degelijk arbeidsverleden en een goede betalingsmoraal; de zogenaamde 'conforming'-hypotheeken.¹⁴ Mensen met een smetje konden van oudsher met een beetje geluk terecht bij *thrifts*, lokale kredietcircuits die met wettelijke schotten van andere kapitaalstromen waren gescheiden. Onder druk van de *thrift*-industrie zelf waren deze schotten begin jaren zeventig echter grotendeels verwijderd. Als gevolg daarvan waren *thrifts* afhankelijk geworden van goedkope en kortlopende kredieten uit de interbancaire kapitaalmarkt. Toen na de oliecrisis van 1979 en de scherp stijgende inflatie die dat teweegbracht de rentestanden op de interbancaire markt plotseling stegen, kwamen veel *thrifts* in grote financiële moeilijkheden: de zogenaamde Savings & Loans-crisis. Uiteindelijk zijn in de jaren tachtig meer dan 740 *thrifts* over de kop gegaan en heeft de Amerikaanse overheid ruim 153 miljard dollar moeten bijleggen.¹⁵

In het gat dat hierdoor ontstond zijn in de jaren tachtig de commerciële banken gesprongen. Minder lokaal geworteld dan de *thrifts* die zij vervingen, misten zij de verwevenheid met de lokale samenleving om goed de risico's te kunnen inschatten van hypotheeknemers. Dat mondde uit in een terughoudender verstrekingsbeleid dan de *thrifts* gewoonlijk hanteerden. Klachten daarover bereikten vanaf het einde van de jaren tachtig steeds vaker Washington. Met name de sterk racistische ondertoon van de hypotheekverstrekking werd als problematisch gezien. Toen Clinton in 1993 Bush Sr. opvolgde, stelde hij Roberta Achtenberg als adjunct-directeur van het Departement van Volkshuisvesting en Stedelijke Ontwikkeling aan, met als uitdrukkelijke opdracht om ervoor te zorgen dat zwarten en latino's – die zijn oververtegenwoordigd in de *subprime* (wat wil zeggen: minder betrouwbare afnemers dan 'prime' hypotheeknemers) categorieën – betere toegang zouden moeten krijgen tot de waardeinstijgingen van onroerend goed, al was het

maar om de stijgende inkomens- en vermogensongelijkheden te mitigeren. Onder de wijzigingen van de *Community Reinvestment Act* van 1995 werden commerciële banken ertoe verplicht om een zeker percentage van hun hypotheek te verstrekken aan deze groepen, ofwel door dat zelf te doen ofwel door verpakte *subprime* hypotheekproducten te kopen. Zo kwam bijvoorbeeld ING Direct in bezit van grote pakketten Amerikaanse 'Alt-A' hypotheek.¹⁶ Nadat George Bush in 2001 aan de macht was gekomen werd dat door de republikeinen voortgezet via het narratief van de *ownership society*. Iedere Amerikaan zou via bezit deelgenoot moeten worden van het wel en wee van de Amerikaanse economie onder het motto: '... if you own something, you have a vital stake in the future of our country. The more ownership there is in America, the more vitality there is in America, and the more people have a vital stake in the future of this country.'¹⁷ Uitbreiding van het eigen huizenbezit hoorde daar uitdrukkelijk bij.

In de VS gebeurt zo iets echter nimmer om niet. De aangescherpte kapitaal-eisen die tegelijkertijd internationaal onder de vlag van de Bazel-akkoorden waren vastgesteld, zoals beschreven in de hoofdstukken van Mügge en Blom, dreigden te botsen met het politieke programma van eerst Clinton en later Bush. Voor hypotheek zonder staatsgarantie, en dat waren de *subprime* hypotheek, moesten onder het nieuwe Bazel-regime meer kapitaal-reserves worden aangehouden dan voor minder risicovolle leningen. In een context van scherpere internationale concurrentie en ademloze aandeelhouders die, zoals Horn en Vliegenthart in hun bijdrage beschrijven, wereldwijd steeds meer te zeggen hadden gekregen en dus ook steeds scherpere rendementseisen aan banken stelden, betekende dit een groot concurrentienadeel voor Amerikaanse banken. Zij zouden immers meer kapitaal moeten aanhouden dan hun Europese en Aziatische collega's en dus lagere rendementen boeken.

De politieke oplossing van dit probleem werd gevonden in regelgeving die private vormen van hypothecaire securitisatie toestond. En daarmee is de wortel van de Amerikaanse hypotheekencrisis wel degelijk gelegen in het politieke project van de *ownership society* en heeft dus alles te maken met die typisch Amerikaanse vervechting van staat en (financiële) markt die financiële markten tot het functionele equivalent van de West-Europese verzorgingsstaat maakt. Wat de Europeaan in ruil voor zijn belastinggeld van de staat krijgt – huisvesting, scholing, inkomenszekerheid – krijgt de Amerikaan in ruil voor rentebetalingen van de financiële markten: hypotheek, studieleningen, credit card-tegoeden.¹⁸

Commerciële hypotheekverstrekkers mochten hun hypotheek aan investeringsbanken doorverkopen, de zakenbanken mochten deze vervolgens on-

derbrengen bij aparte juridische entiteiten (Special Purpose Vehicles (SPV's) of Special Investment Vehicles (SIV's)) zodat de leningen niet in de boeken kwamen. Deze entiteiten 'kochten' de ingenieus verpakte hypotheekpakketten van de investeringsbanken door stromen van verschillend gewaardeerde obligaties (van AAA tot BBB of lager) uit te geven die vervolgens door de verkopers van diezelfde zakenbanken aan de eigen cliëntèle werden verkocht; eerst aan Amerikaanse pensioenfondsen en beleggingsfondsen, later aan Europese banken en fondsen.¹⁹

Het ingenieuze van dit traject zat hem in de wijze van verpakken: door pakketten te construeren van verschillende hypotheeken, afkomstig uit verschillende delen van de VS, uitgeschreven aan huishoudens met verschillende risicoprofielen, konden de banken hoge kwaliteitskeurmerken (AAA) van bekende *rating agencies* als Standard & Poor's en Moody's krijgen voor de obligaties die de SPV's uitschreven. Om dit te doen werd door de banken intensief samengewerkt met de keurmeesters van Moody's en Standard & Poor's, een proces dat door MacKenzie wordt aangeduid als 'co-productie'.²⁰ De *rating agencies* kregen daar forse vergoedingen voor. In 1999 verdiende Moody's bijvoorbeeld 172 miljoen dollar aan het beoordelen van verpakte hypotheeken. In 2007 was dat verachtvoudigd tot ruim 900 miljoen dollar, bijna 40 procent van de totale inkomsten van het bedrijf tegen minder dan 30 procent in 1999.²¹

Met het verwerven van zogenaamde *investment grade* kredietwaardigheids-oordelen wisten de banken de afzetmarkt voor gesecuritiseerde hypotheeken in één klap flink te verruimen doordat ze nu ook konden worden gekocht door (grote) pensioenfondsen die wettelijk alleen obligaties met de hoogste keurmerken mochten kopen. En zoals Fernandez in zijn bijdrage schrijft: de beheerders van de pensioenvermogens waren in een context van lage rentestanden, volatiele aandelenkoersen (als gevolg van het uiteenspatten van de ICT-zeepbel in 2000) en vergrijzing (de Amerikaanse bedrijfspensioenfondsen waren gesloten voor migranten en nieuwe generaties) naarstig op zoek naar nieuwe bronnen van stabiel rendement.

De (hoge) ratings hadden echter als onbedoeld neveneffect dat geen van de kopers een motief had om de kwaliteit van de onderliggende hypotheeken eens goed tegen het licht te houden. Als Moody's of Standard & Poor's zijn handtekening had gezet was alles goed. En omdat het om tienduizenden hypothecaire producten ging, was het ook verdomd gemakkelijk dat er alleen maar op de rating hoefde te worden gelet. Als gevolg daarvan was niemand voorbereid op wat zich eind 2006 aftekende, namelijk een vicieuze cirkel van een dramatische daling van de huizenprijzen, groei van de betalingsachterstanden, en stijging van het aantal uitzettingen (vrijwillig of niet). In Flo-

rida en Californië stopt op dat moment her en der de nieuwbouw en neemt het aantal huishoudens met betalingsachterstanden toe. De reden dat dit in 2006 gebeurt en niet eerder of later heeft alles te maken met de vormgeving van de hypothecaire leningen. Vanaf pakweg 2000 werd door Amerikaanse hypotheekverstrekkers agressief geworven onder bevolkingsgroepen die voorheen geen toegang hadden tot de kapitaalmarkt, de zogenaamde NINJA's (*No Income, No Jobs, No Assets*). Om deze groepen binnen boord te halen kenden de laatste jaargangen van deze hypotheeken zogenaamde *teaser rates*, lage of afwezige rentetarieven gedurende de eerste een tot twee jaar die daarna scherp werden verhoogd. Op deze manier konden mindervermogenen de waardestijging van hun onderpand gedurende de eerste twee jaar als aanbetaling gebruiken om hun tophypotheek tot normale proporties terug te brengen.²²

In 2006 kregen daardoor vrijwel gelijktijdig grote aantallen huishoudens in met name Florida en Californië te maken met zeer veel hogere rentestanden. Omdat in sommige Amerikaanse staten, waaronder Florida en Californië, hypotheeken verbonden zijn aan het onderpand en niet aan bewoners konden hypotheeknemers hun huis makkelijk in de steek laten en de bank met de restschuld laten zitten. Het effect was een plotselinge en scherpe stijging van het aantal beschikbare woningen waardoor de huizenprijzen in die locaties daalden. Dat had op zijn beurt een olievlekwerking waardoor in steeds meer regio's de huizenprijzen daalden en voor steeds meer huishoudens de waarde van het pand in vergelijking met de hoogte van de schuld negatief werd en het dus steeds vaker lonend werd om, letterlijk, de huissleutel terug te sturen naar de hypotheekverstrekker en er zelf vandoor te gaan.²³

In oktober 2006 daalde voor het eerst de hypothecaire securitisatie-index (de ABX) en meldde voor het eerst een projectontwikkelaar annex hypotheekverstrekker, Beazer Homes, grote financiële problemen.²⁴ Ook eind 2006 hapte voor het eerst de securitisatiemachine: banken konden plotseling geen Amerikaanse kopers meer vinden voor hun gesecuritiseerde hypotheeken, en werden daardoor gedwongen om deze leningen langer in de eigen boeken te houden. Van lieverlee wendden de banken zich meer en meer tot buitenlandse afnemers (Duitse, IJslandse, Britse, Nederlandse en Japanse banken) waar het slechte nieuws over de Amerikaanse huizenmarkt nog niet in volle omvang was doorgedrongen en waar al net zo zeer gehunkerd werd naar bovengemiddelde rendementen.²⁵ Overigens een fraai staaltje van de geografische plooiingen van het informatielandschap, zelfs in een tijdperk van elektronische verflechting en instant nieuwsgaring.

