

# THE POWER OF FINANCE:

IT IS A NUMBER GAME PLAYED BY FEW  
WITH AN IMPACT ON MANY

PROF. DR. D.VINK



INAUGURAL LECTURE  
27 SEPTEMBER 2013



# THE POWER OF FINANCE:

**IT IS A NUMBER GAME PLAYED BY FEW  
WITH AN IMPACT ON MANY**

Inaugural lecture

Abridged version given in acceptance of  
the Professorship of Finance and Investment  
at Nyenrode Business Universiteit  
on Friday, September 27<sup>th</sup>, 2013.

by

Dennis Vink

**Colofon**

The Power of Finance

It is a number game played by few with an impact on many

Inaugural lecture

Prof. dr. D. Vink

27 September 2013

ISBN 978-90-8980-062-6

Copies: 500

Images: Jeroen Verhoeff

Copyright © Dennis Vink

Nyenrode Business Universiteit

Center for Finance

Straatweg 25

3621 BG Breukelen

The Netherlands

Dear Rector Magnificus,

Dear Dean,

Dear distinguished Professors,

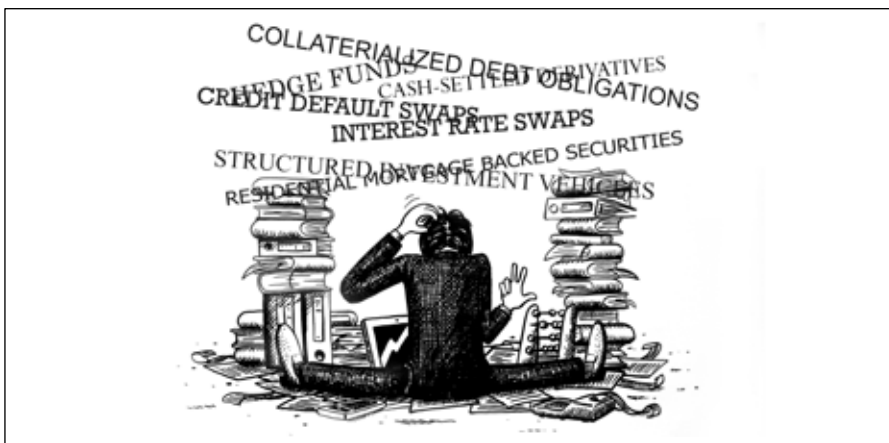
Honoured colleagues,

Dear fellow participants in the New Board Programme,

Dear students,

Dear family and friends,

Finance is a game that is played with a great many numbers and that only very few people understand fully and completely. It is also a game that may carry serious consequences: consequences felt by all of us. The question how the current financial crisis was able to develop and how we can prevent a second one has long been the subject of many debates at many different levels. For the past six years, following the start of the financial crisis in the final months of 2007, I have been deeply involved in collaborative research work with one of the world's best-known researchers of Wall Street in seeking what I would like to describe as "the truth behind the numbers". I have published papers in high-quality international academic journals, educated well over one thousand students, and I have drawn up financial analyses for the Dutch government and various multinational companies. I can tell you right here and now that financial numbers never represent the truth, be they produced by academics, board members and financial experts or by politicians. The only thing that can be said to exist is a particular vision. And once this vision is supported with numbers, it becomes subject to risk – by definition – and it therefore becomes unreliable.



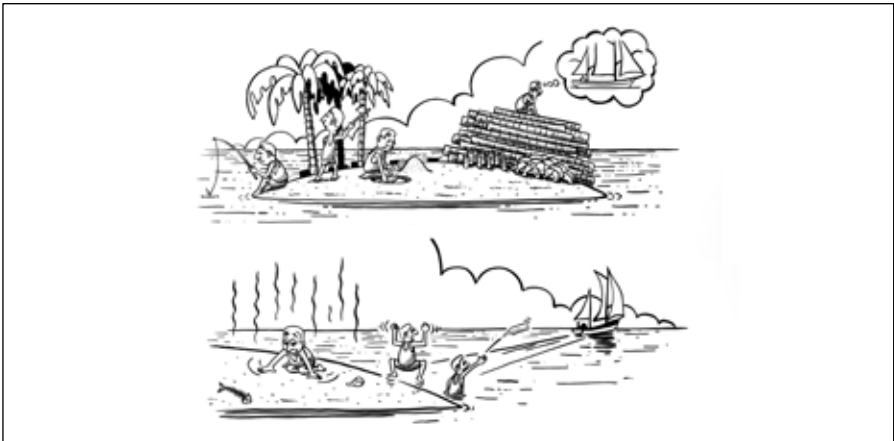
Many people have expressed their surprise at the financial scandals that have emerged, in the recent as well as in the more distant past. But if we consider how organizations are run, it is all the more remarkable that we have not produced an even bigger mess. Over the past six years, bad investments have led to losses amounting to more than \$15 trillion<sup>1</sup>. For your information: this means 15,000 times one thousand million. And that is the only truth there is. Today, we are witnessing a lack of strategic financial knowledge paired with a lack of decisiveness among precisely those parties who should be making a difference in deciding whether or not an investment is desirable. In the ideal world, shareholders, for instance, would be much more involved in what I call the corporate investment arena with the only purpose to develop alternative visions for their organizations that *do* add value. In turn, supervisors and supervisory board members would be able to explain, *at the very least*, what they have done to rule out unwanted investments that have a negative impact on the organization or society as a whole. Finally, auditors would be more capable of understanding - and better at assessing - the financial risk of the many complex financial products, on behalf of all stakeholders.

It is more important than ever before to conduct research into the arena of financial investments. In this way, all parties involved would gain a better

understanding of the associated risks, and as a result they would be more capable of controlling them. I am aware of the fact that this presents a major challenge in a financial environment that is becoming increasingly complex. Nevertheless, I can make a difference by conducting research in this area and produce new academic knowledge that can be used by other academics, my students, and the companies I work with. My aim, when it comes to the application of financial investments, is to enable participants to support their own vision in ways that are better than before, and to communicate with all stakeholders in an effective manner. Although I am aware of the fact that investment problems form part of a much larger mathematical equation, I shall attempt in my inaugural lecture to lead you through what I call the magic world of numbers. I shall explain *how* problems develop when it comes to investing capital and *why* the transfer of knowledge in this matter is of vital importance.

## THE GAME OF NUMBERS

Allow me to explain the problems surrounding investments with the help of a simple and straightforward example. I shall term this example the *game of numbers*. Imagine four people living on a beautiful tropical island who have to support themselves fully and create their own means of living. They collect water, they produce materials, and they catch fish. The island also has a warehouse where all of the inhabitants' production means are kept. This warehouse is managed by a man called Warehouse. After some time, stocks have grown and the warehouse contains 10,000 litres of water, 10,000 kilos of fish and 10,000 kilos of wood. Mr Warehouse then decides to issue coins covering the value of his stock. Each production unit is represented by one coin. After a series of beautiful coins has been struck, Mr Warehouse's balance sheet looks as follows: on the left we see a supply of 30,000 coins and on the right we see a total amount of 30,000 in debt certificates. This means that the islanders can now use money to obtain goods instead of having to resort to trading goods.



After a while, Mr Warehouse has a total number of 60,000 coins in his vault and 60,000 production units in his warehouse. He intends to invest all of the coins in a certain project on another island. Two options are open to him. Option A involves *maximum* risk and maximum return on the investment, and option B involves *no* risk at all and low returns on the investment. Mr Warehouse is guided by his vision of owning a wonderful boat – to escape from the island – and decides to select option A: maximum risk and maximum returns. He invests 60,000 coins in a cabin project with an expected yield of no less than 50%. The question that subsequently arises asks whether Mr Warehouse should inform the islanders – the rightful owners of the money – about the risk that he is about to take. No formal contracts have been drawn up between Mr Warehouse and the islanders when it comes to making investments, so Mr Warehouse decides *not* to inform the inhabitants.

After Mr Warehouse has invested 60,000 coins in the cabin project, the balance sheet has changed. On the left, we now see an amount of 60,000 coins that has changed into an amount of future receivables worth 90,000 coins. And this is where something magical starts to happen. On the right, we see a surplus of 30,000 coins - because the two sides of the balance sheet must be in balance, as the term



suggests. Still, determining the size of the surplus presents a bit of a problem, for the surplus concerns *expected* income, and it remains to be seen whether these expectations will actually come true and whether the full amount will be realized. Another issue is the fact that the surplus is *not* backed by any tangible production (units of fish, water or materials) to the amount of 30,000 coins. This is what we define as a risky investment, and thus an unreliable one. Now we are nearing a very important lesson presented to us by this model: if the manager (Mr Warehouse) is *not* obligated to inform the capital owners (the islanders) about the risks associated with his investments, then his reluctance to engage in risky investments becomes *smaller*. Then, what is absent is the possibility for capital owners to engage in effective supervision.

Let us now turn to a problem that is related to the surplus' distribution. Is Mr Warehouse planning to share with the islanders the 30,000 coins that he expects to earn by investing the money, or is he going to slide the coins into his own pocket? Mr Warehouse decides against sharing anything – partly because no specific agreements have been drawn up with the islanders pertaining to this issue and partly because he sees the extra income as the result of his own efforts (and therefore his). A second important lesson here is that if the profits of an investment are to be attributed solely to the manager, this manager will almost exclusively act in his own interests.

We have now come to a point where we must return to the balance sheet. In sum, production assets consisting of fish, water and materials with a total value of 60,000 coins have been traded by Mr Warehouse for a *financial claim* on a cabin project that is worth 90,000 coins. Seen from Mr Warehouse's perspective, the 60,000 coins on the right side of the balance sheet represent debt capital, since they concern savings money owned by the island's inhabitants and since he has to remit the money. This makes sense. After all, it is Mr Warehouse who manages their funds, be it only on a temporary basis. However, on the island the value of the savings money is negatively determined by the outcome of Mr Warehouse's investment policies. Should the cabin project turn out to be a success, the extra income will be paid in full to Mr Warehouse. In that case, Mr Warehouse will see his

fortune increase by 30,000 coins. However, should the cabin project turn out bad, all losses will be deducted from the 60,000 coins (debt capital) provided by the islanders. In other words: the islanders run the risk of losing all their coins. This phenomenon is known in the literature as a moral hazard (also termed “entrenchment management”), which means that the manager may choose to engage in risky investments using other people’s money – a process in which it is he who determines the risk but in which the capital owner bears potential losses (you may also wish to refer to Bebchuck, Cohen and Ferrel in Review of Financial Studies, 2009).<sup>2</sup>

The above example clearly illustrates the root causes of bad investments. What we see is an imbalance between the parties concerned. There is a lack of influence on the part of the capital owner (the islanders) on the one hand and, on the other hand, the manager (Mr Warehouse) who makes all the risky choices with other people’s capital. This is caused by the fact that the manager has no duty to inform the capital owner and the fact that the manager may completely independently choose only those projects that are likely to yield the highest possible income. In addition, the fact that no duty exists to (fully) compensate the capital owner for the risks that are run leads to the manager being fully triggered to make risky and speculative choices. It is precisely this phenomenon that results in irrational investments.

The economists among us will undoubtedly recognize the example I have just mentioned as the principal-agent problem developed by Stephen Ross<sup>3</sup> and Barry Mitnick<sup>4</sup> and elaborated by Jensen and Meckling<sup>5</sup> in the 1970s, Merton<sup>6</sup> in the 1980s, and Shleifer and Vishny<sup>7</sup> in the 1990s.<sup>8</sup> The example describes a model listing irrational behaviour of the manager as the core problem of investments that are too risky. The current financial crisis has taught us that many companies have applied this particular model to a smaller or larger extent.

## **HOW BAD ARE BAD INVESTMENTS?**

Bad investments may cost us billions of Euros. The fact that managers (often) demonstrate purely speculative behaviour – and that for this reason gaps are found

in the literature – is something that is very eloquently described and explained by the two Nobel Prize winners George Akerlof and Joseph Stiglitz.<sup>9</sup> On 28 October 2009, they wrote in *The Guardian* that:

*“Behavioral economics, for example, emphasizes that market participants often act in ways that cannot easily be reconciled with rationality. Similarly, modern information economics shows that even if markets are competitive, they are almost never efficient when information is imperfect or asymmetric (some people know something that others do not, as in the recent financial debacle) – that is, always.”*

In a system in which a capital owner has appointed a manager to manage the funds, financial disaster can of course never be completely ruled out. The chances of a disaster, however, may be minimized when both parties draw up explicit agreements concerning targets and acceptable risks. In practice, this means that the capital owner *himself* needs to be sufficiently skilled and able to define these targets, or that the manager must explicitly reveal how new investments are going to be made, and at which risk level, so that the capital owner truly becomes able to make a decision. In any case, in both situations the manager will have to operate completely transparently in terms of supplying information, with a special emphasis on *completely*.



Let us now consider a number of illustrative cases in the Netherlands. I shall begin with the Dutch pension funds. These pension funds invest more than 1,000 billion Euros, 85% of which is invested abroad.<sup>10</sup> How can you rest assured that your pension fund is not acting solely to further its own interests while completely ignoring yours? As you may have gathered, the average pension fund is not completely transparent when it comes to showing the investments costs it charges.<sup>11</sup> In addition, it is not always clear how risky its investments really are. So, what is the basis of your trust? And do you realize that this lack of transparency may trigger speculative behaviour – with dire consequences for the pension savings you have accumulated over the years?

Let me mention a second Dutch example: ING Bank. Just imagine that you have a savings account with this bank and that you have been saving money for the past ten years. Were you ever told by this bank, before the financial crisis hit us in 2007, that your savings were running a risk because the bank had invested part of its capital in risky and dodgy American mortgages? The question concerned here is why we were (and still are) so sure that our savings money is safe. Is it because we simply assume that the bank employs capable and responsible people and that our individual savings are too small relative to the total capital of the bank, so that we reassure ourselves that nothing bad will happen with our money?

I shall offer you another piece of telling evidence to prove that managers are unfortunately not always worthy of our trust. In ING Group's 2008 Annual Report, available on ING's own website, we can read the following: *“Alt-A mortgage loans are regular residential mortgage loans in the US market which are frequently packaged into a RMBS. Notwithstanding the widespread existence of Alt-A RMBS a single standardized definition does not exist. As such, ING uses a broader definition than some other financial institutions.”*<sup>12</sup> The fact that ING Bank apparently failed to provide a consistent definition of these products – but at the same time mentioned with a straight face that it had bought these types of “unstandardized” things for the approximate amount of 18.8 billion Euros – is a clear indication of how questionable these investments actually were. In fact, these decisions created ticking time bombs, ready to blow up the bank and ruin its capital. On 26 January

2009, the Dutch Finance Ministry needed to bail out the ING Group and announced that the Dutch State was to take the risk associated with 80% of this large package of “unstandardized whatever’s” – straight from ING to the balance sheet of the people of Holland, so to say. It is what we would call a typical case of an investment banker saying “Sorry, we placed a wrong bet, but could you take this 18.8 billion mess with you when you turn off the lights and close the door? Thanks a lot, and goodbye”. This particular case of billions of Euros spent on Alt-A products is of course a textbook example of how *not* to make investments: incomplete information and an unrealistically high surplus in combination with a lack of (full) compensation for the bank’s capital owners in terms of the risks that were run.<sup>13</sup> This problem could have been prevented, at least for the most part, if ING Bank had been forced from the start to compensate *all* of its capital owners for the risk of dodgy American mortgages. This would have made bank board members think twice before embarking on risky adventures, because then it would have become painfully obvious that the interest rates offered to clients on their savings accounts were more than relatively low compared to the bank’s risk profile (in this respect, one should read the Modigliani-Miller theorem (1958) published in American Economic Review).<sup>14</sup> And next, there is the question for board members asking how this risk can be sold to the people who have a savings account: do they need to be told not to worry? If the worst should come to the worst, we can always call in the Dutch State and they will give you back *your* money *we* lost? Of course, this is rather ridiculous. The matter is much more profound, because it concerns the question why on earth a retail bank whose capital consists in part of savings money from ordinary people would want to engage in high-risk activities. It puts the business model of a retail bank upside down.