Tweede bedrijf: hoe met Lehman de wereld bijna ten onder gaat

Dat de nakende hypotheekcrisis niet beperkt zou blijven tot de VS maar in razend tempo aanpalende financiële markten zou besmetten en dus ook buiten de VS slachtoffers zou maken, werd voor het eerst zichtbaar op maandag 30 juli 2007. IKB, een kleine lokale Duitse staatsbank, kondigde aan dat het zware verliezen had geleden op Amerikaanse hypotheekproducten. Een week later besluit de Franse bank BNP Paribas om een halt toe te roepen aan de kapitaalvlucht uit drie gelieerde geldmarkt fondsen. Vanaf augustus 2007 raakten beleggers er wereldwijd van doordrongen dat wat eens was gekocht als veilig, zeker en winstgevend door de Amerikaanse huizen crisis wel eens waardeloos en zeer risicovol zou kunnen zijn geworden. Toen dit besef breed begon te dagen, volgde een periode van diepe onzekerheid waarin vertwijfeld werd gehoopt op een spoedige vondst van de bodem van de markt en wanhopig werd gezocht naar de omvang van de besmetting: hoeveel zouden de hypotheekproducten straks nog waard zijn (80 cent in de dollar, 50 cent of maar 25?) en wie zat ermee in zijn maag (alleen de Amerikaanse zakenbanken, ook de hedgefondsen of iedereen)? Die twee onzekerheden, steeds opnieuw gevoed door mededelingen over afschrijvingen en reserveringen bij banken waar ook ter wereld als gevolg van neerwaarts bijgestelde ratings (van AAA naar BB+ en lager), bijstortingsverplichtingen (*margin calls*), verkoopgolven en nieuwe boekhoudregels die eind 2007 van kracht waren geworden en banken dwongen bezittingen naar marktwaarde in te boeken (*mark-to-market*) nadat verkopen waardedalingen zichtbaar hadden gemaakt (een *mark* hadden gegeneerd),²⁶ maakten beleggers extreem schichtig en creëerden een klimaat van argwaan en achterdocht waarin het wachten was op het eerste grote faillissement.

Dat kwam in Groot-Brittannië op 14 september 2007 met de depressiebeelden van lange rijen rekeninghouders voor de kantoren van Northern Rock, Englands grootste hypotheekverstrekker, die als gevolg van het opdrogen van de interbancaire markten door het groeiende wantrouwen niet meer aan zijn verplichtingen kon voldoen. In de VS kwam dat op 24 maart 2008. Hoewel verkocht als overname was de uitverkoop van Bear Stearns, een van de vijf grote Amerikaanse zakenbanken, in feite een faillissement. Geveld door (i) een onoordeelkundig bestuur (een CEO die een pokertoernooi belangrijker vond dan het voortbestaan van zijn bedrijf), (ii) wraakzuchtige collega-banken (in 1997 weigerde Bear Stearns als enige zakenbank mee te betalen aan de redding van hedgefonds LTCM),²⁷ (iii) een omvangrijke hypotheekportefeuille, (iv) een niet te stelpen geruchtenstroom, (v) sceptische en schichtige analisten en journalisten die argwanend reageerden op domme

publieke ontkenningen van nakende ellende en (vi) een toezichthouder die zich geen raad weet met het 'moral hazard'- probleem (Wel redden, niet redden? Wel toegang geven tot depositobescherming of niet?), is Bear Stearns op dat moment het meest prominente slachtoffer van de crisis en een zoenoffer dat de markten even lijkt te stabiliseren.²⁸

Maar schijn bedriegt. Nog geen zes maanden later steekt de geruchtenstorm opnieuw de kop op. Nu spitsen de geruchten zich niet toe op een bank, maar op de hele mondiale bankensector. Niemand vertrouwt nog iets of iemand waardoor de interbancaire geldmarkten volledig opdrogen. Het verschil tussen de basisrente en de interbancaire rente (LIBOR)²⁹ die normaal 10 tot 50 basispunten bedraagt, loopt op tot boven de 300. Banken waarvan wordt vermoed dat ze grote hypotheekpakketten in portefeuille hebben, een grote hefboom (dat wil zeggen veel schulden ten opzichte van het eigen vermogen), grote schuldenlasten, die veel overnames hebben gedaan, of die zwakke besturen hebben, komen de een na de ander onder vuur van achterdochtige relaties, paniekerige beleggers en bange cliënten te liggen.³⁰ De prijs van verzekeringen tegen hun faillissement, de *Credit Default Swaps* (CDS) uit het hoofdstuk van Jeuken en Coppes, schiet omhoog.

In een periode van twee weken verandert het aanzien van de internationale bankenmarkt volledig. Op 14 september 2008 laat Merrill Lynch zich door Bank of America overnemen voor een bedrag van 50 miljard dollar. Op 16 september maakt de Britse commerciële bank HBOS bekend geen toekomst meer te zien in een zelfstandig bestaan, en na een staatsinjectie van 11,5 miljard pond fuseert HBOS een dag later met Lloyds TSB. Op 22 september maken Goldman Sachs en Morgan Stanley, de laatste twee zelfstandig overgebleven Amerikaanse investeringsbanken, bekend hun status aparte op te geven en zich om te vormen tot gewone commerciële banken die net als andere banken onder controle staan van de Federal Reserve. 25 september tekent Washington Mutual, een van de grootste Amerikaanse commerciële banken, faillissement aan. De Amerikaanse overheid koopt de bank en arrangeert prompt een gedwongen huwelijk met JPMorgan. 28 september nationaliseren de Nederlandse en Belgische overheden het Fortis-concern dat ten onder was gegaan aan hoogmoed, de overname van ABN Amro, een navenante schuldenlast, een niet te stuiten geruchtenstroom, en incompetent mediamanagement. Een dag later krijgt in Duitsland Hypo Real Estate een door de overheid afgedwongen reddingslijn van 35 miljard euro toegeworpen door collega-banken, neemt de Britse staat hypotheekbank Bradford & Bingley over, arrangeert de Amerikaanse overheid de overname van Wachovia door Citigroup en nationaliseert de IJslandse overheid voor 864 miljoen dollar de IJslandse spaarbank Glitner die als gevolg van het opdrogen van de kortetermijngeldmarkt

niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen. Weer een dag later ontvangt de Frans-Belgische bank Dexia een kapitaalinjectie van de Belgische, Franse en Luxemburgse overheden van 6,4 miljard euro. Op 7 oktober nationaliseert IJsland Landsbanki en een dag later Kaupthing. En op 19 oktober ontvangt retailbank ING een kapitaalinjectie van de Nederlandse overheid van 10 miljard euro nadat de raad van bestuur er niet in is geslaagd aandeelhouders te overtuigen van de solvabiliteit van het concern.³¹

Aan de wieg van de monetaire 'drooglegging' (in goed Engels: *credit crunch*) die deze nimmer vertoonde cascade van faillissementen, nationalisaties, kapitaalinjecties en afgedwongen huwelijken veroorzaakte, stond het faillissement op 15 september van Lehman Brothers, een van de vier overgebleven (na de val van Bear Stearns) 'bulge bracket' zakenbanken.³² Hoewel de officiële geschiedenis van dit allesbepalende faillissement op zich laat wachten, zijn ten minste twee goede reconstructies van direct betrokkenen beschikbaar.³³ Daaruit blijkt dat de ondergang van Lehman alles te maken heeft met een zucht naar rendement die werd gedreven door felle concurrentie, lage rente, goedkoop geld en de vrees om bonussen mis te lopen en door analisten en aandeelhouders met achterblijvende winstcijfers om de oren te worden geslagen: Lehman Brothers wakte net als ABN Amro in Nederland de indruk wanhopig het laatste druppeltje rendement uit zijn kapitaal te willen persen, ongeacht de risico's die daarmee werden aangegaan. In korte tijd bouwde Lehman een indrukwekkende hypotheekportefeuille op en kocht zich via de overname van enkele grote hypotheekspelers ongehinderde toegang tot verse hypotheekcontracten. Op het toppunt van de markt, in 2006, was Lehman de grootste speler in de *subprime* hypotheekmarkt, met meer dan 50 miljard dollar aan gesecuritiseerde hypotheek op een totaal van ruim 200 miljard dollar. Nummer twee was RBS Greenwich Capital, eigendom van de Royal Bank of Scotland (jawel, de leider van het consortium dat zich in 2007 zou verslikken in de overname van ABN Amro), gevolgd door Morgan Stanley, Merrill Lynch en Countrywide Securities op plaats drie, vier en vijf.³⁴

Lawrence McDonald, hoofd-auteur van het bovengenoemde boek, en in 2006 'vice-president of distressed debt' van Lehman Brothers, verhaalt vol woede hoe waarschuwingen over de risico's die Lehman Brothers liep met het opbouwen van een positie in de markt van hypothecaire securitisaties die op het punt stond om radicaal te kantelen door de leiding bewust in de wind werden geslagen. Hoe winstgevender de afdeling hoe groter de prikkel om het volume te vergroten en hoe meer bestuurders de afdeling tegen piskijkers en azijnzeikers (lees: *risk management officials*) in bescherming namen; een fraaie beschrijving van de psychologische mechanismen die ten grondslag liggen aan

Chuck Prince's fameuze uitspraak '... as long as the Music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing'.³⁵

Maar behalve dat Lehman een uitpuilend magazijn aan besmette securitisaties bezat, was de bank ook een van de meest actieve partijen op de markt voor verzekeringen tegen kredietrisico's, de eerder genoemde *Credit Default Swaps* (verzekeringen tegen het risico dat een krediet niet, niet op tijd, of tegen andere voorwaarden wordt terugbetaald). Lehman fungeerde zowel als schrijver en als koper van dit soort verzekeringscontracten en deed dat op grote schaal. Hoewel verzekeringen tegen kredietrisico's zo oud zijn als het kapitalisme, nam de CDS-markt pas echt een vlucht nadat de '*Commodity Futures Modernization Act*' het in 2000 mogelijk had gemaakt dat iedereen, ook instellingen die geen kredieten hadden uitstaan bij bedrijf A, B of C, een verzekering kon nemen bij een centrale tegenpartij tegen een eventueel kredietmoment; een zogenaamde *naked CDS*.³⁶ AIG, de grootste verzekeraar ter wereld die in hetzelfde weekend als Lehman na een verlaging van zijn rating ten onder dreigde te gaan en op 16 september 2007 door de Amerikaanse overheid werd gered met een injectie van 85 miljard dollar, was zo'n centrale tegenpartij.³⁷

Na 2000 diende het leeuwendeel van de uitgeschreven verzekeringen niet om kredietrisico's af te dekken maar om te speculeren op kredietmomenten. In feite verwerd de CDS-markt daarmee tot een groot casino waarin tegen betaling werd gegokt op faillissementen. Omdat in een context van overvloedig en goedkoop kapitaal het aantal faillissementen historisch laag was, zagen banken en andere financiële partijen er geen been in om duizenden van dit soort contracten te schrijven en te kopen; een constante inkomensstroom was daarmee gegarandeerd. In 2006 bedroeg de nominale waarde van de CDS-markt 26.000 miljard dollar, meer dan acht keer de waarde van de verzekerde kredieten, en vele daarvan waren als verzekering uitgeschreven tegen pakketten gesecuritiseerde hypotheke teneinde de felbegeerde AAA-status te verwerven die nodig was voor toegang tot de lucratieve markt van institutionele beleggers.³⁸

Lehman was maar een van de 17 Amerikaanse banken die verzekeringen schreef en kocht.³⁹ Toch bleek het vlechtwerk van garanties en verplichtingen dat al doende met deze bilaterale verzekeringscontracten was geweven en dat direct dan wel indirect van en naar Lehman Brothers liep voldoende voor een complete bevriezing van de interbancaire geldmarkten (*credit crunch*). De zaterdag nadat Lehman Brothers de Amerikaanse minister van Financiën Hank Paulson en de president van de Federal Reserve Ben Bernanke had laten weten bij aanvang van de volgende handelsdag niet meer aan de verplichtingen te kunnen voldoen, hadden Paulson, Bernanke en andere functionarissen al-

les wat in hun vermogen lag gedaan om *à la* Bear Stearns voor Lehman een huwelijk te arrangeren. Eerst met Bank of America (BofA) en daarna met het Britse Barclays. De eerste wilde alleen op voorwaarde dat de Amerikaanse overheid de rotte hypotheekleningen van Lehman met een geschatte waarde van 70 miljard dollar zou overnemen.⁴⁰ Toen die toezegging uitbleef – en McDonald is ervan overtuigd dat Paulsons afwijzende houding was ingegeven door diens aversie tegen de botte, arrogante CEO van Lehman, Dick ‘the gorilla’ Fuld⁴¹ – richtte BofA zich op een overname van Merrill Lynch, dat algemeen gezien werd als het volgende slachtoffer en waarvan de activiteiten als meer complementair aan die van BofA werden beschouwd dan die van Lehman,⁴² en liet Lehman als een baksteen vallen.

De Barclays-optie bleef tot op het laatste moment reëel. Zondag, om tien uur ‘s morgens, ging in Manhattan het gerucht dat Barclays een acceptabel bod had gedaan. Er waren nog twee obstakels. De Britse toezichthouder, de FSA, wilde alleen toestemming geven als de Amerikaanse overheid of een andere partij een deel van het risico zou dragen. Het andere was dat voor de overname instemming van de aandeelhouders nodig was. Dat kon dertig tot zestig dagen duren.⁴³ Tot die tijd zou een transactiegarantie nodig zijn van een betrouwbare partner met diepe zakken,⁴⁴ of de Britse overheid zou eenmalig deze verplichting moeten opschorten.⁴⁵ Warren Buffett weigerde, Paulson weigerde twee keer, en hoewel een consortium van Wall Street bankiers bereid was voldoende geld op tafel te leggen om de slechte leningen van Lehman over te nemen (‘Shitco’ genoemd) en de bankiers van Lehman reeds diepe zuchten van opluchting slaakten,⁴⁶ strandde de deal alsnog op de weigering van de Britse minister van Financiën Alistair Darling om af te zien van de verplichte aandeelhoudersinstemming met de nationalistisch getinte mededeling ‘*we refuse to import your cancer*’.⁴⁷ Op maandag, om twee uur ‘s morgens, tekende Lehman Brothers, de 158 jaar oude Amerikaanse zakenbank, faillissement aan.⁴⁸

Derde bedrijf: hoe de financiële crisis een economische ramp wordt

Lehmans val luidt het derde bedrijf in. Het interbancaire verkeer komt volledig stil te liggen en overheden zien zich gedwongen de kredietverstrekking-functie met onorthodoxe middelen aan de gang te krijgen. Nationalisaties, kapitaalinjecties, renteverlagingen, monetaire geldverruiming (*quantitative easing*) en later zelfs ongekende publieke investeringsimpulsen zijn nodig om de gevolgen van het scheuren van het financiële web dat Lehman Brothers mede had helpen spinnen te bestrijden. Hoewel de economische crisis waarin de financiële crisis van 2007 en 2008 zich heeft getransformeerd ook in 2010

nog in volle gang is en banken, door de terugkoppelingsmechanismen van betalingsachterstanden en faillissementen van huishoudens en bedrijven, nog lang niet uit de problemen zijn, is nu al duidelijk dat de kosten immens zullen zijn. Voorlopige ramingen van het IMF uit mei 2009 schatten de omvang van de reddingsacties voor banken in Ierland op 267 procent van het bruto nationaal product (bnp), in Groot Brittannië op 81 procent, in Zweden op 69 procent, in Nederland op 40 procent, in Oostenrijk op 35 procent, in Duitsland en Frankrijk op respectievelijk 22 en 19 procent, en in de VS op 81 procent.⁴⁹

Barry Ritholtz heeft in *Bailout Nation* de kosten van de Amerikaanse reddingsplannen, gecorrigeerd voor inflatie, vergeleken met eerdere historische staatsuitgaven, zoals die voor het Marshall Plan, de maanlandingen, de Tweede Wereldoorlog, de inval in Irak, de New Deal, etc. Zoals tabel 8.2 laat zien zijn de kosten voor de Amerikaanse staat van het redden van de banken in 2008 in absolute termen groter dan die voor elk van deze wereldhistorische uitgavenposten. In relatieve termen waren alleen de uitgaven voor de Tweede Wereldoorlog en de *New Deal* hoger. Overigens is het verschil tussen de zojuist genoemde 81 procent en de 32,65 procent die in tabel 8.2 wordt opgevoerd, te herleiden tot het niet meetellen van de geldverruiming door de Federal Reserve in de totale staatssteun voor de bancaire sector.

En dit zijn alleen nog maar de directe kosten, dat wil zeggen: kapitaalinjecties, nationalisaties, geldverruiming door centrale banken en staatsgaranties.

Tabel 8.2 Kosten crisis voor Amerikaanse overheid vergeleken met andere grote overheidsuitgaven

<i>Kostenpost</i>	<i>Kosten (mld \$)</i>	<i>Gecorrigeerd voor inflatie (mld \$)</i>	<i>Kosten als % bbp (jaar)</i>
Tweede Wereldoorlog	288	3290	129,09 (1945)
New Deal	32	500	56,47 (1933)
2008 crisispakket	4616	4616	32,65 (2008)
Koreaanse oorlog	54	454	14,23 (1953)
Oorlog in Vietnam	111	698	6,78 (1975)
Marshall Plan	12,7	115,3	5,20 (1947)
Oorlog in Irak (2 ^e)	551	597	5,03 (2003)
Maanlanding	36,4	237	3,70 (1969)
NASA	416,7	851,2	3,02 (2007)
S&L crisis	153	256	2,79 (1989)

Bron: Ritholz 2009, p. 3

De indirecte kosten bestaande uit de jaar-op-jaar gevolgen voor de staatshuishouding van de recessie in de vorm van hogere uitgaven, lagere inkomsten, hogere rente-uitgaven als gevolg van stijgende staatsschulden en de effecten van het waardeverlies van activa op het pensioenvermogen komen daar nog eens bovenop. Voor de G20 raamt het IMF de automatische kosten in de vorm van hogere uitkeringen, lagere belastinginkomsten en stijgende rente-uitgaven als gevolg van een hogere staatsschuld voor 2009 op 3,1 procent van het bnp. Daar komen de bestedingsimpulsen ter hoogte van 2 procent bnp in 2009 en 1,5 procent bnp in 2010 bij. Landen als Australië, Canada, IJsland, VS, Groot-Brittannië, Nederland en Zwitserland die grote kapitaalgedekte private en publieke pensioenfondsen kennen, worden bovendien geconfronteerd met scherp gestegen tekorten als gevolg van de gedaalde waarde van activa, met name aandelen. In Groot-Brittannië en de VS zullen deze tekorten volgens het IMF respectievelijk 22 en 31 procent van het bnp bedragen. Kortten op pensioenuitkeringen of verhogen van de premies om de financiële gezondheid van de fondsen te herstellen, resulteert in beide gevallen in afnemende binnenlandse bestedingen, lagere economische groei en dus dalende belastinginkomsten.⁵⁰ Hoewel het niet eenvoudig is daar een cijfer op te plakken heeft het IMF dat onlangs toch geprobeerd. Volgens persberichten uit begin augustus 2009 luidt de laatste raming 11,9 biljoen dollar, of ongeveer een vijfde van het jaarlijkse mondiale bnp.⁵¹ In april raamde het IMF de kosten nog op 1 biljoen dollar, een duidelijke illustratie van omvang en reikwijdte van de economische uitval veroorzaakt door het opdrogen van kredietstromen als gevolg van vertrouwensverlies sinds de val van Lehman Brothers op 15 september 2008.