## THE THREE MUSKETEERS

In a financial disaster, the parties, in addition to managers, that receive a bad press are (1) national supervisors, (2) supervisory board members, and (3) auditors (accountants). I shall refer to them here as the “three musketeers”.



The question that keeps recurring asks whether these people are in fact truly capable of recognizing bad investments and of addressing issues concerning manager responsibility and accountability. Of course, supervisors cannot prevent each and every financial disaster, but the problem is that we have witnessed *so many* catastrophes that we have started to wonder whether they are up to their roles *at all*. What is of crucial importance in answering our question is whether they actually have sufficient knowledge to perform their part in today's financial markets.

Much has been written about the role played in the financial crisis by the Dutch National Bank DNB, to mention one example. It is clear that the bank's goal – “to safeguard financial stability and thus contribute to sustainable prosperity in the Netherlands” (as found on their website) - has not been met.<sup>15</sup> On the other hand, it must also be said that the bank did have good intentions with respect to improving supervision – as can be witnessed in its report entitled “Visie DNB Toezicht 2010-2014”.<sup>16</sup> Still, when the multi-billion Euro losses incurred by the Dutch housing corporation Vestia hit the public eye in 2012, DNB maintained a deafening silence.<sup>17</sup> Early last year, I published an opinion piece in *Het Financieele Dagblad* in which, among other things, I discussed the role played by DNB in the Vestia affair.<sup>18</sup> What it

boils down to is that Vestia does in fact have supervisors, but that DNB is not among them. This means that DNB has very little say over Vestia and that the bank can therefore hardly be expected to take the blame.<sup>19</sup> The blame should lie with Vestia's supervisors CFV and WSW, who can be held responsible for their insufficient risk management practices, among other things. Be this as it may, I then can't help wondering how strong and effective DNB's role can actually be in safeguarding financial stability in the Netherlands; apparently, expert supervision is divided. After all, Vestia *did* have a negative impact on financial stability and prosperity in the Netherlands, but it remained outside DNB's sight – and its reach. According to an article published in Elsevier and issued in July 2012, Vestia cancelled building projects worth no less than 1.1 billion Euros, mainly affecting inner city areas in The Hague and Rotterdam.<sup>20</sup> So, the problems with Vestia doubtlessly have a clear impact on Dutch society. Now, what I need is clarity and transparency. The system of supervision needs a major overhaul, in which ultimately one single contractor is appointed to inform the Dutch population that it may rest assured of the fact that he has *full and complete* supervision in the process of guarding financial stability and sustainable prosperity in the Netherlands (instead of looking only after “me, myself and I” and demonstrating power). This contractor should also make clear that he will take *anybody* to task who is taking disproportionate risks that may endanger financial stability in the Netherlands. A final fiasco concerns the supervisory role of DNB and the real estate transactions that SNS Bank entered into, an affair that came to light in 2013 (or maybe earlier). Because this case has already been much debated elsewhere, I shall not go into it here.

Lt us now move on to the supervisory board members. I recently published an opinion piece on this topic in Finance & Control, published by Kluwer. I introduced the idea of formulating a number of what I term “six million dollar questions” in order to determine whether a supervisory board member has the right financial knowledge and is able to live up to his role.<sup>21</sup> I wrote this piece as a protest against (again) failing supervisory board members when it comes to bad investments and as an addition to a press release issued by the Dutch Association of Shareholders VEB

mentioning that it held not only Imtech's managers responsible for the crisis, but also its Supervisory Board. That said, the proposition that sound financial knowledge among supervisory board members is a crucial factor is confirmed in an article by Hau et al. that was published in *The European Financial Review* (2011).<sup>22</sup> It must also be mentioned here that failure on the part of the Supervisory Board cannot solely be attributed to obsolete financial knowledge: also the number of board seats these individuals hold would seem to present a problem in their ability to act their roles. Allow me to offer you a quote from an article that was published in NRC in 2009 (four years ago): "During the past twelve months, various healthcare institutions and housing corporations have landed in financial difficulties. In a number of cases, for instance those involving Dutch healthcare supplier Meavita (which was declared bankrupt) and the Philadelphia homes for the disabled, various board members and related supervisors were blamed for their inability to devote enough time to their work, simply because they were too busy combining their many other jobs"<sup>23</sup> Well, let me put it this way: I do not believe that it is the number of board seats held that affects performance. The problem simply lies in the fact that the average supervisory board member is just very bad at dealing with numbers.

Another development has been the societal call upon auditors to play a more active role in recognizing and managing potential risks. In an opinion piece that I co-authored with Mike Nawas and that was published in the January 2012 issue of *De Accountant*, we expressed our amazement at the fact that little or no attention was being paid in the public debate to the question whether auditors have sufficient knowledge *at all* to be able to live up to their societal role, given the dynamics presented by the financial markets.<sup>24</sup> We explicitly argued that members of the profession should have a better knowledge and understanding of the financial markets and their many complex products. This can be done, among other things, by raising knowledge and education requirements. Incidentally, I also discussed this vision in *Het Financieele Dagblad*, in April 2011. In this opinion piece, I stated that the importance of having auditors with the right level of knowledge is crucial. Still, this issue often remains underestimated and neglected.<sup>25</sup> We were not proven



wrong. In February 2012, it was announced that Vestia had run into financial difficulties with its derivative portfolio worth 23 billion Euros.<sup>26</sup> The corporation's auditors and its Supervisory Board had not seen things coming: they stood by and let events unfold.

In sum, it can be said of all the musketeers featuring in all *these* examples that they were unable to recognize bad investment policies in a timely manner. Of course, there may be many factors that contributed to these failures, but it is nonetheless quite clear that their knowledge and skills were simply obsolete.

## **RULES AND REGULATIONS**

If we look at rules and regulations, a number of new ones have been introduced to make it more difficult for managers to make bad investments. There are too many of these rules for a detailed discussion here, but allow me to elaborate on a few important ones that concern the limitation of speculative behaviour, with a special focus on the public and financial sectors.<sup>27</sup> On 5 September 2012, for instance, in an attempt to limit speculative behaviour, the Dutch Central Government introduced stricter rules for the Dutch housing corporation sector with respect to the use of derivatives.<sup>28</sup> This is definitely a step in the right direction, even if it comes a little too late to remedy the present problems. If a closer look had been taken at Vestia's books and if it had been noticed that a derivative portfolio worth 23 billion Euros is in fact a rather risky business, Vestia would not have been forced to seize Erik Staal's villa on Bonaire, his home in Krimpen aan de Lek and his pension policy.<sup>29</sup>



We can also witness the introduction of stricter rules and regulations when we consider the financial sector as a whole.<sup>30</sup> In the United States, an important and extraordinary step in the right direction was made in 2010 with the introduction of the Volcker Rule. This rule was designed to limit institutions in their attempts to further the interests of their stakeholders by making speculative investments with savings money (deposit funding). In my earlier example featuring the tropical island, this would mean that Mr Warehouse would, at worst, no longer be allowed to invest the other islanders' money. Unfortunately, the Volcker Rule has so far received heavy criticism from a number of large investment banks operating on Wall Street. They are not too happy about it because they see their competitive advantage jeopardized compared to financial institutions on other continents that have a different set of rules concerning speculative investments with savings money. We also see a discussion between these banks and regulators whether or not losses can be seen as speculation or part of standard risk management practice (hedging); if losses are due to risk management, then it is not considered speculation - and then no alarm bells start ringing. I hope you are with me on this one. To illustrate how bad the situation is, let me mention the case of JP Morgan. In 2012, which was only last year, the company reported trading losses amounting to two billion US dollars

(so that is *billion*, not million).<sup>31</sup> The question to be asked here is whether this was the result of speculation *or* standard risk management practice. Let me elaborate on this. The firm itself cites the following, and I quote an extract from the New York Post issued in May 2012: “.....the Firm’s ALM [*asset liability management*] team used credit derivatives to purchase protection on high yield credit default swap indices with short term maturities and to sell protection on high yield credit default swap indices with longer-term maturities – in effect, taking a high yield curve flattening position in the credit derivatives market.” The full text of the letter can be found on the New York Post’s website. Now let me ask you again: would you qualify this as speculation or standard risk management practice? Well, even the most senior investment bankers present here today would most likely need to look at this statement twice before understanding what it means. So, you may believe me when I say that it is not your fault if you don’t understand any of this. Still, I can offer a solution to this specific problem, namely by suggesting that financial institutions implement a system in which they explicitly record whether or not depositors have allowed them to use their savings money for speculative investments. On our tropical island, this would work well. The supervisory body would be responsible for oversight and many problems would be solved.<sup>32</sup>

In Europe, too, the banking sector will be faced with many new national and European rules and regulations aimed at making the financial sector more secure. Their introduction is expected to last until the final months of 2019.<sup>33</sup> One of the new developments concerns higher capital buffer requirements and stricter demands with respect to liquidity. In this field, I published an opinion piece in *Het Financieele Dagblad*, one year after the onset of the financial crisis, in which I argue that higher capital buffers may actually backfire if the banks’ remuneration policies are not adapted at the same time: bankers will be motivated to design even more risky structures in order to generate the same income as before.<sup>34</sup> Incidentally, this clearly illustrates precisely why agreements *must* be made between supervisors and financial institutions concerning the way in which other people’s money on savings accounts may be used for investments by the institution. In another article, which I published with Mike Nawas in *Het Financieele Dagblad* in January 2013, we also

state that having higher capital buffers may well become such a costly affair that it will undermine the foundations of our traditional banking models.<sup>35</sup> We argue that financial institutions should resell their loans to investors (a process termed “disintermediation”). The money that these institutions receive in return can then be used to provide loans to small and medium sized enterprises (termed “MKB sector” in Dutch). This, too, is an example of financial innovation and a type of innovation that may stand society in good stead.

In sum, rules and regulations are focused on strengthening the balance sheets of financial institutions. However, this could also lead to new problems in the form of issues that are related to bankers’ behaviours in their desire to engage in even riskier investments. It will also affect the way in which banks should design their business models in order to stay competitive and profitable. A major challenge in this process lies in managing risks and in communicating these to all capital owners. Precisely how this process will develop still remains to be seen.

## **STOCK TRADERS**

I have not yet discussed the role of the shareholder (equity owner). In our tropical island example, this would be the party that would buy the entire surplus of the cabin project valued at 30,000 coins. What can and may we expect from shareholders themselves in their battle against bad investments made by managers? My answer would be as follows: not a lot at this moment, unfortunately, but it is going to change.



Let me explain this. A serious setback in this case is the fact that a large number of shares are in the hands of stock traders, people who act on the shareholder's behalf but who, alas, have never been anywhere near the Board Room of the company whose shares they trade. This means that an enormous gap exists between the board members on the one hand and the shareholders on the other hand. In between the two, we find the stock trader who acts as a money manager agent. In an article published in The Wall Street Journal on 21 April 2009, John Bogle (former CEO of The Vanguard Group with an invested capital of \$2,000 billion<sup>36</sup>) states the following:

*"The managers of our public corporations came to place their interests ahead of the interests of their company's owners. Our money manager agents -- who in the U.S. now hold 75% of all shares of public companies -- blithely accepted the change. They fostered the crisis with superficial security analysis and research and by ignoring corporate governance issues. They also traded stocks at an unprecedented rate, engaging in a dangerous spree of speculation."*

There is, however, one exception that we need to follow very closely in the years to come. This party is expected to play a major role in the ways in which organizations are going to be run: the “activist shareholder”. Armed with their financial and strategic knowledge, these shareholders are able to force board members to operate more efficiently or to leave the company.<sup>37</sup> To give you an example: early this year, with the help of shares and cash-settled derivatives, Daniel Loeb and his investment fund Third Point managed to obtain 6.5% of the total number of Sony shares with the primary aim of kindly but urgently requesting Sony’s management to sell certain parts of its entertainment division. And how did Third Point convey this message to Sony? It wrote a simple letter to the Board, copying in the other shareholders.<sup>38</sup> Allow me to offer you a quote from an article written by Bloomberg and published on 7 August 2013: *“In a June 17 letter to Sony, Loeb said he held 70 million shares. Third Point said Sony management should communicate more specific plans for improving the results of its entertainment units.”* Much can be said about the various practices demonstrated by this type of hedge fund, but in terms of forcing organizations to share financial and strategic information I am a big supporter, as you know. We may conclude that, according to Third Point, Sony does not create sufficient value. Sony’s CEO, Kazuo Hirai, is not in favour of the plan proposed by Third Point (otherwise he would have come up with it himself) and in the same article he states that: *“Sony’s entertainment businesses are critical to our corporate strategy and will be important drivers of growth.”*

This is a typical example of the way in which the game is played today in the quest for value creation. Other well-known enterprises that have been cordially yet firmly invited to operate more efficiently include UBS, PepsiCo, Dell, and Microsoft.<sup>39</sup> And let us not forget our own ABN AMRO, which in 2007 received a similar letter from Children’s Investment Fund Management. We all know how that story ended. In summary, it would seem that possessing strategic financial information is crucial in the process of determining whether or not a company’s management is creating value for its equity owners. This is something we already know, of course, but the fact that an equity owner with a relatively limited number

of shares is able to shake the foundations of an entire organization through his financial knowledge and decisiveness is something that has now been added to the business agendas of many larger organizations. This is also an important element to consider for the development of our financial education, where the question how strategic financial information can be used to measure value, is an interesting one.

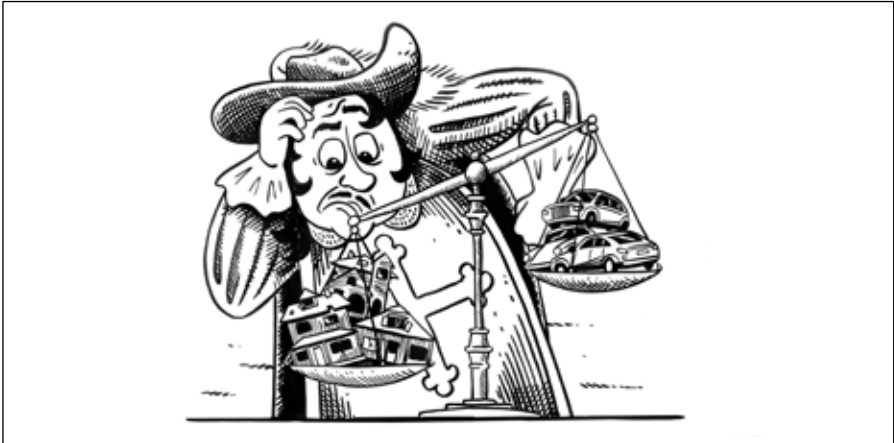
## **WHERE DOES FINANCIAL KNOWLEDGE FALL SHORT?**

Let me begin by briefly mentioning a series of (new) financial instruments that over the past few years have hit the global news headlines in a somewhat negative way. With these instruments I mean collateralized debt obligations, hedge funds, structured investment vehicles, residential mortgage backed securities, asset back securities, credit default swaps, interest rate swaps, and last but not least cash-settled derivatives. But before I continue, let me ask you a somewhat ethical question: is financial innovation to be considered a bad thing because we apparently find it difficult to understand the associated risks? After all, we are keeping ourselves highly occupied by drawing up rules and regulations to limit the use of these instruments. Why not simply forbid them? Addressing this question, Robert J. Shiller, professor at Yale University, stated the following at a CFA conference held in Chicago in July 2012:

*“Our civilization is built on financial innovation. Finance begets and supports almost all activities; it makes the world turn in a modern and civilized way. Innovation is necessary if finance is to remain relevant as a means of achieving society’s goals.”*

In my vision, financial innovation is not a bad thing, at least not by definition. In fact, it is absolutely necessary to strengthen our modern economy. However, what is needed here is a *full* and *complete* understanding of its risks if we wish to use financial innovation as a tool to create value. Financial innovation *can* be put to good use for the benefit of society. Let me give you an example here. I was involved in the development of the idea of constructing an innovative financing vehicle that

we based on CDO techniques. We indicated that the EU Stability Fund (EU support fund to bail out struggling economies such as the Greek economy) could spread risks in a more desirable manner among the participating countries. Our article was published at the end of last year by the Economien Platform Me Judice and cited in the International Financing Review published by the Dow Jones.<sup>40</sup> Still, it cannot be denied that the widespread use of many of the financial products I have just mentioned has led to the current financial crisis – and that as a result supervisors have leapt upon the design of stricter rules and regulations. We may qualify this as a natural and just response. However, a supervisor’s ambition to blindly control risk may well trigger unwanted developments and destroy the value of financial innovation for society at large. It is for this very reason that research and the development of new knowledge are of crucial importance.