En nu de financiële crisis een economische geworden is en huishoudens en ondernemingen niet meer aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen, zien banken die net weer een beetje aan het oprabbelen waren zich geconfronteerd met een nieuwe ronde afschrijvingen, wederom oplopende druk op hun kapitalisatiegraad, argwanende beleggers en in respons daarop verder verkrappende kredietverstrekking door pogingen van banken om hun kapitaalsbasis verder aan te zuiveren. Als gevolg van deze dubbele terugkoppeling houdt het IMF dan ook forse slagen om de arm met zijn projecties en geeft in plaats daarvan scenario's. In het basisscenario loopt de publieke schuld in 2014 op tot 110 procent van het bnp, in het grijze scenario tot 120 en in het zwartste scenario tot 130 procent van het bnp.⁵² Alles hangt af van het tempo van het herstel.

Ook Nederland loopt forse klappen op. Naast de reeds genoemde bedragen die de staat heeft moeten steken in de herkapitalisatie van Fortis, ABN Amro, ING, Aegon en andere instellingen, raamt het Centraal Planbureau (CPB) de gevolgen voor de Nederlandse economie op een krimp in 2009 van

vier procent. Afgemeten aan verwachtingen van voor de crisis dat de Nederlandse economie in 2009 en 2010 met vier procent op jaarbasis zou groeien, betekent dat een scenario dat bijna acht procentpunt slechter is dan eerdere scenario's. Volgens het CPB zal het groeipad van de Nederlandse economie gedurende meerdere jaren vijf tot tien procent lager liggen dan zonder de kredietcrisis het geval zou zijn geweest. Anders geformuleerd, als de economie rond 2011 weer begint aan te trekken, staat het Bruto Binnenlands Product op het niveau van 2006. Nederland is door de kredietcrisis dus circa vier jaar aan economische groei kwijtgeraakt. Dat heeft desastreuze consequenties voor de staatshuishouding. Door lagere inkomsten en hogere uitgaven is het saldo op het huishoudboekje van de staat omgeslagen van een voorzichtig overschot in een tekort van zes procent. Gevoegd bij sterk gestegen staatsschulden als gevolg van de bancaire reddingsacties tot even boven de 60-procentsgrens uit het Stabiliteits- en Groeipact, betekent dat een toekomst van jarenlang bezuinigen en beknipten op de staatsuitgaven. Voorwaar geen aantrekkelijk perspectief.⁵³

Schuld en boete of onbedoelde effecten?

Uiteraard is het wachten op de 21ste-eeuwse pendants van de monografieën van Galbraith, Friedman en Bernanke over de Grote Depressie van 1929.⁵⁴ Het definitieve historische overzichtswerk moet nog worden geschreven. Bovenstaande schets pretendeert dan ook op geen enkele wijze volledigheid of wetenschappelijk verantwoorde weging van de verschillende oorzaken. Wel heb ik de pretentie dat het de kern van het verhaal bevat, namelijk dat kleine oorzaken grote gevolgen hebben gehad doordat op meerdere niveaus (bank, staat en markt) om verschillende redenen meerdere terugkoppelingsmechanismen waren ontstaan die op hetzelfde moment gevolgen van contingente gebeurtenissen verder versterkten en daarmee de kredietverstrekking- en waardegaranderende functies van het internationale financiële stelsel onklaar hebben gemaakt. De verschillende bijdragen aan deze bundel beschrijven steeds een ander onderdeel van de complexe causale keten die is uitgemond in de crisis. Hierbij wordt niet alleen gekeken naar de acute fase, maar wordt de crisis juist ook in zijn historische context geplaatst.

Mügge probeert de belangrijke vraag te beantwoorden hoe een Amerikaanse hypotheekcrisis een mondiale financiële crisis heeft kunnen veroorzaken en vooral Europa zo hard heeft weten te raken. Zijn antwoord luidt dat dit alles te maken heeft met een politiek project op Europees niveau dat is geëntamerd door de grote Europese commerciële banken die Europese marktinte-

gratie als een kans op mondiale marktdominantie zagen. Als gevolg daarvan is de traditionele Europese bancaire diversiteit verschaald, zijn Europese banken steeds meer op Britse en Amerikaanse banken gaan lijken en hebben zij zich net als deze laatste laten verleiden tot hoge bonussen, grote hefboomen, risicovol investeringsgedrag en slordige kredietverstrekking. In het narratief van Mügge is duidelijk sprake van schuld. Het zijn de bankiers die het hebben gedaan; zij hebben ter meerdere eer en glorie van de eigen portemonnee en omvang van de eigen bank willens en wetens aangestuurd op het weg nemen van de territoriale en functionele schotten die tot voor kort het Europese bankenlandschap bepaalden. Maar ook politici treft in Mügges ogen blaam. Zij hebben zich laten gijzelen door een neoliberal vertoog van meer markt en minder staat en hebben daardoor de bankiers geen strobreed in de weg gelegd. En vanwege deze *'ideological capture'* is Mügge somber gestemd over de mogelijkheid van radicale verandering. Technisch is niets onmogelijk en zijn er vele alternatieven maar daarvoor ontbreekt stomweg de politieke wil. Mügge bekent zich hiermee tot het kamp dat de schuld legt bij te veel markt en te weinig staat en onderschrijft bovendien de rationalistische premisse dat de juiste intenties ook de juiste uitkomsten baren (zie tabel 8.1).

Ook Blom schrijft over de transnationalisering van het toezicht op banken, in dit geval de harmonisatie van kapitaaleisen door het Bazelse Comité. En ook Blom toont zich een rationalist, zij het een inconsistente of, vriendelijker, een geclausuleerde. Hij schetst met veel kennis van zaken de totstandkoming van de kapitaaleisen, laat zien dat de formulering ervan, met een sterke nadruk op zelfregulering door banken, in handen was van een kleine en gesloten financiële elite, beschrijft hoe zij onbedoeld hebben bijgedragen aan de groei van securitisatie en het gebruik van SPV's en stelt vervolgens dat dit mogelijk voorkomen had kunnen worden als de besluitvorming over het bancaire toezicht strikter aan democratische controle was onderworpen. Ook Blom meent dus dat de grondoorzaak voor de crisis te veel markt en te weinig staat is geweest. En ook Blom betoont zich uiteindelijk een rationalist die meent dat er een elite is die haar eigen belangen heeft gediend. De clausule schuilt hem er in dat Blom onbedoelde effecten toestaat; het Bazelse Comité heeft niet kunnen bevroeden dat haar kapitaaleisen tot securitisatie zou leiden. Dat impliceert echter dat wat de elite gekregen heeft (ontslag, publieke schandpaal, smeltende bonussen, gedwongen overnames, faillissementen) iets anders is dan wat ze op het oog had. En dat impliceert weer dat het met de rationaliteit van die elite wel meeviel en dat de complottheorie waar Blom op zinspeelt onhoudbaar is.

De bijdrage van Horn en Vliegthart is nog het duidelijkst gebaseerd op het staat versus markt narratief. Neoliberale ideologische verdwazing leidt in

hun verhaal tot een regime van ondernemingsbestuur dat er op zijn beurt toe heeft geleid dat beursgenoteerde ondernemingen in Nederland koopwaar zijn geworden. Het drama van ABN Amro (en, wat dat aangaat, Ahold), zo fraai beschreven door Jeroen Smit in *De Prooi* (2008), is volgens Horn en Vliegthart direct te herleiden tot de juridische wijzigingen in het Nederlandse ondernemingsbestuur ('corporate governance') die vooral de belangen van de factor kapitaal dienden en die van de factor arbeid hebben geschaad. De enige dissonant in dit kapitalistische complot zijn de uitwassen van ongebreidelde bestuurdersmacht die begin 21ste eeuw met de boekhoudfraude van Enron, Ahold en Parmalat aan het licht kwamen. Ook ontbreekt de rol van pensioenfondsen bij het afdwingen van meer zeggenschap voor aandeelhouders in het verhaal van Horn en Vliegthart. Kennelijk spreekt de kapitalistische klasse niet met één mond en liggen hun belangen niet altijd in elkaars verlengde.

Van een andere orde is de bijdrage van Fernandez. Anders dan de bijdragen van Blom en Mügge legt Fernandez namelijk het zwaartepunt aan de vraagkant van financiële markten en opent hij daarmee de deur naar een analyse waarin grote mondiale kapitaaloverschotten als hoofdoorzaak figureren voor de ademloze en uiteindelijk fragiel gebleken financiële innovaties van de afgelopen jaren. Fernandez' case-studie probeert te laten zien hoe de groei van het Nederlandse pensioenvermogen heeft geleid tot, eerst, de volwassenwording van de Nederlandse financiële markten en, daarna, tot de internationalisering van het bijbehorende vermogensbeheer. De achterliggende logica is veel minder dan bij Blom en Mügge er een van handelende actoren en meer van macro-sociologische en macro-economische dynamiek, gecombineerd met onvoorspelbare effecten van contingente keuzes en beslissingen. Ook schetst Fernandez fraai hoe pogingen van georganiseerde actoren om daar rationeel greep op te krijgen tot mislukken zijn gedoemd. Op gespannen voet met dit perspectief staat de oproep van Fernandez aan de Nederlandse politiek om een alternatief voor 'mainstream' beleggingsproducten te ontwikkelen. Hoewel de analyse dat bij ontstentenis daarvan het pensioenvermogen naar de VS is gestroomd correct is, spreekt hieruit een mijns inziens te groot vertrouwen in politiek voluntarisme.

Ook van een andere orde is de bijdrage van Jeuken en Coppes over de onderhandse derivatenmarkt. Nuchter en ter zake kundig beschrijven zij aard, omvang en functionaliteit van deze markten en stellen in hun conclusie dat de momenteel bediscussieerde voorstellen om deze markten aan banden te leggen – reikend van naar de beurs brengen, het instellen van een centrale tegenpartij tot aan het volledig verbieden van kredietderivaten – onrealistisch, onnodig en contraproductief zijn. Van alle bijdragen lijkt deze nog het meest

het verhaal van de onvermijdelijke stupiditeit aan te hangen; oftewel, de crisis als onbedoeld neveneffect.

Het buitenbeentje in deze bundel is de bijdrage van Schilperoort over de rol van het IMF tijdens de crisis. Hoewel een zeer informatief overzicht biedend van historie en taken van het IMF concludeert de auteur ook zelf dat de 'kernexpertise van het Fonds zich momenteel bevindt in de macro-economie en dat het geen zeggenschap heeft over het financiële toezicht in landen'. Sterker nog, pal voor de crisis kon veelvuldig worden gehoord dat het IMF overbodig was geworden en beter kon worden opgedoekt. Zonder overdrijving kan worden gesteld dat niet het IMF de wereld van de financiële crisis heeft gered maar dat de financiële crisis het IMF van de vergetelheid heeft gered. Het IMF heeft in de crisis dan ook geen 'centrale rol' gespeeld, zoals de auteur wensdenkend schrijft. Het is pas sinds de transformatie van de financiële crisis in een economische crisis dat het IMF zich opnieuw profileert met noodsteun aan opkomende economieën, coördinatie van beleid en het bieden van economische analyses en prognoses. Dat het IMF in de toekomst ooit de voornaamste mondiale coördinerende functies zal verwerven is echter twijfelachtig. Niet alleen omdat het wensbeeld van internationale coördinatie in een context van natiestatelijk georganiseerde politiek een droom is, ook omdat de feitelijke besluitvorming reeds lang elders ligt, namelijk bij de *Financial Stability Board* en de vele andere informele lobby- en coördinatieorganisaties die het internationale financiële veld bezetten.⁵⁵ Bovendien suggereert internationale coördinatie een almacht en een alwetendheid die gegeven de wet van de onbedoelde gevolgen en de beperkingen van menselijke rationaliteit per definitie illusoir zijn.

En dat brengt mij bij wat ik gemist heb in deze bundel. Cruciaal in het verhaal van de crisis zoals hier verteld, zijn de terugkoppelingsmechanismen tussen markt en bank, tussen banken onderling, tussen banken en fondsen, tussen markten onderling, en tussen bank en reële economie (staat, bedrijven en huishoudens). In mijn reconstructie spelen kapitaalratio's, ratings, aandelenkoersen, onderpandebepalingen (*margin calls*, *bond covenants*, *collateral requirements*), boekhoudregels (*mark-to-market*) en geruchten de hoofdrol. Afgezien van de bijdragen van Blom en Mügge komen deze mechanismen nauwelijks aan bod. Het fascinerende eraan is namelijk dat hun individuele bijdragen aan het ontstaan, verscherpen en transformeren van een lokale hypotheekcrisis in een mondiale financiële crisis en vervolgens in een al even mondiale economische crisis volledig beantwoorden aan de wet van de onbedoelde gevolgen.

Mark-to-market was bedoeld om de discretionaire ruimte van managers bij het opstellen van de jaarrekening te beperken. Uit de Enron, Parmalat

en Ahold affaires was namelijk gebleken dat deze veel te groot was en teveel ruimte bood aan creatief of ronduit frauduleus boekhouden.⁵⁶ Soortgelijke transparantie- en veiligheidsdoelen lagen ten grondslag aan de kapitaaleisen van het Bazelse Comité, de onderpandeisen en het vertrouwen van de wetgever, toezichthouders en bankiers in ratings. Tijdens de meest apocalyptische fase van de financiële crisis in september 2008 bleken deze transparantiebevorderende maatregelen gezamenlijk beursgenoteerde banken namelijk onstuitbaar in de solvabiliteitsproblemen te drukken. Afwaarderingen op rotte activa, afgedwongen door boekhoudregels (*mark-to-market*) en veroorzaakt door de haastverkoop van collega-banken waardoor er prijsvorming plaatsvond (er een 'mark' gegeneerd werd), zette de beurskoers onder druk, bracht de rating in gevaar, noopte tot emissies of verdere haastverkopen om aan de kapitaaleisen te blijven voldoen, waardoor de koers daalde en de waarde van de verkochte activa verder onder druk kwam. Dit had dan weer verstrekende gevolgen voor de kapitaalposities van collega-banken, leidde tot hogere onderpandeisen bij kredietverschaffers, mondde uit in verdere haastverkopen, en zo niet *ad infinitum* dan wel *ad fundum*; een bodem die diep en donker is gebleken. Voeg daar een licht met elkaar vervlochten gemeenschap aan toe van analisten, journalisten, academici en bloggers, die marktontwikkelingen instant van commentaar en wedercommentaar voorzagen, en een al even licht met elkaar vervlochten gemeenschap van flexibele en mobiele hedgefondsen (10.000 in 2008 met 1,4 biljoen dollar onder beheer) die als haaien jagen op kapitaal-bloedende bedrijven,⁵⁷ en je hebt een cocktail van in elkaar grijpende terugkoppelingsmechanismen die onder de juiste omstandigheden het soort 'schitterende ongelukken' genereert als die waar we nu de nasleep van beleven.

Hetzelfde geldt voor de voornaamste onderliggende oorzaken voor de crisis die momenteel worden aangevoerd: de lagerentepolitiek van Greenspan en de betalingsbalansoverschotten van China. Die lage rente was een direct gevolg van de poging van Greenspan om de verwachte conjuncturele val na het uiteenspatten van de ICT-bel in 2000 zo gering en zacht mogelijk te laten zijn. En met succes. Binnen drie jaar was de Dow Jones het hoogtepunt van dat jaar alweer gepasseerd. Greenspan kon echter niet vermoeden hoeveel pijn hij met zijn lagerentepolitiek pensioenfondsen en andere institutionele beleggers deed, hen daarmee tegen heug en meug transformerend in de voornaamste aanjagers van financiële innovatie. Ook de Chinese kapitaalstroom naar de VS is het onbedoelde gevolg van een situationeel bepaalde respons van de Chinese overheid op de Azië crisis. De lessen die de Chinese overheid daaruit trok was dat je nooit genoeg reserves aan dollars kon hebben om speculatieve kapitaalstromen te bestrijden.⁵⁸ En ook hier geldt dat de Chinese overheid

onmogelijk kon bevroeden dat het vele geld dat zij in Amerikaanse financiële producten stak in de VS een consumptieve braspertij veroorzaakte die zijn weerga niet kent.

Daar kan het verhaal over de groei van steeds complexere securitisaties in de VS aan worden toegevoegd. Zonder toenemende concurrentie tussen *thrifts* en commerciële banken geen ruimere toegang voor de eersten tot de interbancaire geldmarkt. Zonder toegang tot goedkope, kortlopende kredieten geen kwetsbaar bedrijfsmodel voor de *thrifts*. Zonder inflatie geen plotselinge rentestijgingen, en zonder oliecrisis geen inflatie. En zonder rentestijging geen faillissementsgolf en dus geen vacuüm op de Amerikaanse hypotheekmarkt waar commerciële banken vervolgens door de politiek zijn ingeduwde, met alle boven beschreven effecten van dien.

Ten slotte hangt ook het apocalyptische tweede bedrijf van de crisis aan elkaar van contingenties en politieke onmogelijkheden. Als Paulson het week-einde ervoor niet gedwongen was geweest om Freddie Mac en Fannie Mae te nationaliseren en als hem dat niet op felle verwijten van zowel Republikeinen als Democraten was komen te staan, zou hij wellicht voldoende armslag hebben gehad om ook Lehman Brothers met een 'Jamie' te redden, dat wil zeggen net als bij Bear Stearns een 'huwelijk' forceren met een beter gekapitaliseerde bank die bovendien als voertuig voor een publieke kapitaalinjectie kon dienen. In de nieuwe politieke context van na de nationalisatie van Freddie Mac en Fannie Mae was dat onmogelijk geworden. En als Groot-Brittannië andere faillissementswetten zou hebben gehad en als het Britse deel van Lehman Brothers ook na het weekend van 13 september gewoon had kunnen blijven functioneren, zouden Lehman's klanten niet op dezelfde schaal hun tegoeden bij Morgan Stanley, Goldman Sachs, JP Morgan en Deutsche Bank hebben moeten weghalen en had de schade van Lehman's faillissement binnen de perken kunnen blijven. En als ten slotte Paulson's Britse tegenhanger, Alistair Darling, de hechte verwevenheid van *the City* met het Amerikaanse financiële stelsel niet zo faliekant had onderschat zou hij Barclays wellicht wel hebben toegestaan om zonder de aandeelhouders te horen Lehman Brothers over te nemen.

Dit, meer dan hebzuchtige bankiers, domme consumenten, luie toezicht-houders, arrogante economen en populistische politici, alhoewel deze in het uiteindelijke verhaal allemaal hun plaats moeten krijgen, is volgens mij de hoofdoorzaak van de crisis. Inderdaad: een complexe kluwen van onbedoelde gevolgen die niemand had kunnen voorzien (op Nouriel Roubini na) en niemand had kunnen voorkomen (ook Greenspan niet). In de woorden van Sorkin:

*The seeds of disaster had been planted years earlier with such measures as: the deregulation of the banks in the late 1990s; the push to increase home ownership, which encouraged lax mortgage standards; historically low interest rates, which created a liquidity bubble; and the system of Wall Street compensation that rewarded short-term risk taking. They all came together to create the perfect storm.*⁵⁹

Ik onderken dat dit moreel en politiek onbevredigend is; ons brein begrijpt de wereld immers in termen van een *whodunit*: als iets fout gaat, heeft iemand dat gedaan en moet Barbertje ook hangen. Onze werkelijkheid is echter te complex om zich naar dit simpele narratief te voegen. En omdat sociale wetenschap mijns inziens tot doel heeft om complexe causaliteitsketens zo goed en zo kwaad mogelijk te ontrafelen en te reconstrueren, zijn gemakkelijke morele oordelen in een sociaalwetenschappelijke vertelling, anders dan in een politieke, journalistieke of literaire, niet op hun plaats.