Where exactly does financial knowledge fall short? In a nutshell, this is the case in the fields of (1) risk and (2) debt and equity. But beware: appearances can be deceptive. Let us take a closer look at risk. Not all financial products carry the *same* amount of risk when they carry the *same* name. To illustrate the point: a structured finance product backed by a German car loan cannot be compared to a product



backed by a dodgy American mortgage, despite the fact that both are called “structured”. These products, each with its own individual risk profile, are not similar. A Ferrari is not like a Fiat Panda, despite the fact that we call them cars. To prove that differences exist between the various financial products, I wrote an opinion piece together with Mike Nawas that was published in *Me Justice* in June 2012.<sup>41</sup> In our article, we argue in favour of downsizing the proposals for higher capital and liquidity requirements when *European* structured products are concerned, because they can in no way be compared to *American* structured products. This will motivate financial institutions to use this market afresh, as a result of which lending will be encouraged exactly where this should be done: to small and medium-sized business sector. And considering a recent publication in the *Wall Street Journal* (issued on 3 May 2013), it would seem that the President of the European Central Bank, Mario Draghi, is of the same opinion. This means that our work is not in vain.<sup>42</sup>

To illustrate what else is lacking or falling short, I shall now offer you a quote from Joseph Stiglitz. The text was published by the International Monetary Fund in May 2013:

*“There is also a lack of understanding of different kinds of finance. A major area in the analysis of risk in financial markets is the difference between debt and equity.”*<sup>43</sup>

Allow me to explain this with the help of the following example. Most people know that investments with a residual income (shares) may lose their value. One look at the stock market shows that they go up and down in value, something that we seem to find pretty normal. However, as soon as investments that promise a *fixed* income start losing their value, the alarm bells start ringing and people become worried. This is in fact rather naïve. Even if a product has a fixed income that is as high as that of shares, people still don’t “get it”, and they fail to realize that also fixed income investments may simply lose their value - despite the fact that the products carry the term “fixed”. In this respect, the Icesave bank fiasco we

witnessed in 2008 is an excellent illustration. At the time, many people were convinced that the extra income they could harvest would be free of charge. It will probably not come as a surprise that in actual practice *any* financial product with *any* type of risk can be traded as long as sufficient funds are available – in combination with a market full of hungry fools. And this is precisely where danger lurks in the financial markets, because there always are a lot of funds and fools. However, what one needs to understand is that there is no such thing as a “free lunch”, as was diligently and thoroughly researched as early as the 1970s by the 1997 Nobel Prize winners Myron S. Scholes and Robert C. Merton.<sup>44,45</sup>

In sum, investments with so-called fixed income always carry risk, except when the contract explicitly states that they carry “no risk”, but even then one has to wonder whether that is actually completely correct. After all, ING’s undefined Alt-A products were fixed income investments. And we now know how that story developed: these products were *not* without risk.<sup>46</sup>



Let us now go back to what I said earlier, namely that knowledge is falling short but that *this may be deceptive*. What exactly did I mean by “deceptive”? A frequently asked and related question is the following: is an investor able to

understand a financial product's risk level *before* buying it? Your wholehearted answer to this question is likely to be “not completely”, for it is precisely this phenomenon that landed us in the financial crisis we are currently experiencing. But what remains to be seen is whether that answer is correct.<sup>47</sup> The professors among us should read “The Credit Ratings Game” by Bolton et al., published in *The Journal of Finance* in 2012.<sup>48</sup> But let me rephrase the question: to what extent could a large financial institution with a lot of smart people hide behind the argument that they did not know that these products, when they were acquired, were as risky as they later proved to be? This is a hypothetical question with a touch of ethics, and it is a question that I cannot fully answer myself. However, what I *can* do is point you in a certain direction.

*“The whole of science is nothing more than a refinement of everyday thinking.”*  
*Albert Einstein, Physics and Reality (1936, p59).*

Let me start. When I was conducting my PhD research at Nyenrode, I wrote an academic paper together with my promotor André Thibeault. In it, we discussed the relationship between an investor's required income and the credit rating of a financial product. I then received an invitation from one of the world's largest credit rating agencies, Standard & Poor's, to visit them in New York in the summer of 2007.<sup>49</sup> Ironically, this took place only briefly before the onset of the financial crisis. During my visit, I delivered a presentation covering my research. In a nutshell, we demonstrated that significant differences exist between the investors' income required by various different financial products that had been awarded *similar* credit ratings. A CDO product, for instance, was shown to offer a much larger income for investors than an ABS product with exactly the *same* credit rating. So, despite the fact that a credit rating agency may award the same “mark” to different financial products, an investor should be able to know that the *value* of these products may actually differ, simply because this depends on many other factors. To illustrate the point, let us return to the two cars I mentioned earlier. We all know that, in the Netherlands, both a Fiat Panda and a Ferrari that are 10 years old have to be

subjected to the same annual safety test, the “APK-keuring” in Dutch. Despite the fact that both cars will have an APK bumper sticker, one knows that the price of these two cars is most likely significantly different. In the same vein, also financial products have different prices, even though they have the same credit rating. We drew a somewhat similar conclusion in a paper published in *The Journal of Fixed Income* in 2012: the null hypothesis assuming an *exclusive* reliance on credit ratings in the European market should be rejected, because an investor does in fact base pricing on a number of factors other than credit ratings.<sup>50</sup> To give you a good impression: what I am talking about here concerns products that have led to a situation in which the FED was forced (in 2009) to inject a total amount of \$7.7 trillion into the US financial markets in order to manage and control losses.<sup>51</sup> In the popular press, this event has also been termed “Ben Bernanke’s \$7.7 trillion secret”, although I fail to grasp how something like that could remain a secret.



To return to the topic, I went back to New York in the summer of 2013 and spoke at length with the former Vice President of one of the world’s largest banks. He told me that his bank, before the start of the crisis, had acquired risky financial products (CDOs) worth well over \$15 billion. He also told me that this had been

done without *any prior due diligence* research into associated risks, simply by solely relying on credit ratings. And precisely these products were the ones that lost most of their value later. So, one would conclude that bankers were completely unaware of the risk because they looked exclusively at the credit ratings. They were not to blame; it was the rating agency's fault. But to be honest, this is something I find rather hard to believe, because I had shown in an earlier study that CDOs produced extra income because they were risky products. And there is no such thing as a free lunch in the market, remember? Let us go back for a minute to our two cars, the Ferrari and the Fiat Panda. The same applies when you crash your Ferrari with all its official safety certificates and then claim to be surprised at its speed, because you expected that all cars with similar safety certificates would not be able to drive any faster than a Fiat Panda. This is what I call justifying speculative behaviour. In other words: bankers are bad losers. In any case, they cannot hide behind the argument of not knowing anything about additional risks. This is Icesave with a vengeance: slightly bigger in terms of size and slightly bigger in terms of impact.

What remains to be seen at this moment is the impact of our research on policy. On the one hand, regulators seek to abolish credit ratings altogether while the EU, on the other hand, wants the opposite with its wish to let credit rating agencies assess financial instruments. What can be said is that it should not be exclusively left to the banks *themselves* to assess risks unless an external control mechanism is in place with which it is possible to check and control risk *fully* and *completely*. Still, in my view this does not present a viable solution, because today's supervisors lack the necessary knowledge and skills to set up such an analytical system. In this respect, requiring an additional (independent) credit rating would seem to present a *better* option than having the banks themselves interfere with risk (*again*). Thus, it would be a very bad idea to trust banks with this task. That said, however, only time will reveal how the rest of the story unfolds.



## CONCLUSION

Ladies and gentlemen, you have been introduced to the wonderful world of investments and the game of numbers. And now that I think about it: perhaps an even better description would be “the wondrous world” of investments. I hope that I have been able to convince you that, today, it may well be more important than ever before to conduct research into the arena of financial investments. In this way, all parties involved would gain a better understanding of the associated risks, and as a result they would be more capable of controlling them - for the benefits of the organization itself and society as a whole.

Today is the dawn of a new era in which we will have to find the right direction when it comes to financial innovation. And above all, let us not forget that we will ultimately also be able to reap the *benefits* of such innovation. However, it is necessary to develop a better insight not only into the differences between various complex financial products in terms of their risks but also into ways in which the role played by regulators and rating agencies can be defined best. This, in combination with the fact that many of these products are traded *outside* the supervisor’s scope (“shadow banking”) in a market worth \$67,000 billion in 2012, presents an important research area that I will continue to explore.<sup>52</sup>

In my view, an important research criterion concerns the relevance of academic study for business practice. This means that a transfer of knowledge should take place not only into international academic journals but also to professional journals, the public debate, and education. I have been working in the field of investments for many years now, and I have noticed precisely how important this is to have an influence on daily practice. To illustrate the point: when students or business professionals come to see me, they often expect me to offer them an explanation of all possible financial problems. I usually manage to do this, usually

with the help of a few stories, but as soon as I start talking about investment policies and how speculative these can be, people frequently ask me for a ready-to-eat or one-size-fits-all model. What I explain to them next is that there is no truth, but merely a variety of different visions. Therefore, what needs to be done first and foremost with respect to investments is ensuring that you select the best possible vision. And this means that you need to support and communicate this vision to the very best of your abilities. This vision need not necessarily be in line with “the truth”, for “the” truth does not exist. And this is the moment when my audience starts staring at me as if I were slightly mad. I believe “abstract posturing” is what they call it. But things change rapidly when I instruct them to draw up a financial analysis of their companies, to say something useful about this, to communicate it to others and to present their findings. Then, they suddenly realize that their new knowledge enables them to make decisions with respect to value creation, something which directly affects an organization’s strategy. I have done this work for quite a few years now, with considerable success and a great deal of pleasure. One of my goals is to expand my work with the help of simulations. The best term for it would be “financial analytics”. This will ultimately enable us to see how sophisticated financial techniques can be used for a critical analysis of an organization with respect to its strategy. As a final goal, we may even envisage a situation in which we can reveal in great detail – simply by pressing a key – how a business process needs to be changed in order to create value for capital owners. To this end, we shall investigate investments and their returns in the various business sectors, at a national as well as an international level. To support this, one of my intentions is to write a short practical textbook concerning finance and investments that is founded on academic research. My earlier experience, in this country and abroad, has taught me that the need for such a practical guide is urgent. After all, in learning to understand financial investments, business professionals with multiple years of work experience should not be presented with a 300-page book full of hard-core academic expositions.

On a final note, I would like to mention that an important goal of the Nyenrode approach towards its students is to instil ethical awareness. For me, promoting this



entails teaching participants that there are alternative views in making investment decisions. The importance of such an approach can only grow; if there is one crucial lesson that we have learnt from the current crisis, it must be that the sole pursuit of self-enrichment can no longer be accepted.

Ladies and gentlemen, I have now come to the end of my inaugural lecture. I hope that I have been able to tickle your interest and that I have succeeded in showing you what it is that drives me in my particular field of study. Finally, I would like to express my sincere hope that, despite today's economic hardships, I have been able to convince you that we are on the brink of a new era in which many new financial opportunities are waiting to be explored, so that we may be able to further our economic growth. It is an era in which research and education play a vital role in the promotion of such growth. Allow me to finish my lecture by repeating what I mentioned at its start: "the only thing that *does* exist is vision". Now you have got one, too.



## A FINAL WORD OF THANKS

Ladies and gentlemen, I would like to express my sincere thanks to the Rector Magnificus of Nyenrode Business University, Prof. Miša Džoljic, and to the other members of the University Board, Prof. Leen Paape and Joost Pieter de Smeth, for the trust they have placed in me. I shall do my utmost to develop my Chair in the area of finance with a special focus on investments. I would like to conclude this lecture by naming and thanking, in chronological order, a number of people without whose assistance and contributions I would not have been standing here today.

Ed Sprokholt: we met at Nyenrode in 1998, which is as many as 14 years ago. I was a student in the IDP programme (today's MSc programme) and you supervised my finance-related Master's thesis. You have an ability like no other to motivate students and to fuel their interest in the subject of Finance. Thanks to you, I started working at Nyenrode in 2002, after my first job in the field of mergers and acquisitions. And you have not spared me; I did not have any teaching experience at the time, but you immediately put me in front of various groups of students. Although this was not always an easy task, it was (with hindsight) the best possible training programme for me to improve my skills in teaching Finance, not only to smaller groups but also to larger groups of course participants.

Prof. André Thibeault: I could not have wished for a better promotor to supervise my PhD thesis. One of the first things you did was tell me that I had to complete a number of PhD courses at Tilburg University before I could continue. At the time, this was a matter of considerable importance to you – and I agree with you now. At Nyenrode, we closely worked together for a very gratifying period of four years, a period in which you showed me the ropes and taught me the tricks of the trade. So far, we have produced a number of papers in cooperation with the

Vlerick Leuven Gent Management School, and I sincerely hope that many more will follow.

Ladies and gentlemen, at the start of the 2007/2008 academic year, my department - the Center for Finance - was placed under the supervision of Prof. Leen Paape (in his position as Dean of the School of Accountancy & Controlling) and Prof. Jan Bots (as Head of the Faculty). I would now like to extend a special word of thanks to these two men.

Allow me to address Prof. Leen Paape first. It frequently happened that we exchanged e-mails during the evening to discuss the various projects we were involved in, for instance for the Ministry or for a number of internal programmes. What struck me was that you would always return the texts I had sent to you with a lot of track changes more in red than there was black. That said, we have always finished the work. I am very grateful to you for your trust over the years and the help in the many projects that we have worked on together.

Prof. Jan Bots: if there is anyone I should not forget to thank here, it must be you. You were always prepared to provide me with advice with whatever it was that I needed help with. What I clearly remember, of course, are the assessment interviews that you (as my supervisor) held with me in those days. And you said on a number of these occasions: "Well done Dennis, but there is more to be done. You first need to develop yourself a bit more in a number of different areas". And then, with an encouraging pat on my shoulder, you would let me continue my way. It was also you, who urged that I should become the director of the Center. "This position would suit you nicely" is what you have said to me approximately four years ago. It presented no problem at all too you that I had no experience whatsoever in leading a group of highly-qualified professionals at that time. Anyway, I am thankful for it, and over the years you have taught me much of what I have learnt.

Let me turn briefly to "my" Center. It is an extraordinary group of people with strong characters. Together we form Nyenrode's nicest department, in my opinion. Therefore I would now like to say a few words to my colleagues Prof. Ivo Arnold, Prof. Kalun Tsé and Mike Nawas.

Ivo, in one sentence: your tremendous drive and energy in the fields of research and public debate is simply admirable. I feel privileged to have you as a colleague and I would like to express my hope that we will be able to organize many more future activities within our Center.

I would also like to address Kalun here. Ladies and gentlemen, Kalun chaired the appointment committee that was put in charge of my application to become a full professor. I vividly remember preparing my talk about thirty minutes before I was to meet the committee, in my own room and shaking with nerves. I had prepared a 20-slide presentation. Then Kalun walked in and asked me how I was doing. But as soon as he had formulated his question, he saw my slides, upon which he instantly replied: “Dennis, you need only two slides; there is no time for 20 slides, throw away the rest please”. And that was the end there and then of my well-prepared talk. In any case, Kalun, I have known you for well over ten years, and I could not wish for a better colleague. Your vast international experience is a vital asset and of crucial importance to the Center’s development as well as my own. And I promise to pay you a visit in Shanghai at the end of 2014, accompanied by my family.