Dat heeft de nodige implicaties voor de analyse van *agency*, zoals die een van de rode draden in deze bundel was. Ik ben van mening dat men zich in het vakgebied Internationale Politieke Economie (IPE) nog te vaak laat verleiden tot een narratief dat in essentie een *whodunit* is en kenmerken heeft van een slechte complottheorie. Te vaak steekt door de huid van sociaalwetenschappelijke nuance het geraamte van een te simpele klassenanalyse die uit maatschappelijke posities belangen afleest, uit belangen intenties, uit intenties daden en uit daden effecten.⁶⁰ Al deze deducties zijn stuk voor stuk sociaalwetenschappelijk onhoudbaar.

Allereerst kan worden getwijfeld aan het vermogen van actoren om hun belangen adequaat te kunnen identificeren, conceptualiseren en transformeren in bedoelingen en de handelingen die deze belangen dienen. Onze inschattingen van belangen zijn altijd situationeel van karakter,⁶¹ zijn ook altijd onderhevig aan de 'kleuringen' die sociaal psychologen de laatste jaren hebben geïdentificeerd,⁶² en zijn daarom veelvuldig in tegenspraak met de 'belangen' die vanuit een derdepersoonsperspectief zouden worden geïdentificeerd. Ten slotte leren historisch sociologische studies van de ontwikkeling van verzorgingsstaten dat maatschappelijke posities belangen onderdetermineren, wat betekent dat uit klassenposities nimmer eenduidige belangen kunnen worden afgelezen. Zoals Hacker en Pierson hebben betoogd zijn werkgeversorganisaties van cruciale betekenis geweest voor de ontwikkeling van de Amerikaanse verzorgingsstaat in de context van Roosevelt's 'New Deal' ook al staat dat vanuit een plat marxistisch perspectief haaks op hun klassenbelangen. Ook bevat hun historische reconstructie een felle kritiek op te simpele klassenanalyses; werkgevers zijn geen homogene klasse, maar representeren een gefragmen-

teerde clique van ondernemingen met verschillende, soms parallellopende, vaak conflicterende belangen.⁶³

Ook de relatie tussen daad en intentie is een zwakke. Zoals de crisis heeft gedemonstreerd staan emoties, affecten, sympathieën en antipathieën vaak een directe vertaling van bedoeling in handeling in de weg.⁶⁴ In weberiaanse termen: het merendeel van ons handelen wordt gestuurd door affect en gewoonte, instrumenteel handelen is de uitzondering. En tenslotte zijn maatschappelijke uitkomsten maar zeer ten dele toe te schrijven aan geïntendeerde handelingen. Gegeven de complexiteit van onze sociale werkelijkheid zijn observeerbare ontwikkelingen vrijwel altijd multicausaal van karakter.⁶⁵

Deze kanttekeningen bij *agency* in de Internationale Politieke Economie willen zoveel zeggen als dat vrijwel alle sociale effecten onbedoelde neveneffecten zijn. Er is dus wel sprake van *agency* (tegenover anonieme, autonome ontwikkelingen), alleen de uitkomst van die *agency* zal altijd een andere zijn dan de actoren ooit hebben bevroed. In mijn optiek is de neiging om *whodunit* verhalen te ontwikkelen een perfide erfenis van het neo-marxistische decennium waar IPE zich node van dient te ontdoen. Niet alleen omdat het, zoals ik boven heb betoogd, stomweg slechte sociale wetenschap is, maar ook omdat het uitmondt in normatieve vertellingen die zijn gebaseerd op een onberedeneerd moreel a priori dat vooral dient om de academicus vanuit de comfortabele leunstoel het aangename gevoel van morele superioriteit te schenken dat voortkomt uit een gemakkelijke bekommernis om vernederden en gekrenkten en dient om de 'goede' gelijkgezinden te scheiden van de 'foute' andersdenkenden. Wie makkelijke morele oordelen velst, heeft stomweg niet goed genoeg om zich heen gekeken. Het is hoog tijd dat maatschappijkritische politieke economen met een wat minder vooringenomen blik om zich heen blikken: speculatie is niet per definitie slecht, hedgefondsen zijn niet uit den boze, sturen op aandeelhouderswaarde is in sommige gevallen een broodnodige correctie op imperiale bestuurders, derivaten zijn nuttige verzekeringscontracten, en – *last but not least* – er is geen homogene, uniforme kapitalistische klasse die alwillend, alwetend en alkunnend, kortom almachtig is.

Niet dat hieruit volgt dat 'alles begrijpen, ook alles vergeven' is. Dick Fuld en Rijkman Groenink zou ik ook nu nog niet graag in een donker steegje tegen het lijf lopen. Noch volgt hieruit dat alles maar bij het oude moet blijven en dat we blijmoedig moeten accepteren dat kapitalisme en financiële crises nu eenmaal bij elkaar horen en dat welvaartsgroei de gedaante heeft van een paardensprong. Graag zou ik een herinrichting zien van financiële markten op basis van verschillen in expertise, verwerkingscapaciteit en kwetsbaarheid. Oftewel, eenvoudige, robuuste en staatsgegarandeerde financiële producten voor huishoudens en het midden- en kleinbedrijf naast ondergereguleerde

markten voor complexe, fragiele en ongegarandeerde producten voor iedereen die bereid en in staat is (de rijke, de slimme, de grote, de gokzuchtige) om hoge risico's te aanvaarden voor hoge rendementen. In het eerste segment geldt het principe van *Caveat Venditor* – verkoper pas op! –, in het tweede dat van *Caveat Emptor* – koper pas op!

De duivel schuilt uiteraard in de details en er zal nog veel discussie en experimenteerdrift nodig zijn om dit uit te werken. De crisis heeft echter geleerd dat complexiteit samengaat met intransparantie en kwetsbaarheid. De zoektocht naar betere financiële markten dient daarom in ieder geval te worden gestuurd door twee uitgangspunten. We moeten streven naar *simple* producten en naar een financieel stelsel dat eerst en vooral *robuust* is. Het eerste vereist meer standaardisatie en wetgeving die uniformiteit en eenheid bewerkstelligt. Het tweede vereist diversiteit, zowel in termen van bedrijfsmodellen (vooral financieel georiënteerd, economische, sociaal en/of ecologisch), eigendomsmodellen (beursgenoteerd, coöperatie, stichtingen), en beleggingscategorieën (korte termijn versus lange termijn, renteproducten, aandelen, grondstoffen, sectoren, landen, regio's). Zoals monofunctionele buurten, wijken en steden weinig aantrekkelijk zijn en zoals homogene bossen kwetsbaar zijn voor epidemieën,⁶ zo zijn uniforme bankstelsels weinig weerbaar tegen onvermijdelijke financiële schokken.

Uiteraard zal de weg naar simpele producten en robuuste markten lang en moeizaam zijn en zal het doel ons, de wet van de onbedoelde effecten indachtig, steeds weer ontvlieden. Wie dat niet onderkent – en het merendeel van de verhalen over de crisis die nu in omloop zijn doen dat niet – strooit zijn publiek zand in de ogen met een zekerheid die niet bestaat en tast zo de maatschappelijke en individuele veerkracht aan die nodig is om ook in het volgende, onvermijdelijke 'tragische ongeval' een 'schitterend ongeluk' te kunnen zien.

Noten

- 1 De titel is ontleend aan Wim Kayzers serie gesprekken met wetenschappers die de VPRO in januari 1993 uitzond.
- 2 Gasparino 2009.
- 3 Friedman 2009; McDonald & Robinson 2009.
- 4 Reinhart & Rogoff, 2009.
- 5 Aalbers, 2009.
- 6 Merton, 1957.
- 7 Zie Velthuis & Noordegraaf-Eelens, 2009.
- 8 Gasparino 2009, p. 370.

- 9 French, Leyshon & Thrift, 2009.
- 10 Velthuis & Noordegraaf -Eelens, 2009, p. 24.
- 11 Zie voor een vergelijkbare poging Thompson, 2009.
- 12 Panitch & Konings, 2009; zie ook Davis, 2009.
- 13 Glass-Steagal Act is de naam van de Amerikaanse wet uit 1933 die spaarbanken en investeringsbanken scheidde, en beide verbood zich op het terrein van de ander te begeven. Deze wet werd in 1999 herroepen.
- 14 Zie ook Wainwright 2009; Gotham 2009; Lewis 1989; Bitner 2008.
- 15 Davis 2009, p. 141.
- 16 Alt-A wil zeggen tussen *prime* en *subprime* in. Zie Bitner 2008, p.21
- 17 Speech President George W. Bush, June 17, 2004.
- 18 Konings 2008; Panitch & Konings 2009; Davis 2009.
- 19 McDonald & Robinson 2009, pp. 199, 221, 242.
- 20 MacKenzie 2009; Lowenstein 2010, p. 39-48.
- 21 Gasparino 2009, p. 207.
- 22 Gorton 2008; 2010.
- 23 Friedman 2009.
- 24 Gasparino 2009, pp. 239, 246.
- 25 McDonald & Robinson 2009, p. 199, 221, 242.
- 26 Gasparino 2009, p. 258.
- 27 Zie Lowenstein, 2000 voor een fascinerende reconstructie van de LTCM-crisis en de weigering van Bear Stearns om mee te doen aan de 'uitkoop' van LTCM.
- 28 Zie Cohan, 2009, Kelly, 2009 en Gasparino, 2009 voor reconstructies van de val van Bear Stearns.
- 29 London Interbank Offered Rate; zie MacKenzie 2008 voor een beschrijving van de constructie van deze cruciale rente-eenheid die ten grondslag ligt aan vrijwel alle financiële renteproducten.
- 30 McDonald & Robinson 2009, p. 224.
- 31 Zie de website van de Federal Reserve Bank of St. Louis voor een informatieve tijd-balk waar de belangrijkste gebeurtenissen van de financiële crisis op staan aangegeven: <http://timeline.stlouisfed.org/>. Zie ook DNB, 2010 voor een overzicht van de crisis.
- 32 De term 'bulge bracket' verwijst naar het lettertype dat werd gebruikt in de openbare aankondigingen van grote aandelenemissies, leningen en overnames in de zakenkranten. Deze zogenaamde 'tombstones' somden alle deelnemende banken op in volgorde van belangrijkheid. De namen van de zakenbanken die bovenaan stonden werden het vetst afgedrukt. Dit werd de 'bulge bracket' genoemd. In feite gaat het dus om de markt-leiders onder de zakenbanken. Tot voor de hypotheekcrisis waren dat: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers and Bear Stearns, in die volgorde.
- 33 Zie McDonald & Robinson, 2009; Tibman, 2009; zie ook Gasparino 2009, pp. 392-410, 428-464 en Sorkin 2009. Voor liefhebbers is er de gedramatiseerde reconstructie

- van het weekend van 13-14 september 2007, *The Day that Lehman Died*, die 9 september 2009 door de BBC werd uitgezonden.
- 34 McDonald & Robinson, 2009, p. 212.
- 35 *Financial Times*, 9 juli 2007. Chuck Prince was op dat moment CEO van Citigroup.
- 36 McDonald & Robinson, 2009, pp. 60-61, 171; Morgan, 2009.
- 37 Sorkin 2009. Zie ook het hoofdstuk van Jeuken en Coppes voor een beschrijving van de AIG casus.
- 38 McDonald & Robinson, 2009, pp. 168-172; Morgan, 2009.
- 39 McDonald & Robinson, 2009, p. 169.
- 40 Sorkin, 2009, p. 321.
- 41 In de eerdergenoemde gedramatiseerde documentaire die de BBC 9 september 2009 uitzond (zie voetnoot 33), vraagt Dick Fuld, CEO van Lehman Brothers, telefonisch aan Hank Paulson, toenmalig minister van Financiën, of wederzijdse antipathieën een rol hebben gespeeld bij de beslissing om Lehman Brothers niet te helpen. Paulson antwoordt dat de gevolgen van het faillissement van Lehman Brothers te groot zijn om zo'n beslissing te laten afhangen van zoiets futiels als persoonlijke sympathieën en antipathieën. Ook Sorkin 2009 weerlegt de claim dat een persoonlijke vete tussen Fuld en Paulson (en tussen Lehman en Goldman Sachs) een rol speelde bij de val van Lehman. Volgens Sorkin hadden Fuld en Paulson gedurende de crisis veelvuldig contact en gebruikte Paulson Fuld regelmatig om zicht te krijgen op marktontwikkelingen. Sorkin suggereert in plaats daarvan dat staatssteun politiek onmogelijk was geworden na de 'nationalisatie' van de hypotheekgiganten Fannie Mae en Freddie Mac het weekeinde ervoor. Sorkin voert Paulson op met de tekst: *'I can't be Mr. Bailout'*. De politieke respons op de nationalisaties was zo fel en werd zo breed gedeeld dat Paulson en Geithner met handen en voeten waren gebonden (Sorkin 2009, pp. 282-287).
- 42 Gasparino, 2009, pp. 436-456; Sorkin 2009.
- 43 Sorkin, 2009, p. 348.
- 44 Sorkin, 2009, p. 325.
- 45 Sorkin, 2009, p. 348.
- 46 Sorkin's beschrijving van de sessie in de New Yorkse Fed waar deze afspraak tot stand komt, verwijst expliciet terug naar een soortgelijke sessie ten tijde van de LTCM-crisis (zie voetnoot 24). Terwijl Bear Stearns weigerde mee te doen en alle andere deelnemers 250 miljoen dollar op tafel legden, fourneerde Dick Fuld namens Lehman Brothers slechts 100 miljoen dollar. Dat stond in dit geval een gecoördineerde private reddingsactie echter niet in de weg, te zeer was men zich er van bewust wat een faillissement van Lehman voor de kapitaalmarkten en dus voor hun eigen investeringsbanken zou betekenen (Sorkin, 2009, p. 341).
- 47 Sorkin, 2009, p. 350.
- 48 McDonald & Robinson, 2009, pp. 317-321.
- 49 IMF, 2009.

- 50 IMF, 2009.
 51 *Telegraph*, 2009.
 52 IMF, 2009, p. 25-29.
 53 Van Ewijk & Teulings, 2009, hoofdstuk 4.
 54 Galbraith 1992; Friedman & Schwartz 1971; Bernanke 2004.
 55 Zie Braithwaite & Drahos, 2000, hoofdstuk 9.
 56 Véron et al., 2006.
 57 McDonald & Robinson, 2009, p. 224; Gasparino, 2009, p. 370.
 58 Wolf, 2008. Zie ook het hoofdstuk van Schilperoort.
 59 Sorkin, 2009, p. 534.
 60 Zie voor een soortgelijke kritiek Widmaier, Blyth & Seabrooke, 2007.
 61 Emirbayer & Mische, 1998; Biernacki, 2005.
 62 Kahneman & Tversky, 2000.
 63 Hacker & Pierson, 2002.
 64 Akerlof & Shiller, 2009.
 65 Sayer, 1992.
 66 Jacobs, 1961; Scott 1998.

Bibliografie

- Aalbers, M., 2009. 'Geographies of the financial crisis', *Area* 41(1): 34-42
- Adviescommissie Toekomst Banken, 2009. *Naar herstel van vertrouwen*, Nederlandse Vereniging van Banken [Commissie Maas]
- Akerlof, G. & R. Shiller, 2009. *Animal spirits. How human psychology drives economic behavior, and why it matters for globalization*. Princeton University Press
- Bernanke, B.S. 2004. *Essays on the Great Depression*. Princeton University Press
- Biernacki, R. 2005. 'The Action Turn? Comparative-Historical Inquiry beyond the Classical Models of Conduct,' p. 75-91 in: J. Adams, E. Clemens & A. Orloff (ed.), *Remaking Modernity. Politics, History, and Sociology*. Duke University Press
- Bitner, R., 2008. Confessions of a Subprime Lender. *An Insider's Tale of Greed, Fraud and Ignorance*. Wiley
- Blackburn, R., 2006. *The age shock. How finance is failing us*. Verso
- Borio, C., 2008. 'The financial turmoil of 2007-? A preliminary assessment and some policy considerations', *BIS Working Papers* no. 251
- Braithwaite, J. & P. Drahos, 2000. *Global Business Regulation*. Cambridge University Press

- Cassidy, J., 2009. *How Markets Fail. The Logic of Economic Calamities*. Allen Lane
- Clark, G.L. (2000) *Pension Fund Capitalism*. Oxford University Press
- Cohan, W., 2009. *House of cards. A tale of hubris and wretched excess on Wall Street*. Doubleday
- Davis, G., 2009. *Shaped by the market. How finance reshaped America*. Oxford University Press.
- DNB, 2010. *In het spoor van de crisis*. DNB
- Engelen, E., Erturk, I., Froud, J., Leaver, A. & K. Williams, 2010. 'Financial Innovation: Frame, Conjuncture, Bricolage', *Economy & Society* (te verschijnen)
- Emirbayer, M. & A. Mische. 1998. 'What is Agency?' *American Journal of Sociology* 103:962-1023
- Europese Commissie, 2009. *The high-level Group on Financial supervision in the EU: report*. [De Larosière report]
- Ewijk, C. van & C. Teulings, 2009. *De grote recessie. Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*. Balans
- Financial Times*, 9 juli 2007. 'Citygroup chief stays bullish on buyout'
- French, S., Leyshon, A. & N. Thrift, 2009. 'A very geographical crisis. The making and breaking of the 2007-2008 financial crisis', *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*
- Friedman, J., 2009, 'A crisis of Politics, not Economics. Complexity, Ignorance, and Policy Failure', *Critical Review* 21(2/3): 127-183
- Friedman, M. & A. J. Schwartz. 1971. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press
- FSA, 2009. *The Turner review. A regulatory response to the global banking crisis*
- Galbraith, J.-K., 1992 (1954). *The Great Crash of 1929*. Houghton Mifflin
- Gasparino, C. 2009. *The Sellout. How Three Decades of Wall Street Greed and Government Mismanagement Destroyed the Global Financial System*. Harper Collins
- Gotham, K.F., 2009. 'Creating liquidity out of spatial fixity – The secondary circuit of capital and the subprime mortgage crisis', *International Journal of Urban and Regional Studies* 33(2): 355-371
- Gorton, G. 2008. 'The Panic of 2007', *NBER Working paper*, no. 14358
- Gorton, G., 2010. *Slapped by the Invisible Hand. The Panic of 2007*. Oxford University Press
- Hacker, J. & P. Pierson. 2002. 'Business Power and Social Policy. Employers and the Formation of the American Welfare State.' *Politics & Society* 30, p. 277-325