Mike Nawas, ladies and gentlemen, ended up at Nyenrode in 2010. As a colleague, he is a very welcome addition to our team – introduced by Piero Overmars. Mike and I are cut from the same cloth, and with him I finally found somebody with whom I could discuss a large number of highly technical financial products: CDOs, derivatives, structured finance or bank regulations – you name it, Mike understood it all! What followed next was a long series of opinion pieces that we wrote together. In fact, we are on the brink of submitting our first academic paper to a highly regarded international academic journal. I sincerely hope that many more publications will follow.

Prof. Frank Fabozzi: you have taught me how to write academic papers. Before I met you in 2008, I was convinced that I could manage academic writing on my own, but apparently there was a lot that I had not figured it. We have been working and writing together for more than five years now, and our partnership has resulted

in as many as four academic papers. Our very first work was published as a working paper at Yale in 2009. That is an achievement I am still proud of.

I would also like to say a special word of thanks to the other members of the appointment committee: Prof. Jeff Gaspersz and Prof. Jaap Spronk. And I would definitely also like to include Prof. Roland Speklé and Prof. Roberto Flören for facilitating my appointment committee. And last, but not the least of my colleagues: Prof. Désirée van Gorp. I carry great respect for you and the way in which you always manage to inspire others. We have known each other for quite a while now, and I have always much appreciated your support for all my activities.

In the end, what we do at Nyenrode is also intended for the benefit of our students. It pleases me to see you here today, and I am grateful for the trust and confidence you placed in me. Finally, I would like to address my family and friends. I thank my old roommate Remon van Rijn, with whom everything started at Nyenrode in 1998. And of course this goes for the other members of our old Nyenrode group who are here today. Another word of thanks goes to my parents, Bardie Vink and Donna Laureijs, and to my brother Gordon Vink. And of course to my in-laws, for the many evenings and weekends that they were called in to take over my domestic duties, so that I could return to hiding behind my computer.

And now that I have reached the end of my lecture, I owe a special word of very special thanks to Marieke, since June officially my wife. You are the wind beneath our family's wings and you are a talented writer. The first thing you and I will do when this event is over is take our children Charlene and Rosalie to a sunny distant land for a holiday. After this long and busy period, you have definitely earned it.

With that I have spoken, ik heb gezegd.

- 
- <sup>1</sup> “Total global losses from financial crisis: \$15 trillion”, Al Yoon, *The Wall Street Journal*, October 1, 2012: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/10/01/total-global-losses-from-financial-crisis-15-trillion>.
- <sup>2</sup> Bebchuck, L., A. Cohen, and A. Ferrell, 2009, “What matters in corporate governance?” *Review of Financial Studies* 22, 783-827.
- <sup>3</sup> Ross, S.A., 1973, “The economic theory of agency: The principal’s problem”, *American Economic Review* 62, 134-139.
- <sup>4</sup> Mitnick, B.M., 1974, “The theory of agency: The concept of fiduciary rationality and some consequences”. Unpublished PhD thesis, Department of Political Science, University of Pennsylvania. Univ. Microfilms No. 74-22, 881.
- <sup>5</sup> Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- <sup>6</sup> Merton, R.C., 1987, “A simple model of capital market equilibrium with incomplete information”, *Journal of Financial Economics* 42, 483-510.
- <sup>7</sup> Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- <sup>8</sup> The problem between owner and agent is also described by Adam Smith (1776) in *The Wealth of Nations*: “The directors of [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.” Smith, A., 1776, “The Wealth of Nations”, in C.J. Bullock, ed. *The Harvard Classics Volume 10* (P.F. Collier & Son, New York).
- <sup>9</sup> “A new economics in an imperfect world”, Josef Stiglitz and George Akerlof, *The Guardian*, October 28, 2009: <http://www.theguardian.com/commentisfree/2009/oct/28/economics-alternative-theories-stiglitz-regulators>.
- <sup>10</sup> “Gemiddelde dekkingsgraad pensioenfondsen gestegen naar 104%”, *De Nederlandsche Bank*, 21 March 2013: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/statistisch-nieuwsbericht/dnb287019.jsp>.

- <sup>11</sup> “Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht”, Autoriteit Financiële Markten, 2011: <http://www.afm.nl/~-/media/files/rapport/2011/onderzoeksrapport-kosten-pensioenfondsen.ashx>.
- <sup>12</sup> “Impact on ING’s asset base”, 2008 Annual Report ING: [http://annualreports.ing.com/2008/report/risk\\_mgmt/impact.html](http://annualreports.ing.com/2008/report/risk_mgmt/impact.html).
- <sup>13</sup> Another example concerns the Dutch Gasunie, a company that according to an article published in Trouw (Jelle Brandsma, 18 December 2012) had overpaid for an acquisition by as much as 1.8 billion Euros. Talking about an “unrealistically high surplus”.... A quote: “Gasunie leunde te veel op de informatie van de verkopende partij. Bovendien werden slechts twee van de zes toekomstscenario’s naar de commissarissen gestuurd.” Source: <http://www.trouw.nl/tr/nl/4504/Economie/article/detail/3365202/2012/12/18/Veel-te-dure-overname-kost-Gasunie-1-8-miljard-euro.dhtml>.
- <sup>14</sup> Modigliani, F. and M.H. Miller, 1958, “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, *The American Economic Review* 48, 261-297.
- <sup>15</sup> DNB’s website states the following: “DNB maakt zich sterk voor financiële stabiliteit en draagt daarmee bij aan duurzame welvaart in Nederland.” Source: <http://www.dnb.nl/over-dnb/onze-missie/index.jsp>. The English text can be found at <http://www.dnb.nl/en/about-dnb/onze-missie/index.jsp>.
- <sup>16</sup> “Visie DNB Toezicht 2010-2014.” Source: [http://www.dnb.nl/binaries/Visie%20DNB%20Toezicht%202010-2014\\_tcm46-230507.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/Visie%20DNB%20Toezicht%202010-2014_tcm46-230507.pdf).
- <sup>17</sup> “Nu zou DNB dat niet meer zo doen”, by Robert Giebels, *Volkskrant*, 5 February 2013: <http://www.volkskrant.nl/vk/nl/2844/Archief/archief/article/detail/3388531/2013/02/05/Nu-zou-DNB-dat-zo-niet-meer-doen.dhtml>.
- <sup>18</sup> “Breng AFM onder bij toezicht DNB”, by Dennis Vink, opinion page *Het Financieele Dagblad*, 14 February 2012.
- <sup>19</sup> “Beide toezichthouders faalden in miljardendebacle”, *NRC*, 14 January 2013: <http://www.nrc.nl/nieuws/2013/01/14/toezichthouders-faalden-in-miljardendebacle-rond-woningcorporatie-vestia>.
- <sup>20</sup> “Vestia schrappt 1,1 miljard aan bouwprojecten,” by Jeroen Langelaar, *Elsevier*, 2 July 2012: <http://www.elsevier.nl/Economie/nieuws/2012/7/Vestia-schrappt-11-miljard-euro-aan-bouwprojecten-ELSEVIER342934W>.
- <sup>21</sup> “Six million dollar questions voor uw commissarissen”, by Dennis Vink, *Finance & Control*, 2013: <http://www.finance-control.nl/artikel/13408/Six-million-dollar-questions-voor-commissarissen>.



- <sup>22</sup> “Bank governance and the crisis: Did board (in)competence matter for bank performance during the recent crisis?”, by Harald Hau, Johannes Steinbrecher, Marcel Thum, in *The European Financial Review*, February 17, 2011: <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=2524>.
- <sup>23</sup> “Kamer: aantal commissariaten beperken tot vijf,” NRC, 9 December 2009: [http://vorige.nrc.nl/economie/article2433618.ece/Kamer\\_aantal\\_commissariaten\\_beperken\\_tot\\_vijf](http://vorige.nrc.nl/economie/article2433618.ece/Kamer_aantal_commissariaten_beperken_tot_vijf).
- <sup>24</sup> “Accountants moeten meer begrip hebben voor financiële markten”, by Mike Nawas and Dennis Vink, *De Accountant*, 17 January 2012: <http://www.accountant.nl/Accountant/Opinie/Meningen/Poortwachtersfunctie+Financiele+markten+vereist+me.aspx>.
- <sup>25</sup> “Inschatten risico’s kan veel beter”, by Dennis Vink, opinion page *Het Financieele Dagblad*, 28 April 2011.
- <sup>26</sup> “Vestia accountant negeerde rode vlaggen (FD)”, *De Accountant*, 6 March 2013: <http://www.accountant.nl/Accountant/Nieuws/FD+Vestia-accountant+negeerde+rode+vlaggen.aspx>.
- <sup>27</sup> An excellent summary of the new rules and a discussion of the complexity of the financial sector can be found in: “In het land der blinden”, by Dennis Vink, *Idee De complexe samenleving*, 2013: [http://site.d66.nl/d66nl/document/idee\\_1\\_de\\_complexe\\_samenleving](http://site.d66.nl/d66nl/document/idee_1_de_complexe_samenleving).
- <sup>28</sup> “Beleidsregels derivaten woningcorporaties”, *Rijksoverheid*, 5 September 2012: <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/besluiten/2012/09/05/beleidsregels-derivaten-woningcorporaties.html>.
- <sup>29</sup> “Miljardenclaim voor oud-topman Vestia”, *RTL Nieuws*, 19 June 2013: <http://www.rtlnieuws.nl/nieuws/binnenland/miljardenclaim-voor-oud-topman-vestia>.
- <sup>30</sup> An important difference here concerns regulations in the United States and in Europe. In the US, the Federal Reserve is responsible for supervision; in Europe, it is the European Central Bank.
- <sup>31</sup> “Before big loss JP Morgan was of one Volker Rules fiercest foes”, Michael J. De La Merced, *New York Times*, May 11, 2012: [http://dealbook.nytimes.com/2012/05/11/before-big-loss-jpmorgan-was-one-of-volcker-rules-fiercest-foes/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2012/05/11/before-big-loss-jpmorgan-was-one-of-volcker-rules-fiercest-foes/?_r=0).
- <sup>32</sup> “Banks take different tacks on ‘Volker’ Provision”, Julie Steinberg, *The Wall Street Journal*, July 7, 2013: <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324260204578583500020823038.html>.

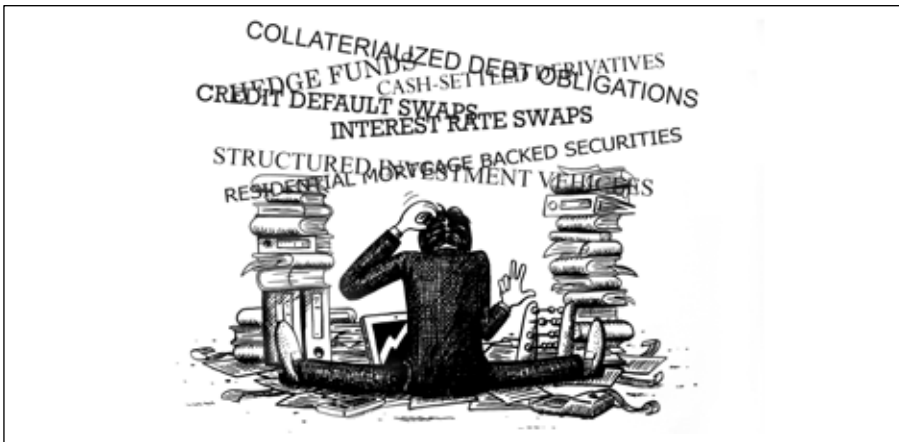
- <sup>33</sup> In Europe, important requirements to increase bank capital and liquidity are laid down in Basel III; for insurance companies this is done in Solvency II.
- <sup>34</sup> “Meer bufferkapitaal voldoet niet”, by Dennis Vink, opinion page Het Financieele Dagblad, 7 August 2008.
- <sup>35</sup> “Banken als traditionele intermediairs hebben hun langste tijd gehad,” by Mike Nawas and Dennis Vink, Economen Platform Me Justice, 11 March 2013: <http://www.mejustice.nl/artikelen/detail/banken-als-traditionele-intermediairs-hebben-hun-langste-tijd-gehad>. A shortened version, written by the same authors, was published in Het Financieele Dagblad on 6 March 2013.
- <sup>36</sup> “Vanguard CEO thanks clients as U.S. assets top \$2 trillion”, Bill McNabb, January 10, 2013: <https://personal.vanguard.com/us/insights/article/mcnabb-thanks-clients-2T-01102013>.
- <sup>37</sup> John Bogle, former CEO of The Vanguard Group with an invested capital of \$2.000 billion: “We must work to establish a “fiduciary society”, where agents entrusted with managing other people’s money are required... to place front and center the interests of the owners they are duly-bound to serve. The focus needs to be on long-term investments (rather than short-term speculation), appropriate due diligence in security selection, and ensuring that corporations are run in the interest of their owners.” Source: “A crisis of ethic proportions”, John C. Bogle, The Wall Street Journal, April 21, 2009: <http://online.wsj.com/article/SB124027114694536997.html>.
- <sup>38</sup> “Hirai under pressure to revive Sony after rejecting Loeb”, Mariko Yasu and Grace Huang, Bloomberg, August 7, 2013: <http://www.bloomberg.com/news/2013-08-05/sony-rejects-loeb-s-request-to-sell-part-of-entertainment-unit.html>.
- <sup>39</sup> “Let’s do it my way”, The Economist, May 25, 2013: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21578446-big-companies-are-being-stalked-hedge-funds-new-ideas-lets-do-it-my-way>.
- <sup>40</sup> “Eurozone heeft hulp van buiten nodig”, by Mike Nawas and Dennis Vink, 24 October 2012, Economen Platform Me Justice: <http://www.mejustice.nl/artikelen/detail/eurozone-heeft-hulp-van-buiten-nodig>. Cited by International Financing Review, October 29, 2012.
- <sup>41</sup> “Beleidsmakers laten uit angst de sterke Europese securitisatiemarkt links liggen”, by Mike Nawas and Dennis Vink, Economen Platform Me Justice, 5 June 2012: <http://www.mejustice.nl/artikelen/detail/beleidsmakers-laten-uit-angst-de-sterke-europese-securitisatiemarkt-links-liggen>.

- <sup>42</sup> “A solution to unlocking credit for the cash-starved”, Patricia Kowsman, *The Wall Street Journal*, May 3, 2013: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/05/03/a-solution-to-unlocking-credit-for-the-cash-starved>.
- <sup>43</sup> “The lessons of the North Atlantic crisis for economic theory and policy”, Joseph Stiglitz, *IMF Direct*, May 3, 2013: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/05/03/the-lessons-of-the-north-atlantic-crisis-for-economic-theory-and-policy>.
- <sup>44</sup> Black F. and M. Scholes, 1973, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy* 81, 637-54.
- <sup>45</sup> Merton, R.C., 1973, “Theory of Rational Option Pricing”, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, 141-183.
- <sup>46</sup> “Nationalisatie van ING was horrorscenario”, *BNR Nieuwsradio*, 1 December 2011: <http://www.bnr.nl/nieuws/beurs/220118-1112/nationalisatie-ing-was-horrorscenario>.
- <sup>47</sup> “S&P US lawsuit in retaliation for downgrade”, Chris Isidore, *CNN Money*, September 4, 2013: <http://money.cnn.com/2013/09/04/news/companies/sandp-downgrade-lawsuit/index.html>.
- <sup>48</sup> Bolton, P., X. Freixas, and J. Shapiro, 2012, “The credit ratings game”, *Journal of Finance* 67, 85-112.
- <sup>49</sup> Vink, D. and A. Thibault, 2008, “ABS, MBO, and CDO pricing comparisons”, *The Journal of Structured Finance* 14, 27-45.
- <sup>50</sup> Fabozzi, F.J. and D. Vink, 2012, “Determinants of primary market spreads on U.K. RMBS and its implications for investor reliance on credit ratings”, *The Journal of Fixed Income* 21, 7-14.
- <sup>51</sup> “Secret FED loans gave banks \$13 billion undisclosed to congress”, Bob Ivry, Bradley Keoun, and Phil Kuntz, *Bloomberg*, 28 November 2011: <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income.html>.
- <sup>52</sup> “Shadow banking grows to \$67 trillion industry, regulators say”, Ben Moshinsky and Jim Brunsten, *Bloomberg*, 19 November 2012: <http://www.bloomberg.com/news/2012-11-18/shadow-banking-grows-to-67-trillion-industry-regulators-say.html>.



Meneer de Rector Magnificus,  
Meneer de Decaan,  
Hoogleraren,  
Zeer geachte collega's,  
Mededeelnemers aan het New Board Programma,  
Beste studenten,  
Beste familieleden en vrienden,

Financieel management is een spel met cijfers dat maar door weinig mensen volledig wordt begrepen, maar dat gevolgen kan hebben voor iedereen. De vraag hoe de financiële crisis heeft kunnen ontstaan en hoe we een volgende kunnen voorkomen, is al jaren onderwerp van gesprek op vele niveaus. Na de start van de financiële crisis in het najaar van 2007 heb ik zes jaar intensief onderzoek verricht met een van 's werelds bekendste academici van Wall Street, om op zoek te gaan naar wat ik benoem als "de waarheid achter de cijfers". Ik heb papers gepubliceerd in internationale wetenschappelijke tijdschriften van hoge kwaliteit, meer dan duizend studenten opgeleid en financiële analyses uitgewerkt voor de Nederlandse overheid en diverse multinationals. Ik kan u nu zeggen dat financiële cijfers nooit de waarheid presenteren. Niet als zij geproduceerd zijn door academici, niet door bestuurders of financieel specialisten, en ook niet wanneer zij afkomstig zijn van politici. Er bestaat enkel een visie. En eenmaal onderbouwd met cijfers is die visie per definitie risicovol, en dus onbetrouwbaar.



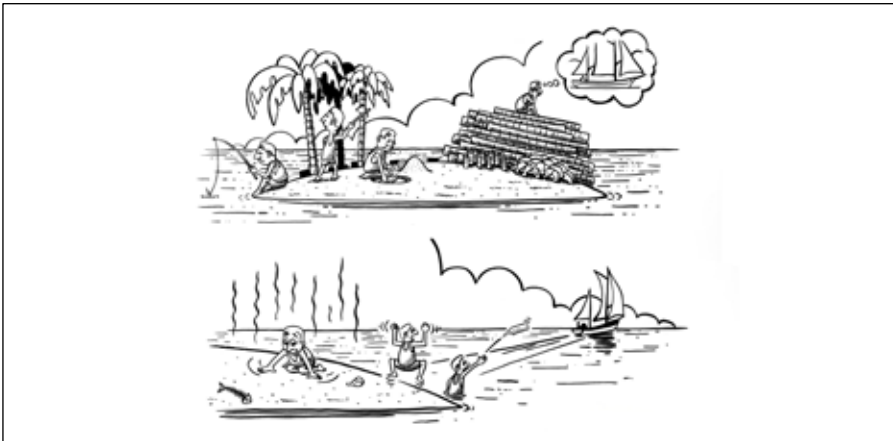
Veel mensen zijn verbaasd over de financiële schandalen die recentelijk of in het wat verdere verleden aan het licht zijn gekomen, maar als je bekijkt hoe organisaties bestuurd worden is het nog verwonderlijk dat we er met z'n allen niet een nog grotere puinhoop van hebben gemaakt. In de afgelopen zes jaar hebben we door slechte investeringen een verlies geleden van meer dan \$15 triljoen<sup>1</sup>: dat is 15.000 keer een miljard. En dat is de enige waarheid. Er is tegenwoordig een gebrek aan financieel-strategische kennis en daadkracht onder die partijen die juist het verschil zouden moeten maken in de discussie of een investering waarde toevoegt of niet. In de ideale wereld zijn aandeelhouders betrokken bij het bestuur van een organisatie om alternatieve visies te ontwikkelen die *wel* waardeverhogend werken. En toezichthouders en commissarissen kunnen *op zijn minst* uitleggen hoe zij ongewenste investeringen binnen een organisatie hebben uitgesloten. Accountants zijn daarnaast in staat om met hun kennis van complexe financiële producten het risico te identificeren en alle belanghebbenden hierover volledig te informeren.

Het is in deze tijd misschien wel belangrijker dan ooit om onderzoek te doen naar investeringen om zodoende risico's beter te kunnen begrijpen en te beheersen. Ik begrijp dat dit een enorme uitdaging is in een financiële omgeving die steeds complexer wordt, maar ik kan voor de academische wereld, mijn studenten

en de bedrijven waarmee ik werk het verschil maken door op dit gebied onderzoek te verrichten. Als gevolg daarvan kan ik ook kennis koppelen aan financieel onderwijs. Dit doe ik met als doel partijen beter in staat te stellen hun eigen visie te onderbouwen en op een effectieve manier te communiceren met alle belanghebbenden. Hoewel ik mij ervan bewust ben dat de investeringsproblematiek waarover ik spreek een onderdeel is van een veel grotere wiskundige vergelijking, zal ik u in mijn oratie proberen mee te nemen in wat ik noem de magische wereld van de cijfers. Zo zal ik u bijvoorbeeld proberen uit te leggen *hoe* problemen ontstaan met betrekking tot het investeren van kapitaal en *waarom* kennisoverdracht op dit gebied belangrijk is.

## HET SPEL MET CIJFERS

Ik zal u met een simpel voorbeeld de problematiek rond investeringen proberen uit te leggen. Het voorbeeld noem ik *het spel met cijfers*. Stelt u zich vier mensen voor die op een mooi tropisch eiland wonen en moeten voorzien in hun eigen levensonderhoud. Er wordt water en materiaal geproduceerd en vis gevangen. Er is een opslagplaats waar alle productiemiddelen van de eilandbewoners in voorraad worden gehouden. Deze opslagplaats wordt beheerd door de heer Opslag. Na een tijdje stapelen de voorraden zich op en is er in totaal 10.000 liter water, 10.000 kilo vis en 10.000 kilo hout verzameld. De heer Opslag besluit munten uit te geven ter grootte van de waarde van zijn voorraad. Iedere productie-eenheid wordt vertegenwoordigd door één muntstuk. Nadat er mooie munten geslagen zijn, ziet de balans van de heer Opslag er als volgt uit: aan de linkerkant van de balans staat een voorraad van 30.000 munten en aan de rechterkant van de balans staat een totaal van 30.000 aan schuldcertificaten. Dat betekent dat de bewoners nu met geld kunnen betalen in plaats van goederen onderling te moeten ruilen.



Na een tijdje heeft de heer Opslag 60.000 munten in zijn kluis en 60.000 productie-eenheden in voorraad. Meneer Opslag is voornemens al die munten te investeren in een project. Hij heeft twee opties. Optie A omvat maximaal risico en maximaal rendement en optie B geen risico en een laag rendement. Meneer Opslag laat zich leiden door zijn visie ooit een mooie boot te bezitten om van het eiland weg te varen en besluit te kiezen voor optie A: maximaal risico en maximaal rendement. Hij investeert 60.000 munten in een huttenproject op een ander eiland met een verwacht rendement van maar liefst 50%. De vraag die dan rijst, luidt: moet de heer Opslag de eilandbewoners aan wie het geld toebehoort op de hoogte stellen van het risico dat hij neemt? Aangezien er geen contracten zijn opgesteld tussen de heer Opslag en de eilandbewoners over het plegen van investeringen, besluit hij om hen niet te informeren.

Nadat de heer Opslag 60.000 munten geïnvesteerd heeft in het huttenproject, ziet de balans er als volgt uit. Aan de linkerkant staat een bedrag ter grootte van 60.000 munten dat veranderd is in een toekomstige vordering op het huttenproject ter grootte van 90.000 munten. Nu gebeurt er iets magisch. Aan de rechterkant ontstaat een surplus van 30.000 munten. Immers, de rechterkant en de linkerkant van de balans dienen even groot te zijn. Het vaststellen van het surplus brengt wel



een probleem met zich mee. Het surplus is namelijk een *te verwachten* opbrengst en het is nog maar de vraag of dit volledige bedrag ook gerealiseerd gaat worden. Ook staan er geen fysieke productiemiddelen (vis, water of materiaal) tegenover ter waarde van 30.000 munten. Dit is wat wij definiëren als een risicovolle investering, en is dus per definitie een onbetrouwbare. Wij komen dan aan bij een belangrijk leerpunt van dit model: indien de bestuurder (de heer Opslag) *niet* de plicht heeft om de geldeigenaren (de eilandbewoners) voor te lichten over de risico's van de investeringen dan is de hobbel die hij moet nemen om risicovolle investeringen te doen *kleiner*. De mogelijkheid van de geldeigenaren om effectief toezicht uit te oefenen ontbreekt dan.

Het volgende probleem gaat over de verdeling van het surplus. Gaat de heer Opslag de 30.000 munten die hij dént te gaan verdienen met het investeren van het geld in het huttenproject delen met de anderen, of steekt hij dit volledige bedrag in zijn eigen zak? De heer Opslag besluit helemaal niets te delen omdat hij enerzijds hierover geen afspraken heeft gemaakt met de eilandbewoners en anderzijds het extra rendement eigenlijk ook beschouwt als het resultaat van zijn eigen verdiensten. Een volgend belangrijk leerpunt is dat indien de winst van investeringen enkel aan de bestuurder toekomt, hij vrijwel alleen uit eigen (winst)belang zal gaan handelen.

Terug naar de balans. Productiemiddelen met een totale waarde van 60.000 muntstukken zijn door de heer Opslag geruimd voor een onzekere *claim* ter grootte van 90.000 munten in een huttenproject. Vanuit het oogpunt van de heer Opslag zijn de 60.000 munten aan de rechterkant van de balans vreemd vermogen, aangezien dat spaargeld is van de eilandbewoners en hij dat geld moet terugbetalen. Dat is logisch. Het geld wordt door hem immers slechts (tijdelijk) beheerd. Echter, op het eiland wordt de waarde van het vreemd vermogen negatief bepaald door de uitkomsten van het investeringsbeleid van de heer Opslag. Indien er een positief rendement wordt gemaakt, dan wordt dat volledig uitgekeerd aan de heer Opslag. In dat geval is de heer Opslag 30.000 maximaal muntstukken rijker. Maar in het geval van verliezen worden deze afgeboekt van de 60.000 muntstukken (vreemd vermogen) die zijn ingelegd door de eilandbewoners. Met andere woorden: zij kunnen al hun

muntstukken verliezen. Dit laatste staat in de literatuur bekend als moral hazard (of: entrenchement management), wat betekent dat de bestuurder ervoor kan kiezen om risicovol te beleggen met andermans geld - waarbij hij het risico bepaalt, maar de geldeigenaar de eventuele verliezen draagt (Bebchuck, Cohen en Ferrel, 2009).<sup>2</sup>

Dit voorbeeld maakt duidelijk welke oorzaken debet zijn aan slechte investeringen. Er is sprake van een disbalans tussen de invloed die de geldeigenaren (de eilandbewoners) en de bestuurder (de heer Opslag) hebben op het maken van keuzes. Dit komt doordat de bestuurder geen informatieplicht heeft jegens de eigenaar en de bestuurder eigenhandig kan kiezen voor de projecten die hem het hoogste surplus opleveren. Het feit dat er daarnaast geen plicht is de geldeigenaar (volledig) te compenseren voor het risico dat hij loopt, maakt dat de bestuurder optimaal getriggerd wordt om risicovolle en speculatieve keuzes te maken. Dit staat rationele investeringen in de weg.

De economen onder ons zullen het voorbeeld dat ik beschreef (deels) herkennen als het principaal-agent probleem dat ontwikkeld is door Stephen Ross<sup>3</sup> en Barry Mitnick<sup>4</sup> en verder is uitgewerkt door Jensen en Meckling<sup>5</sup> in de jaren 70, Merton<sup>6</sup> in de jaren 80 en Shleifer en Vishny<sup>7</sup> in de jaren 90.<sup>8</sup> Het voorbeeld beschrijft een model dat de kernproblemen van te risicovolle investeringen bevat. De huidige financiële crisis heeft ons geleerd dat veel bedrijven dit model in meer of mindere mate hebben toegepast.

## **HOE DESASTREUS ZIJN SLECHTE INVESTERINGEN?**

Slechte investeringen kunnen miljarden euro's kosten. Dat partijen (vaak) louter speculatief gedrag vertonen en dat er om die reden ook tekortkomingen zijn in de economische literatuur, wordt op een subtiele wijze omschreven door de twee Nobelprijswinnaars George Akerlof en Joseph Stiglitz.<sup>9</sup> Zij schreven op 28 oktober 2009 in The Guardian dat:

*“Behavioral economics, for example, emphasizes that market participants often act in ways that cannot easily be reconciled with rationality. Similarly, modern information economics shows that even if markets are competitive, they are almost*

*never efficient when information is imperfect or asymmetric (some people know something that others do not, as in the recent financial debacle) – that is, always”.*

In het systeem waarbij de geldeigenaar zijn geld laat beheeren door een bestuurder kan een financieel debacle uiteraard nooit helemaal uitgesloten worden. De kans hierop kan echter wel geminimaliseerd worden wanneer beide partijen expliciet afspraken maken over de te behalen doelstellingen en het gewenste risico. Dat houdt concreet in dat de eigenaar *zelf* voldoende deskundig moet zijn om deze doelstellingen te definiëren of dat de bestuurder expliciet inzicht zal moeten geven in hoe er belegd gaat worden en met welk risico, zodat de eigenaar hierin een keuze kan maken. Hoe het ook zij, de bestuurder zal in beide gevallen volledig transparant moeten zijn in het verstrekken van informatie, met de nadruk op *volledig*.



Laten wij eens kijken naar een aantal praktijkgevallen in Nederland. Ik neem de Nederlandse pensioenfondsen als voorbeeld. Nederlandse pensioenfondsen beleggen een vermogen van meer dan 1.000 miljard Euro, waarvan meer dan 85% in het buitenland belegd wordt.<sup>10</sup> Hoe kunt u erop vertrouwen dat uw pensioenfonds niet enkel bezig is met zelfverrijking terwijl uw belang uit het oog wordt verloren?

Zoals u wellicht heeft meegekregen is het gemiddelde pensioenfonds niet transparant over de door hen doorgevoerde beleggingskosten.<sup>11</sup> Ook is het niet duidelijk hoe risicovol zij beleggen. Waar is uw vertrouwen dan op gebaseerd? En beseft u dat dit gebrek aan transparantie speculatief gedrag kan bevorderen met nadelige gevolgen voor uw opgebouwde pensioenvermogen?

Een ander Nederlands voorbeeld: de ING Bank. Stel, u heeft al tien jaar lang geld gespaard op een bankrekening bij deze bank. Is u ooit, voordat de financiële crisis uitbrak in 2007, door deze bank uitgelegd dat uw spaargeld risico liep omdat de bank een gedeelte van haar kapitaal heeft belegd in risicovolle Amerikaanse hypotheeklen? De vraag luidt: waarom waren (en zijn) wij er zo zeker van dat ons spaargeld in goede handen is? Omdat wij ervan uitgaan dat er capabele mensen bij de bank werken en ons spaargeld in omvang zo verwaarloosbaar is dat er vast niet veel (bijzonders) mee gedaan wordt?