- Heemskerk, B., 2009. *Een gezonde krimp. De kredietcrisis en duurzaam bankieren*. Balans
- IMF, 2009. 'Fiscal implications of the global economic and financial crisis', IMF Staff Position Note
- Jacobs, J. 1961. *The Death and Life of Great American Cities*. Random House
- Kahneman, D. & A. Tversky (eds.), 2000. *Choice, values and frames*. Cambridge University Press
- Kalma, P., 2009. 'Niet overnemen maar ondernemen. Afscheid van het financieel kapitalisme', *Op de bres voor een sociaal Europa!*, 9-21
- Kay, J., 2009. 'Our banks are beyond the control of mere mortals'. *Financial Times*, 8 juli 2009
- Kelly, K., 2009. *Street fighters. The last 72 hours of Bear Stearns. The toughest firm on Wall Street*. Portfolio
- Konings, M., 2008. 'European Finance in the American Mirror: Financial Change and the Reconfiguration of Competitiveness', *Contemporary Politics*, 14 (3), p. 253-75
- Lee, R., Clark, G.L., Pollard, J. & A. Leyshon, 2009. 'The remit of financial geography – before and after the crisis', *Journal of Economic Geography* 9(5): 723-747
- Lewis, M., 1989. *Liar's Poker. Two Cities, True Greed*. Hodder & Stoughton
- Lowenstein, R., 2000. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Random House
- Lowenstein, R., 2010. *The End of Wall Street*. The Penguin Press
- MacKenzie, D., 2008, 'What's in a Number?', *London Review of Books*, 30(18), p. 11-12
- MacKenzie, D., 2009, 'The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge', p. 92. University of Edinburgh
- McDonald, L. & P. Robinson, 2009. *A colossal failure of common sense. The inside story of the collapse of Lehman Brothers*. Crown Business
- Merton, R.K., 1957. *The fabric of society. An introduction to the social sciences*. Harcourt, Brace & World
- Morgan, G. 2009. 'Legitimacy in Financial Markets. Credit Default Swaps in the Current Crisis.' *Socioeconomic Review* 2009, p. 1-29
- Münchau, W., 2009. 'The London summit has not fixed the crisis', *Financial Times*, 5 april 2009
- Norberg, J., 2009. *Financial Fiasco. How America's Obsession with Homeownership and Easy Money Created the Economic Crisis*. Cato Institute
- Panitch, L. & M. Konings, (red.) 2009. *American empire and the political economy of global finance*. Palgrave MacMillan
- Reijngoud, T., 2009. *Het Nieuwe Bankieren. De Duurzame Oplossingen van Bankier Peter Blom*. Kosmos

- Reinhart, C. & K. Rogoff, 2009. *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press
- Ritholtz, B., 2009. *Bail-out nation. How greed and money corrupted Wall Street and shook the world economy*. Wiley
- Sayer, A. 1992. *Method in social science : a realist approach*. Routledge
- Scott, J. 1998. *Seeing Like a State. How Certain Schemes to Improve the Human Condition Have Failed*. Yale University Press
- Shiller, R., 2008. *The subprime solution. How today's global financial crisis happened, and what to do about it*. Princeton University Press
- Sorkin, A. R., 2009, *Too Big to Fail. Inside the Battle to Save Wall Street*. Penguin
- Taylor, J., 2009. *Getting off track. How government actions causes, prolonged and worsened the financial crisis*. Hoover Institution Press
- Telegraph*, 8 augustus 2009. 'IMF puts costs of crisis at 7,1 trillion pound'
- Tett, G., 2009. *Fool's gold. How unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe*. Little, Brown
- Thompson, G., 2009. 'What's in the frame? How the financial crisis is being packaged for public consumption', *Economy & Society* 38(3): 520-524
- Tibman, J., 2009. *The murder of Lehman Brothers. An insiders handbook to the global meltdown*. Brick Tower Books
- Toporowski, J., 1999. *The end of finance. The theory of financial market inflation, derivatives and pension fund capitalism*. Routledge
- Velthuis, O. & L. Noordegraaf-Eelens, 2009. *Op naar de volgende crisis! Over het verleidend vermogen van de financiële markt*. Klement
- Véron, N., Autret, M. & A. Galichon, 2006. *Smoke and Mirrors, Inc*. Cornell University Press
- Warwick Commission, 2009. *The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields*. The University of Warwick
- Williams, K. et al., 2009. *The outsiders' report. Banking reform as a democratic issue*. CRESC public interest report. University of Manchester
- Wolf, M., 2008. *Fixing Global Finance*. Johns Hopkins University Press
- Wainwright, T., 2009. 'Laying the Foundations for a Crisis. Mapping the Historico-Geographical Construction of Residential Mortgage Backed Securities in the UK', *IJUR* 33(2): 372-388
- Widmaier, W., M. Blyth and L. Seabrooke. 2007. 'Exogenous Shocks or Endogenous Constructions? The Meanings of Wars and Crises', *International Studies Quarterly* 51(4): 747-759

Afkortingen

AFC	Amsterdam Financial Centre
AFM	Autoriteit Financiële Markten
ASAS	Amsterdam Security Account System
ATM	Amsterdam Trading System
bbp	Bruto Binnenlands Product
BIS	Bank for International Settlements
bnp	Bruto Nationaal Product
BoE	Bank of England (Britse centrale bank)
CCP	Central CounterParty
CDO	Collateralised Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CESR	Committee of European Securities Regulators
CPB	Centraal PlanBureau
CSA	Credit Support Annex
DC	Determination Committee
DNB	De Nederlandsche Bank
DTCC	Depository Trust & Clearing Company
ECB	European Central Bank
EOE	European Options Exchange (Amsterdam)
ESMA	European Securities Market Authority
EU	Europese Unie
Fed	Federal Reserve (Amerikaanse centrale bank)
FSA	Financial Services Authority (Groot-Brittannië)
FSB	Financial Stability Board
FSF	Financial Stability Forum (nu: FSB)
FVA	Fair Value Accounting
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee (nu: IASB)
IIF	Institute of International Finance
IMF	Internationaal Monetair Fonds

IPE	Internationale Politieke Economie
IRB	Internal Ratings Based (Bazel II-Akkoord)
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LIBOR	London InterBank Offered Rate
LSE	London Stock Exchange
MBS	Mortgage Backed Securities
MKB	Midden- en KleinBedrijf
MONSTER	Market-Oriented New System for Terrifying Exchanges and Regulators
NINJA	No Income, No Job and no Assets (hypotheek)
NVB	Nederlandse Vereniging van Banken
NYSE	New York Stock Exchange
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (Engels: OECD)
OTC	Over-The-Counter (-markt)
SDR	Special Drawing Rights (IMF)
SEC	Securities and Exchange Commission (Verenigde Staten)
SIV	Special Investment Vehicle
SNAC	Standard North American Contract
SPV	Special Purpose Vehicle
VEB	Vereniging van EffectenBezitters
VVDE	Vereniging Voor De Effectenhandel (nu: Stichting Vereniging voor de Effectenhandel)

Over de auteurs

Jasper Blom werkt aan de Universiteit van Amsterdam (Amsterdams Instituut voor Sociaal-Wetenschappelijk Onderzoek) aan een promotieonderzoek over de ontwikkelingen in de mondiale regulering van financiële markten. Daarnaast is hij samensteller (met Underhill en Mügge) van de bundel *Global financial integration thirty years on, from reform to crisis* (Cambridge University Press, 2010). Hiervoor was hij enkele jaren werkzaam als beleidsmedewerker bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën.

Bob Coppes is werkzaam bij de afdeling Financiële Markten van De Nederlandsche Bank, en is uit dien hoofde nauw betrokken bij de analyse van en beleidsadvisering over de ontwikkelingen in het mondiale financiële systeem. Zijn proefschrift over krediet- en marktrisico's bij banken heeft hij in 1997 aan de Rijksuniversiteit Groningen verdedigd.

Ewald Engelen is hoogleraar financiële geografie aan de Universiteit van Amsterdam. Hiervoor heeft hij onder andere gewerkt bij de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. Hij is regelmatig actief in het publieke debat, onder andere met publicaties als *Het Bange Nederland* (Bert Bakker, 2008) en *Milde Meritocratie* (Waterlandstichting, 2008). Ook schrijft hij een tweewekelijkse column over economie voor *De Groene Amsterdammer*.

Rodrigo Fernandez werkt aan de Universiteit van Amsterdam (Amsterdam Institute for Metropolitan and International Development studies) aan een promotieonderzoek over Amsterdam als financieel centrum. Dit onderzoek richt zich op de rol die financiële centra als clusters van financiële spelers hebben bij de grotere ontwikkelingen van financiële markten. Hiervoor werkte hij als beleidsmedewerker energie en klimaat bij Milieudefensie.

Laura Horn is onderzoeker bij de afdeling Politicologie van de Vrije Universiteit Amsterdam. Haar proefschrift met de titel *The Transformation of*

Corporate Governance Regulation in the European Union – Towards a Marketisation of Corporate Control (te verschijnen in 2010 bij Palgrave) richtte zich op de veranderingen in de regulering van bedrijfscontrole – oftewel corporate governance – in de Europese Unie. Daarnaast is zij samensteller (met Van Apeldoorn en Drahoukoupil) van de bundel *Contradictions and Limits of Neoliberal European Governance: From Lisbon to Lisbon* (Palgrave, 2009).

Rien Jeuken is werkzaam bij de afdeling Betalingsverkeer van De Nederlandse Bank, en is uit dien hoofde nauw betrokken bij de analyse van en beleidsadvisering over de ontwikkelingen in het mondiale financiële systeem. Hiervoor is hij werkzaam geweest in de financiële sector.

Daniel Mügge werkt als universitair docent Internationale Betrekkingen en Internationale Politieke Economie aan de afdeling Politicologie aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is gepromoveerd op een dissertatie getiteld *Widen the Market, Narrow the Competition. The Emergence of Supranational Governance in EU Capital Markets*. Zijn onderzoek richt zich dezer dagen vooral op het beleid ten aanzien van financiële markten, Europese financiële integratie en de rol van Europa als speler op het mondiale economische toneel.

Wouter Schilperoort was werkzaam als Senior Advisor bij het kantoor van de Nederlandse Bewindvoerder van het Internationaal Monetair Fonds. Hiervoor was hij werkzaam bij het ministerie van Financiën bij de directies Financiële Markten en Buitenlandse Financiële Betrekkingen. Thans werkt hij weer bij het ministerie van Financiën.

Arjan Vliegthart is universitair docent Internationale Betrekkingen aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Zijn proefschrift *Transnational Forces and Corporate Governance Regulation in Postsocialist Europe* behandelt de corporate governance in Centraal- en Oost-Europa na de val van het staatsocialisme. Daarnaast is hij lid van de Eerste Kamer namens de Socialistische Partij.