Ik geef u graag nog een sprekend bewijs van het feit dat gebleken is dat de bestuurders ons vertrouwen niet altijd waard zijn. In de jaarrekening van de ING Groep over 2008, die is gepubliceerd op de website van ING, is het volgende te lezen: *“Alt-A mortgage loans are regular residential mortgage loans in the US market which are frequently packaged into a RMBS. Notwithstanding the widespread existence of Alt-A RMBS a single standardized definition does not exist. As such, ING uses a broader definition than some other financial institutions.”*<sup>12</sup> Dat ING Bank klaarblijkelijk geen consistente definitie wist te hechten aan deze producten, maar wel heel serieus meldde dat zij voor circa 18,8 miljard Euro aan dit soort “door de markt ongedefinieerde” producten had uitstaan, geeft aan hoe dubieus deze investeringen zijn geweest. Feitelijk konden deze besluiten de gehele bank met al haar spaarders om zeep helpen. Op 26 januari 2009 maakten ING Groep en het Ministerie van Financiën bekend dat de Nederlandse Staat het risico zou overnemen op 80% van deze pakketten aan Amerikaanse Alt-A-hypotheekobligaties. Van de balans van de ING overgegaan op de balans van de overheid. Een gevalletje waarbij een investment bank stelt: “Sorry, maar neemt u wel even die troep mee bij het uitdoen van het licht en het dichtdoen van de deur? Bedankt en tot ziens”. Deze 18,8 miljard Euro aan Alt-A investeringen is een schoolvoorbeeld van hoe het niet moet:

gebrekkige informatie en een onrealistisch hoog surplus in combinatie met het niet (volledig) compenseren van de geldeigenaren van de bank voor het gelopen risico.<sup>13</sup> Dit probleem had (grotendeels) voorkomen kunnen worden indien ING-Bank te allen tijde verantwoording aan *a/* haar geldeigenaren had moeten afleggen. Dan hadden de bestuurders wel twee keer nagedacht voordat zij zich in risicovolle activiteiten hadden gestort. Dan was namelijk pijnlijk duidelijk geworden dat de paar procenten die een spaarder als vergoeding op zijn spaarrekening krijgt ineens niet meer zo hoog zijn, gegeven het opgeblazen risicoprofiel van de bank (in dit opzicht is het interessant om de Modigliani-Miller theoreem te lezen gepubliceerd in de *American Economic Review* in 1958)<sup>4</sup>. En hoe verkoop je dat risico aan je spaarders? Als het misgaat dan hebben we altijd de overheid nog die jullie het geld teruggeeft dat wij verloren hebben? Dit gaat veel dieper, namelijk over de vraag wat een retail bank met spaarders in vredesnaam heeft te zoeken in risicovolle activiteiten. Het zet het businessmodel van financiële instellingen op zijn kop.

## DE DRIE MUSKETIERS

De partijen die in een financieel debacle, naast de bestuurder, altijd het eerste als zondebok worden aangewezen, zijn: (1) de nationale toezichhouders (2) de commissarissen en (3) de accountants. Ik noem ze “de drie musketiers”.



De terugkerende vraag luidt: zijn zij eigenlijk wel in staat om slechte investeringen te herkennen en om bestuurders hier vervolgens op aan te spreken? Een financieel debacle kan natuurlijk niet in alle gevallen voorkomen worden door de toezichthouders. Het probleem is alleen dat we zoveel financiële ellende hebben meegemaakt dat we ons afvragen of zij hun rol überhaupt wel kunnen waarmaken. Cruciaal bij de beantwoording hiervan is de vraag of zij wel voldoende kennis bezitten. Ik begin met de nationale toezichthouder De Nederlandsche Bank (hierna: DNB), daarna de raad van commissarissen en tot slot behandel ik de accountants.

Er is veel geschreven over de rol van DNB in de financiële crisis. Het is duidelijk dat zij hun doelstelling - “maakt zich sterk voor financiële stabiliteit en draagt daarmee bij aan duurzame welvaart in Nederland” (aldus hun website) - niet hebben kunnen waarmaken.<sup>15</sup> Overigens mag gezegd worden dat het hun niet aan wil ontbreekt om het toezicht te verbeteren - zoals ook is vastgelegd in het rapport “Visie DNB Toezicht 2010-2014”.<sup>16</sup> Echter, met het miljardendebacle van woningcorporatie Vestia in 2012 heb ik ze niet gehoord.<sup>17</sup> In het Financieel Dagblad heb ik aan het begin van vorig jaar een opiniestuk gepubliceerd waarin de rol van DNB bij de problemen bij Vestia ter sprake kwam.<sup>18</sup> Het komt erop neer dat Vestia wel degelijk toezichthouders heeft, maar dat zijn andere dan DNB. De DNB heeft dus weinig te vertellen over Vestia en kan in principe ook niets verweten worden.<sup>19</sup> De schuld ligt bij de andere toezichthouders, CFV en WSW, die onvoldoende risicobeheersing en probleemsigalering verweten moet worden. Maar dan vraag ik mij wel af hoe sterk DNB dan eigenlijk is in het bewaken van de financiële stabiliteit in Nederland: specialistisch toezicht is blijkbaar verdeeld. Vestia heeft namelijk wel degelijk een negatieve invloed gehad op de financiële stabiliteit in Nederland en op de welvaart, maar bleef buiten het zicht van DNB. Volgens een artikel dat op 2 juli 2012 in Elsevier verscheen, schrapte Vestia voor 1,1 miljard Euro aan bouwprojecten - en dat raakt voornamelijk stadswijken in Den Haag en Rotterdam.<sup>20</sup> Waar ik behoefte aan heb is duidelijkheid. Het toezicht zou op de schop kunnen, waarbij er uiteindelijk één enkele hoofdaannemer wordt aangesteld die duidelijk kan maken aan de Nederlandse bevolking dat wij erop mogen vertrouwen dat hij *volledig* toeziet op het bewaken van de financiële stabiliteit en van duurzame welvaart in

Nederland (in plaats van het “ik maak mij sterk” argument te hanteren). En dat deze hoofdaannemer *iedereen* op de vingers tikt die een te groot risico neemt dat gevolgen kan hebben voor de financiële stabiliteit in Nederland. Een ander debacle betreft de onroerendgoedaffaire van de SNS Bank in 2013 en de toezichthoudende rol van DNB. Daar is echter al zoveel over geschreven en gezegd dat ik daar nu niet verder op zal ingaan.

We gaan over op de commissarissen. In dit kader heb ik onlangs een opiniestuk geschreven voor het blad Finance & Control dat wordt uitgegeven door Kluwer. Mijn stuk ging over het belang van een commissaris met de juiste financiële kennis.<sup>21</sup> Dit stuk had ik geschreven als een soort protest op falende commissarissen en lag in het verlengde van een persbericht van de Vereniging van Effectenbezitter (VEB) dat op 26 april 2013 op NOS.nl te lezen was. Dit bericht meldde dat de VEB niet alleen de bestuurders maar ook de Raad van Commissarissen verantwoordelijk hield voor de crisis bij Imtech. Mijn conclusie was dat het hebben van financieel-strategische kennis en daadkracht bij de commissarissen cruciaal is voor een goede vervulling van hun rol – en dat het *ontbreken* van zulke kennis funest is. Ik heb daarbij het idee opgeworpen om aan de hand van een aantal “six million dollar questions” te bepalen of een commissaris uit het juiste hout gesneden is. Dat financiële kennis onder commissarissen cruciaal is, wordt overigens bevestigd in een artikel van de hand van Hau et al. (2011) in The European Financial Review. In hun artikel tonen zij aan dat een risicovol investeringsbeleid geassocieerd wordt met een Raad van Commissarissen met beperkte financiële deskundigheid.<sup>22</sup> Overigens is het falen van commissarissen niet alleen te wijten aan verouderde financiële kennis; ook schijnt het aantal zetels dat zij hebben een probleem te zijn bij de uitoefening van hun functie. Ik citeer uit een artikel dat in 2009 in de NRC verscheen (dus vier jaar geleden): “Het afgelopen jaar zijn meerdere zorginstellingen en woningcorporaties in financiële problemen gekomen. In een aantal gevallen, zoals bij het failliet gegane zorgconcern Meavita en de gehandicaptenzorginstelling Philadelphia, kregen diverse commissarissen en vergelijkbare toezichthouders het verwijt dat zij te weinig tijd aan hun werk konden besteden omdat zij het te druk hadden met een veelvoud aan andere functies.”<sup>23</sup>

Laat ik het zo zeggen: ik geloof niet zo dat het aantal zetels een invloed heeft op de mate waarin je de functie kan uitoefenen. Het probleem is dat een gemiddelde commissaris gewoon niet kan rekenen.

Ook is er sprake geweest van een maatschappelijke roep om een actievere rol van de accountant in het signaleren en beheersen van potentiële risico's. In een opiniestuk van Mike Nawas en mijzelf dat is verschenen in *De Accountant* van januari 2012 hebben wij onze verbazing geuit over het feit dat in het publieke debat niet of nauwelijks aandacht wordt besteed aan de vraag of de accountants *überhaupt* wel voldoende kennis hebben om in de dynamiek van de financiële markten hun maatschappelijke rol waar te maken.<sup>21</sup> Wij betogen expliciet dat de beroepsgroep meer kennis moet bezitten van de financiële markten en hun complexe producten, onder meer door de kennis- en opleidingsvereisten te verhogen. Deze visie heb ik overigens ook op 28 april 2011 in het *Financieele Dagblad* beschreven. In dit stuk stelde ik dat het belang van een accountant met het juiste kennisniveau cruciaal is maar dat dit desondanks vaak onderbelicht wordt.<sup>25</sup> We zaten er niet ver naast. In februari 2012 werd bekend dat Vestia in de financiële problemen was gekomen met een derivatenportefeuille met een omvang van circa 23 miljard Euro.<sup>26</sup> De accountants en de Raad van Commissarissen zagen het niet aankomen: ze stonden erbij en ze keken ernaar.

Voor alle musketiers in deze voorbeelden geldt dat zij niet in staat waren op tijd slecht investeringsbeleid te herkennen. Hun kennis en capaciteiten zijn op dit gebied simpelweg verouderd.

## REGELGEVING

Inmiddels zijn er wel enige nieuwe regels geïntroduceerd om het voor een bestuurder moeilijker te maken om op een ongewenste manier met andermans geld om te gaan bij het plegen van investeringen. Er zijn teveel regels om hier in detail verder op in te gaan, maar ik zal aantal belangrijke toelichten die betrekking hebben op het beperken van speculatief gedrag, en dan voor de publieke en financiële sector in het bijzonder.<sup>27</sup> Voor de Nederlandse woningcorporatiesector bijvoorbeeld heeft de Rijksoverheid op 5 september 2012 strengere regels opgesteld met



betrekking tot het gebruik van derivaten om zodoende speculatief gedrag te beperken.<sup>28</sup> Dat is zeker een stap in de goede richting, ook al is het voor nu iets te laat. Wanneer ze namelijk eerder in de boeken hadden gekeken en hadden gezien dat een derivatenportefeuille van 23 miljard Euro toch eigenlijk best risicovol is, dan had Vestia op 18 juni 2013 geen beslag hoeven laten leggen op Erik Staals villa op Bonaire, zijn huis in Krimpen aan de Lek en zijn pensioenpolis.<sup>29</sup>



Als we kijken naar de gehele financiële sector, dan is er ook sprake van verscherpte regelgeving.<sup>30</sup> In de VS heeft men in 2010 een bijzondere stap in de goede richting gezet door de Volcker Rule te ontwikkelen die het speculatief investeren van spaargeld door instellingen ten gunste van haar aandeelhouders zou moeten beperken (in ons eerdere voorbeeld van het eiland zou dat betekenen dat de heer Opslag het geld van de andere eilandbewoners in het ergste geval *niet* meer mag beleggen). Deze regel is echter tot op heden helaas stevig bekritiseerd door een aantal grote beleggingspartijen op Wall Street die dit niet zien zitten omdat zij hun concurrentiepositie aangetast zouden zien worden ten opzichte van ondernemingen die wel speculatief mogen beleggen met spaargeld. Belangrijk hierbij is dat zij ook van mening zijn dat niet alle beleggingen zijn aan te merken als

speculatie, maar dat deze ook een noodzakelijk onderdeel kunnen zijn van standaard risico management: ook al verliezen ze er vele miljarden dollars mee. Om u een voorbeeld te geven hoe erg deze discussie is: JP Morgan rapporteerde in 2012 (dus vorig jaar) een handelsverlies van \$2 miljard.<sup>31</sup> De vraag die gesteld is luidt: is dit verlies het gevolg van speculeren, of is dit het gevolg van risicobeheersing? De onderneming zelf zegt hierover het volgende, en ik citeer een gedeelte uit de New York Post van 11 mei 2012: *“.....the Firm’s ALM [asset liability management] team used credit derivatives to purchase protection on high yield credit default swap indices with short term maturities and to sell protection on high yield credit default swap indices with longer-term maturities – in effect, taking a high yield curve flattening position in the credit derivatives market.”* U kunt de gehele brief lezen op de website van de New York Post. Nu vraag ik u nogmaals: is dit volgens u speculeren of niet? Ik kan u vertellen dat zelfs de meest senior investment bankers hier aanwezig hoogstwaarschijnlijk meerdere keren het antwoord moeten lezen voordat er begrepen wordt wat er nu eigenlijk staat. Kortom: het ligt niet aan u indien u er niets van snapt. Ik heb echter een oplossing voor dit specifieke probleem, en dat is dat financiële instellingen een systeem implementeren waarin zij registreren of de spaarders wel of niet toestemming hebben gegeven om met hun geld speculatief te beleggen (op het eiland zou dat werken). De toezichthouder kan hierop nazien. Dan zouden veel problemen opgelost zijn.<sup>32</sup>

Ook in Europa zal de bancaire sector tot en met 2019 met een grote golf aan nieuwe nationale en Europese regelgeving geconfronteerd worden om de financiële sector veiliger te maken.<sup>33</sup> Zo worden nog hogere kapitaalsbuffers voorgeschreven en strengere eisen gesteld ten aanzien van liquiditeit. In dit kader heb ik in het Financieele Dagblad al een jaar na het uitbarsten van de crisis een opiniestuk gepubliceerd waarin ik stel dat hogere buffers averechts kunnen werken als tegelijkertijd het beloningsbeleid binnen banken niet wordt aangepast.<sup>34</sup> Het is namelijk aannemelijk dat bankiers die voor hun beloning afhankelijk zijn van het behaalde rendement risicovollere constructies zullen structureren om zodoende hetzelfde rendement uit een portefeuille te persen als voorheen. Overigens is dit een mooi voorbeeld waarom er *juist* afspraken moeten worden gemaakt tussen

toezichthouders en financiële instellingen over de wijze waarop het te voeren speculatief beleid met spaargeld mag worden ingezet. In een ander artikel dat wij op 6 januari 2013 gepubliceerd hebben in het Financieele Dagblad stellen wij eveneens dat hogere buffers wel eens zo kostbaar kunnen worden dat het de bijl zet aan de wortel van het oude model van de bank.<sup>35</sup> Wij betogen dat financiële instellingen de door hen verstrekte leningen moeten doorverkopen aan investeerders (dat noemen we desintermediatie). Het geld dat de instellingen daarvoor (terug)ontvangen kunnen zij weer gebruiken om het bedrijfsleven te financieren. Ook dat is financiële innovatie en zal de maatschappij ten goede kunnen komen.

Kortom: regelgeving is gefixeerd om de balans van financiële instellingen veiliger te maken, maar het kan ook weer nieuwe problemen creëren: problemen die te maken hebben met het gedrag van bankiers om nog risicovoller te willen investeren. Ook heeft het gevolgen voor de wijze waarop banken hun businessmodel opnieuw moeten gaan inrichten om winstgevend te blijven. De grote uitdaging hierin is het beheersen van de risico's en de communicatie hierover. Hoe dat zich zal gaan ontwikkelen is op dit moment verre van duidelijk.

## **DE COMPUTERSCHERM AANDEELHOUDER**

Ik heb nog niet gesproken over de rol van de aandeelhouder, de partij die zijn geld investeert in risicovolle projecten van een organisatie (in het voorbeeld van het eiland zou dat de partij moeten zijn die de heer Opslag 30.000 muntstukken voorschiet voor de surplus van het huttenproject). Wat mogen wij verwachten van de aandeelhouder zelf in het gevecht om slechte investeringen van de bestuurder tegen te gaan. Mijn antwoord: helaas op dit moment niet veel, maar dat gaat (hopelijk) veranderen.



Een flinke tegenvaller is namelijk dat veel aandelen in handen zijn van wat ik noem schermhandelaren die namens de aandeelhouder handelen maar helaas nog nooit in de buurt zijn geweest van de bestuurskamer van het bedrijf waarin zij handelen. Dat betekent dat er een enorme kloof bestaat tussen de bestuurders van de organisatie aan de ene kant en de aandeelhouders aan de andere kant. Daartussen zit de schermhandelaar. In een artikel dat op 21 april 2009 in The Wall Street Journal is verschenen stelt John Bogle (oud-CEO van The Vanguard Group met een belegd vermogen van \$2.000 miljard<sup>36</sup>) het volgende:

*“The managers of our public corporations came to place their interests ahead of the interests of their company's owners. Our money manager agents -- who in the U.S. now hold 75% of all shares of public companies -- blithely accepted the change. They fostered the crisis with superficial security analysis and research and by ignoring corporate governance issues. They also traded stocks at an unprecedented rate, engaging in a dangerous spree of speculation”.*

Er is echter een uitzondering die we de komende jaren goed in de gaten moeten houden en die nog een grote rol gaat vervullen in de manier waarop

organisaties gestuurd gaan worden: de “activist shareholder”. Deze aandeelhouders kunnen met hun arsenaal aan financiële en strategische kennis bestuurders van ondernemingen dwingen efficiënter te opereren, dan wel af te treden.<sup>37</sup> Om u een voorbeeld te geven: aan het begin van dit jaar heeft Daniel Loeb met zijn beleggingsfonds Third Point met behulp van aandelen en cash-settled derivatives circa 6,5% van de aandelen in Sony weten te bemachtigen met als primair doel het bestuur van Sony vriendelijk doch dringend te verzoeken om delen van de entertainmentdivisie te verkopen. En hoe laat Third Point dat weten aan Sony? Dat doen zij door middel van het schrijven van een simpele brief aan het bestuur met een cc naar de overige aandeelhouders.<sup>38</sup> Ik citeer uit een artikel van Bloomberg dat op 7 augustus 2013 verscheen: *“In a June 17 letter to Sony, Loeb said he held 70 million shares. Third Point said Sony management should communicate more specific plans for improving the results of its entertainment units.”* U kunt veel zeggen over de praktijken van dit soort hedgefondsen, maar als het gaat over het dwingen van ondernemingen om financiële en strategische informatie te delen dan ben ik zoals u weet een grote fan. Third Point vindt dus dat Sony te weinig waarde realiseert. De CEO van Sony, Kazuo Hirai, ziet dit plan natuurlijk helemaal niet zitten (anders had hij dit plan zelf wel bedacht) en in hetzelfde artikel zegt hij: *“Sony’s entertainment businesses are critical to our corporate strategy and will be important drivers of growth.”*

Dit is dus een typisch voorbeeld van de manier waarop het spel gespeeld wordt op zoek naar waardecreatie. Andere bekende ondernemingen die op een soortgelijke wijze vriendelijk doch dwingend verzocht wordt om efficiënter te opereren zijn UBS, PepsiCo, Dell en Microsoft.<sup>39</sup> En laten we vooral niet onze eigen ABN AMRO vergeten die in 2007 een dergelijke brief heeft ontvangen van Children’s Investment Fund Management. En we weten hoe dat is afgelopen. Samengevat is het blijkbaar zo, dat het hebben van financieel-strategische informatie cruciaal is om inzicht te krijgen in de vraag of een bestuurder waarde creëert voor de eigenaar, of niet. Natuurlijk wisten we dat al, maar dat een relatief kleine eigenaar met zijn aandelen in staat is met zijn financiële kennis en daadkracht een gehele organisatie te doen wankelen is een fenomeen dat nog niet zo lang op de agenda staat van vele

grotere organisaties. Dit is relevant voor de verdere ontwikkeling van financieel onderwijs, waarbij met name de vraag hoe financieel strategische informatie gebruikt kan worden om waarde te meten interessant is.

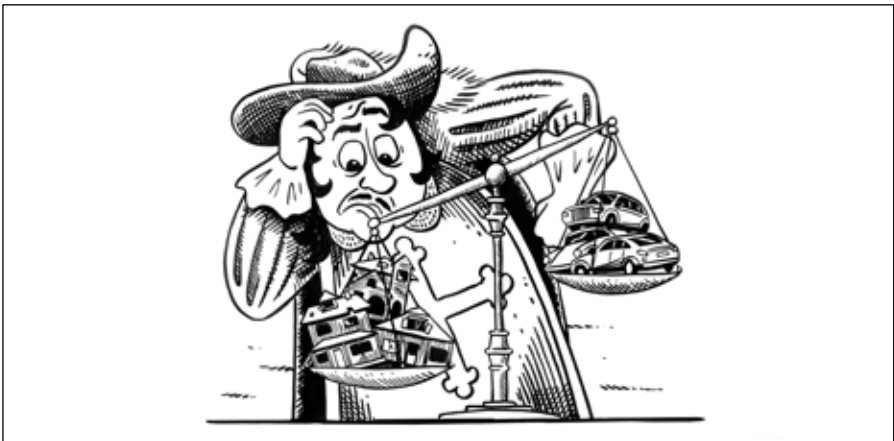
## **WAAR SCHIET FINANCIËLE KENNIS TEKORT?**

Laat ik beginnen met een kleine opsomming van een aantal (nieuwe) financiële instrumenten die de laatste jaren wereldwijd de koppen van de kranten hebben gehaald – en die dat op een niet al te positieve manier hebben gedaan. Ik heb het dan over collateralized debt obligations, hedge funds, structured investment vehicles, residential mortgage backed securities, asset back securities, credit default swaps, interest rate swaps, en last but not least cash-settled derivatives. Laat ik u een wat ethische vraag stellen: is financiële innovatie nu slecht omdat wij er klaarblijkelijk moeite mee hebben om het risico ervan te begrijpen? We zijn immers heel druk bezig met het verzinnen van regels om het gebruik ervan aan banden te leggen. Waarom zouden we ze niet gewoon verbieden? Robert J. Shiller, professor aan de universiteit van Yale, zei er op een CFA conferentie in Chicago in juli 2012 het volgende over:

*“Our civilization is built on financial innovation. Finance begets and supports almost all activities; it makes the world turn in a modern and civilized way. Innovation is necessary if finance is to remain relevant as a means of achieving society’s goals.”*

Mijn visie luidt: financiële innovatie is niet (per definitie) slecht. Het is zelfs noodzakelijk om de moderne economie te faciliteren. Het risico zal dan alleen wel *echt begrepen* moeten worden als we het willen gebruiken om waarde te creëren. Financiële innovatie kan op een goede manier ingezet worden voor de maatschappij. Om u een voorbeeld te geven: onlangs hebben wij een innovatieve financieringsconstructie voorgesteld die gebaseerd is op de CDO-techniek. Wat wij aangaven is dat het EU Stability Fund (EU steunfonds waaruit onder andere Griekenland wordt betaald) het risico op een meer gewenste wijze zou kunnen

spreiden onder de deelnemende landen. Dit stuk is aan het eind van het vorige jaar gepubliceerd door het Nederlands Economen Platform Me Judice en geciteerd in de *International Financing Review*, een publicatie van de Dow Jones.<sup>40</sup> Het kan echter niet ontkend worden dat het gebruik van vele van deze producten de financiële crisis hebben ingeleid en dat als gevolg daarvan toezichthouders zich hebben gestort op verscherpte regelgeving. Dit is een terecht en een logisch gevolg te noemen. Echter, het blind beheersen van risico's door de toezichthouder kan ook doorslaan naar de verkeerde kant en de waarde van financiële innovatie voor de maatschappij teniet doen. Onderzoek doen en kennis vergaren is om die reden cruciaal.



Maar waar schiet financiële kennis nu tekort? Kort gezegd is er sprake van tekort schieten op het gebied van (1) risico en (2) vreemd en eigen vermogen. Maar pas op: schijn kan bedriegen. Laat ik met risico beginnen. Niet alle financiële producten hebben hetzelfde risico, ondanks het feit dat ze dezelfde naam dragen. Om een voorbeeld te noemen: een gestructureerd financieel product met een Duitse autolening als onderpand kan niet over één kam worden geschoren met een product dat een falende Amerikaanse hypotheek als onderpand heeft, ondanks het

feit dat ze beide de titel “gestructureerd” dragen. Ze zijn dus verschillend, met elk een eigen risicoprofiel. Een Ferrari is ook niet hetzelfde als een Fiat Panda, ondanks het feit dat we ze beide auto’s noemen. Om aan te tonen dat er verschillen zijn tussen financiële producten en het risico, heb ik op 5 juni 2012 met Mike Nawas een opiniestuk geschreven voor Me Judice.<sup>41</sup> In dit stuk bepleiten wij dat de voorstellen voor hogere kapitaals- en liquiditeitsoverwegingen voor *Europese* gestructureerde producten naar beneden moeten worden bijgesteld omdat we ze niet over één kam kunnen scheren met de *Amerikaanse*. Hierdoor zullen financiële instellingen gemotiveerd worden om deze markt opnieuw te gebruiken, waardoor de kredietverlening bevorderd wordt op de plek waar het hoort: in het midden en kleinbedrijf. Gezien een recent artikel uit de Wall Street Journal van 3 mei 2013 lijkt het alsof de baas van de Europese Centrale Bank, Mario Draghi, deze visie deelt. We doen het dus niet voor niets.<sup>42</sup>

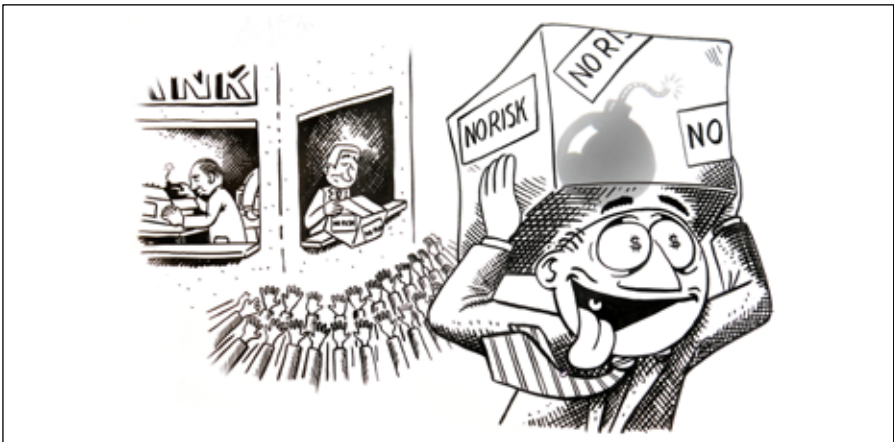
Om te illustreren waar het nog meer aan schort, gebruik ik de volgende quote van Joseph Stiglitz. De tekst is in mei 2013 gepubliceerd door het International Monetair Fonds:

*“There is also a lack of understanding of different kinds of finance. A major area in the analysis of risk in financial markets is the difference between debt and equity.”*<sup>43</sup>

Laat ik dit uitleggen aan de hand van een voorbeeld. De meeste mensen weten dat investeringen met een variabel rendement (aandelen) in waarde kunnen dalen. Echter, zodra investeringen met een vast beloofd rendement hun waarde beginnen te verliezen, dan gaan de alarmbellen ineens rinkelen. Dat is heel naïef. Zelfs wanneer een product een vast rendement heeft dat even hoog is als dat van aandelen, valt het kwartje vaak nog niet en beseft men niet dat ook vastrentende investeringen gewoon hun waarde kunnen verliezen, ondanks het feit dat er “vastrentend” op het product staat. De malaise met de Icesave bank in 2008 is hier natuurlijk een mooi voorbeeld van. Velen dachten dat het extra rendement dat ze konden realiseren gratis was. Het zal u misschien niet verbazen dat in de praktijk in



principe elk financieel product gekocht en verkocht kan worden met elk gewenst risico, zolang er maar voldoende geld is - en een markt vol met hongerige idioten. Dat is precies het gevaar van de financiële markten, omdat geld en idioten er altijd in overvloed aanwezig zijn. Er is echter geen “free lunch” in de markt, zoals in de jaren 70 uitvoerig is onderzocht door bijvoorbeeld Black-Scholes en Merton.<sup>44,45</sup> Kortom, beleggingen met een vast beloofd rendement hebben altijd risico, mits er expliciet in het contract staat dat het “geen risico heeft”, maar zelfs dan moet je je afvragen of dat wel echt klopt. De door de markt ongedefinieerde Alt-A producten van ING zijn bijvoorbeeld vastrentende beleggingen. En we weten hoe dat is afgelopen. Die producten zijn dus *niet* zonder risico.<sup>46</sup>



Terug naar de inleiding: kennis schiet tekort, maar pas op: *schijn kan bedriegen*. Wat bedoel ik daarmee? Een veelbesproken vraag die hierop aansluit is de volgende: is een investeerder in staat vooraf te bepalen hoeveel risico een financieel product heeft? Wellicht zult u allen op deze vraag volmondig met “niet volledig” antwoorden; het is immers om die reden dat we beland zijn in een financiële crisis. De vraag is nu of dat antwoord correct is.<sup>47</sup> De professoren onder ons zouden “The Credit Ratings Game” van Bolton et al. moeten lezen, een artikel

dat in 2012 is gepubliceerd in *The Journal of Finance*.<sup>48</sup> Laat ik de vraag anders stellen: in hoeverre zou bijvoorbeeld ING zich kunnen verschuilen achter het argument dat zij niet wist dat deze producten zo risicovol waren ten tijde van het kopen ervan? Dit is een hypothetische vraag met een ethisch randje. Het is een vraag die ik niet volledig kan beantwoorden, maar ik kan u wel een richting aangeven omdat ik mij veel in deze wereld bewogen heb.

*"The whole of science is nothing more than a refinement of everyday thinking."  
Albert Einstein, Physics and Reality (1936, p59).*

Nadat ik samen met mijn collega André Thibeault, mijn promotor tijdens mijn PhD-onderzoek op Nyenrode, een academische paper had geschreven over hoe het geëiste rendement van een investeerder kan fluctueren binnen een kredietbeoordeling, werd ik door een van 's wereld grootste kredietbeoordelaars, Standard & Poor's, uitgenodigd in New York in de zomer van 2007.<sup>49</sup> Ironisch gezien dus vlak vóór de crisis. Ik heb daar een presentatie gegeven over mijn onderzoek. In het kort toonden wij aan dat er significante verschillen zijn tussen de vergoedingen binnen gestructureerde financiële producten met eenzelfde kredietbeoordeling. Een CDO-product bijvoorbeeld biedt een flink hogere vergoeding dan een ABS-product met eenzelfde kredietbeoordeling. Ondanks het feit dat verschillende financiële producten dezelfde "stempel" van de kredietbeoordelende instantie krijgen, kan de investeerder weten dat de waarde kan verschillen, omdat deze simpelweg afhankelijk is van vele andere factoren. Net als bijvoorbeeld bij auto's. Ondanks het feit dat zowel een Fiat Panda als een Ferrari dezelfde APK-keuring krijgen, weet u dat de waarde van beide auto's verschilt. Dit hebben wij eveneens geconcludeerd in een paper dat in 2012 is verschenen in *The Journal of Fixed Income*: de nulhypothese van *exclusief* leunen op de kredietbeoordeling in de Europese markt moet verworpen worden omdat de investeerder zijn prijsvorming wel degelijk laat afhangen van een aantal andere factoren naast de kredietbeoordeling.<sup>50</sup> Om een volledig beeld te schetsen: ik praat hier over producten die hebben geleid tot een situatie waarin de FED in 2009 in totaal \$7.7 biljoen in het financiële systeem van de

VS moest pompen om de verliezen in de financiële markten te beheersen.<sup>51</sup> In de populaire pers werd deze actie ook wel “het \$7.7 biljoen geheim van Ben Bernanke” genoemd, hoewel ik niet goed begrijp hoe je zo iets geheim kan houden.



Om hier nog eens over te spreken, heb ik in de zomer van 2013 in New York een uitgebreid gesprek gehad met de oud-vicevoorzitter van het bestuur van een van 's werelds grootste banken. Hij vertelde mij dat voor de crisis zijn bank meer dan 15 miljard dollar aan risicovolle financiële producten (CDOs) had aangeschaft, zonder enige due diligence gedaan te hebben met betrekking tot het risico en door enkel te leunen op de kredietbeoordeling. En deze producten werden later zo goed als waardeloos. Ik concludeer: ze wisten dus van niets. Welnu, ik vind dat om eerlijk te zijn moeilijk om te geloven, omdat ik in een eerder onderzoek had aangetoond dat CDOs extra rendement gaven omdat het risicovolle producten waren. En de markt kent geen free lunches, weet u nog? Laten we hier even teruggaan naar het beeld van de Ferrari en de Fiat Panda. Hetzelfde geldt als je een ongeluk hebt gehad met een Ferrari met APK-keuring en dan stellen dat je verbaasd bent dat hij zo hard reed omdat je verwacht had dat alle auto's met een dergelijke keuring niet sneller konden gaan dan een Fiat Panda. Ik noem dit het goedpraten van speculatief

gedrag, oftewel: bankiers zijn slechte verliezers. Ze kunnen zich in ieder geval niet verschuilen achter het argument dat zij niets van de additionele risico's afwisten. Een beetje een gevalletje "IceSave", maar dan nog *iets* groter in omvang.

Welnu, wat de impact van ons onderzoek is op beleid is tot op heden nog niet duidelijk. Regulerende instanties willen enerzijds de kredietbeoordelingen helemaal afschaffen, en anderzijds wil de EU juist dat financiële instrumenten wel beoordeeld worden door kredietbeoordelingsinstanties. Het is wel zo dat men het niet exclusief aan de banken *zelf* moet overlaten om het risico in te schatten, tenzij er een extern controlemechanisme wordt ingebouwd dat risico's *volledig* controleert en dit afstemt met de geldeigenaren. En daar geloof ik niet in omdat toezichthouders op dit moment daarvoor de benodigde kennis en kunde niet hebben. In dat kader vind ik een additionele (onafhankelijke) kredietbeoordeling altijd nog een *betere* oplossing dan het voorstel dat de banken zelf (*wederom*) aan het risico gaan sleutelen. Dat vertrouwen wil ik de banken niet meer geven. De tijd zal het ons leren.

## SLOT

Dames en heren, ik heb u meegenomen in de wondere wereld van investeringen en het spel met cijfers. Een beter woord is hier eigenlijk “verwonderlijk”, maar dat terzijde. Ik hoop dat ik u ervan heb kunnen overtuigen dat het in deze tijd misschien wel belangrijker dan ooit is om onderzoek te doen naar investeringen om zodoende risico’s beter te kunnen begrijpen en te beheersen.

Wij staan aan het begin van een tijdperk waarin wij de juiste weg moeten gaan vinden met betrekking tot financiële innovatie. Maar laten wij vooral ook niet vergeten dat wij daarvan uiteindelijk ook de vruchten kunnen gaan plukken. Zo is het bijvoorbeeld noodzakelijk meer inzicht te krijgen in de verschillen in het risico van diverse complexe financiële producten en in de manier waarop de rol van de kredietbeoordeling -en regulerende instanties in dat kader het beste kan worden ingericht. Op dit moment is het voor beleidsmakers nog erg lastig om risico’s te doorgronden en te beheersen. Dit, gecombineerd met het gegeven dat een groot gedeelte van die producten verhandeld wordt buiten het zicht van de toezichthouder (“shadow banking”) in een markt die in 2012 \$67.000 miljard groot was, is een belangrijk onderzoeksthema dat ik wil voortzetten.<sup>52</sup>

Een belangrijk criterium voor onderzoek vind ik de relevantie voor de praktijk. Dat betekent dat naast het publiceren in internationale academische tijdschriften, ook een vertaalslag zal moeten worden gemaakt naar praktisch georiënteerde bladen, het publiek debat en onderwijs. Gedurende de vele jaren waarin ik mij met mijn vakgebied bezighoud, heb ik gemerkt hoe belangrijk dit is om uiteindelijk ook invloed te kunnen uitoefenen op de praktijk. Ter illustratie: als studenten en bedrijven bij mij komen dan verwachten zij vaak dat ik hen een verklaring geef voor alle financiële problemen. Dat lukt mij dan vaak nog wel met een mooi verhaal, maar

zodra ik het heb over investeringsbeleid en hoe speculatief dat kan zijn, dan willen zij graag een kant-en-klaar model. Het eerste dat ik dan uitleg is dat er geen waarheid bestaat, maar verschillende visies. Dus moet je ervoor zorgen dat wanneer het op investeringen aankomt, je de beste visie hebt. En dat betekent dat je die visie zeer goed moet kunnen onderbouwen en communiceren. Die visie hoeft niet eens overeen te komen met de waarheid, want die bestaat dus niet. En dan zie je dat mijn toehoorders mij aankijken alsof ik gek ben: abstract geneuzel noemen ze het dan. Maar als ik ze vervolgens een compleet bedrijf financieel laat doorrekenen en ze min of meer verplicht worden om er iets zinnigs over te zeggen, en dat ook nog te communiceren en te presenteren, dan verandert er iets. Ze beseffen dat ze met die kennis in staat zijn besluiten te nemen over waardecreatie die direct de strategie van een onderneming raakt. Dit doe ik al een aantal jaren met veel succes en veel plezier. Een van mijn doelen is om dit verder uit gaan bouwen met simulaties. Zo wordt het uiteindelijk mogelijk om te laten zien hoe je geavanceerde financiële technieken kan gebruiken om een bedrijf op een kritische wijze te analyseren in het kader van de strategie van de organisatie. Ik noem het “financial analytics”. Een uiteindelijk doel zal zelfs kunnen zijn dat, met een simpele druk op de knop, tot in detail inzichtelijk kan worden gemaakt of een bedrijfsproces verandert moet worden zodat deze het gewenste rendement oplevert. Hiervoor zal onder meer onderzoek moeten worden gedaan naar investeringen en rendementcijfers in verschillende sectoren, zowel op nationaal als internationaal niveau. Om dit te ondersteunen is een van mijn voornemens om een praktisch boek te schrijven over investeringen dat gebaseerd is op wetenschappelijke grondslagen. Mijn ervaringen in zowel het binnen- als het buitenland hebben mij geleerd dat hier grote behoefte aan is. Mensen in het bedrijfsleven kun je geen boek van 300 pagina's taaie wetenschappelijke uiteenzettingen voorschotelen om hen financiële investeringen te leren begrijpen.

Tenslotte wil ik u meegeven dat het een belangrijk doel van Nyenrode is om onze studenten een ethisch bewustzijn bij te brengen. Voor mij houdt dit bijvoorbeeld in dat ik studenten bijbreng dat er ook alternatieve visies zijn met betrekking tot het nemen van investeringsbeslissingen. Dit zal in de toekomst alleen

maar belangrijker worden, want een van de dingen die wij zeker van de huidige crisis geleerd hebben, is dat (enkel) zelfverrijking niet meer geaccepteerd wordt.

Dames en heren, ik ben gekomen aan het eind van mijn oratie. Ik hoop dat ik u een beetje enthousiast heb gemaakt voor mijn vakgebied en dat ik tot uw verbeelding heb kunnen spreken. Daarnaast hoop ik dat ik u er, ondanks de huidige tijd van crisis, ook van heb kunnen overtuigen dat wij een nieuw tijdperk inluiden waarin tal van financiële mogelijkheden te exploreren zijn om de economische groei te kunnen faciliteren. Een tijdperk waarin onderwijs en onderzoek in dit vakgebied een cruciale rol spelen. Ik sluit af waarmee ik begonnen ben: “er bestaat enkel een visie”. Nu heeft u er ook een.





# DANKWOORD

Dames en Heren, bij het aanvaarden van deze leerstoel dank ik, de Rector magnificus van de Nyenrode Business Universiteit, Prof. Miša Džoljic, en de overige leden van de University Board, Prof. Leen Paape en Joost Pieter de Smeth voor het vertrouwen die ze in mij stellen. Ik zal mijn uiterste best om mijn leerstoel op het gebied van financieel management en investeringen in het bijzonder invulling te gaan geven. Ik wil eindigen met het, in enigszins chronologische volgorde, noemen en bedanken van een aantal mensen die er in belangrijke mate toe hebben bijgedragen dat ik hier nu sta.

Ed Sprokholt, in 1998 (14 jaar geleden) leerden wij elkaar kennen op Nyenrode: ik was student in het IDP-programma (nu het MSc-programma) en jij was mijn thesis begeleider bij een financieringsgerelateerde scriptie. Jij kan als geen ander studenten weten te motiveren voor het vak financiering. Dankzij jou ben ik na mijn eerste baan in de fusies - en overname praktijk, in 2002 op Nyenrode begonnen met werken. Je hebt mij gelijk zonder enige leservaring voor groepen studenten geworpen. Hoewel het zeker niet altijd makkelijk was, is terugkijkend de beste leerschool geweest voor mij om zowel aan grote en kleine groepen financiering te kunnen doceren.

Prof. André Thibeault. Een betere promotor voor mijn proefschrift had ik mij niet kunnen wensen. Ik moest eerst van jou aan de Universiteit van Tilburg mijn PhD-vakken halen. Dat vond jij heel erg belangrijk, ik nu ook. We hebben vier jaar intensief samengewerkt op Nyenrode waarbij jij mij het vak hebt geleerd. We hebben in de tussentijd met heel veel plezier al behoorlijk wat stukken geschreven in samenwerking met de Vlerick Leuven Gent Management School. Ik hoop dat er nog vele zullen volgen.

Dames en heren, vanaf 2007/2008 viel mijn afdeling het Center for Finance formeel onder Prof. Leen Paape (destijds Dean School of Accountancy & Controlling) en Prof. Jan Bots (hoofd van de faculteit). Ik wil in het kort aan beide heren mijn dankwoord richten.

Dames en heren, het kwam regelmatig voor dat Leen en ik 's avonds elkaar troffen op de mail over projecten waarbij we betrokken waren voor bijvoorbeeld het Ministerie of een aantal andere interne projecten. Leen, het viel mij altijd op dat ik de stukken die ik naar je stuurde met meer rood terug kreeg dan zwart, maar uiteindelijk hebben we het toch altijd weer voor elkaar gekregen. Ik ben je heel dankbaar voor alle mogelijkheden die je mij hebt geboden.

Jan, als er iemand is die ik niet mag missen in mijn dankwoord dat ben jij het wel. Je was altijd een luisterend oor en bereid mij te helpen. Wat mij natuurlijk bijstaat, zijn mijn beoordelingsgesprekken die je destijds met mij als leidinggevende voerde. "Prima Dennis, maar je bent er nog niet hoor. Je moet je eerst nog in een aantal andere zaken verder ontwikkelen". En dan gaf je me weer een bemoedigende schouderklop. Het was ook jij die zich hardmaakte dat ik Center directeur moest worden zo'n vier jaar geleden: "dat vond jij wel wat voor mij", zei je dan. Dat ik geen enkele ervaring had met leidinggeven voor een groep hooggekwalificeerde professionals, daar zag je geen problemen in. En gelukkig maar. Al met al, ik heb heel veel van je geleerd.

Over mijn Center. We zijn een club met sterke karakters. Maar het is wel de leukste afdeling van Nyenrode, en dat meen ik oprecht. Daarom wil ik nu in het kort richten op mijn collega's Prof. Ivo Arnold en Prof. Kalun Tsé en Mike Nawas.

Ivo, in 1 zin: jouw drive in onderzoek en publiek debat is gewoon bewonderenswaardig. Ik ben blij dat we collega's zijn en dat we nog vele activiteiten in ons Center mogen organiseren.

Dames en heren, Kalun was de voorzitter van mijn beoordelingsadviescommissie voor Hoogleraar. Het staat mij nog scherp op het netvlies dat we in het half uur voordat ik voor de beoordelingsadviescommissie moest verschijnen, ik met knikkende knieën in mijn kamer mijn praatje aan het voorbereiden was: ik had circa 20 powerpoint slides voorbereid. Toen kwam Kalun binnen en vroeg mij of alles

Vlerick Leuven Gent Management School, and I sincerely hope that many more will follow.

Ladies and gentlemen, at the start of the 2007/2008 academic year, my department - the Center for Finance - was placed under the supervision of Prof. Leen Paape (in his position as Dean of the School of Accountancy & Controlling) and Prof. Jan Bots (as Head of the Faculty). I would now like to extend a special word of thanks to these two men.

Allow me to address Prof. Leen Paape first. It frequently happened that we exchanged e-mails during the evening to discuss the various projects we were involved in, for instance for the Ministry or for a number of internal programmes. What struck me was that you would always return the texts I had sent to you with a lot of track changes more in red than there was black. That said, we have always finished the work. I am very grateful to you for your trust over the years and the help in the many projects that we have worked on together.

Prof. Jan Bots: if there is anyone I should not forget to thank here, it must be you. You were always prepared to provide me with advice with whatever it was that I needed help with. What I clearly remember, of course, are the assessment interviews that you (as my supervisor) held with me in those days. And you said on a number of these occasions: "Well done Dennis, but there is more to be done. You first need to develop yourself a bit more in a number of different areas". And then, with an encouraging pat on my shoulder, you would let me continue my way. It was also you, who urged that I should become the director of the Center. "This position would suit you nicely" is what you have said to me approximately four years ago. It presented no problem at all too you that I had no experience whatsoever in leading a group of highly-qualified professionals at that time. Anyway, I am thankful for it, and over the years you have taught me much of what I have learnt.

Let me turn briefly to "my" Center. It is an extraordinary group of people with strong characters. Together we form Nyenrode's nicest department, in my opinion. Therefore I would now like to say a few words to my colleagues Prof. Ivo Arnold, Prof. Kalun Tsé and Mike Nawas.

Ivo, in one sentence: your tremendous drive and energy in the fields of research and public debate is simply admirable. I feel privileged to have you as a colleague and I would like to express my hope that we will be able to organize many more future activities within our Center.

I would also like to address Kalun here. Ladies and gentlemen, Kalun chaired the appointment committee that was put in charge of my application to become a full professor. I vividly remember preparing my talk about thirty minutes before I was to meet the committee, in my own room and shaking with nerves. I had prepared a 20-slide presentation. Then Kalun walked in and asked me how I was doing. But as soon as he had formulated his question, he saw my slides, upon which he instantly replied: “Dennis, you need only two slides; there is no time for 20 slides, throw away the rest please”. And that was the end there and then of my well-prepared talk. In any case, Kalun, I have known you for well over ten years, and I could not wish for a better colleague. Your vast international experience is a vital asset and of crucial importance to the Center’s development as well as my own. And I promise to pay you a visit in Shanghai at the end of 2014, accompanied by my family.

Mike Nawas, ladies and gentlemen, ended up at Nyenrode in 2010. As a colleague, he is a very welcome addition to our team – introduced by Piero Overmars. Mike and I are cut from the same cloth, and with him I finally found somebody with whom I could discuss a large number of highly technical financial products: CDOs, derivatives, structured finance or bank regulations – you name it, Mike understood it all! What followed next was a long series of opinion pieces that we wrote together. In fact, we are on the brink of submitting our first academic paper to a highly regarded international academic journal. I sincerely hope that many more publications will follow.

Prof. Frank Fabozzi: you have taught me how to write academic papers. Before I met you in 2008, I was convinced that I could manage academic writing on my own, but apparently there was a lot that I had not figured it. We have been working and writing together for more than five years now, and our partnership has resulted

in as many as four academic papers. Our very first work was published as a working paper at Yale in 2009. That is an achievement I am still proud of.

I would also like to say a special word of thanks to the other members of the appointment committee: Prof. Jeff Gaspersz and Prof. Jaap Spronk. And I would definitely also like to include Prof. Roland Speklé and Prof. Roberto Flören for facilitating my appointment committee. And last, but not the least of my colleagues: Prof. Désirée van Gorp. I carry great respect for you and the way in which you always manage to inspire others. We have known each other for quite a while now, and I have always much appreciated your support for all my activities.

In the end, what we do at Nyenrode is also intended for the benefit of our students. It pleases me to see you here today, and I am grateful for the trust and confidence you placed in me. Finally, I would like to address my family and friends. I thank my old roommate Remon van Rijn, with whom everything started at Nyenrode in 1998. And of course this goes for the other members of our old Nyenrode group who are here today. Another word of thanks goes to my parents, Bardie Vink and Donna Laureijs, and to my brother Gordon Vink. And of course to my in-laws, for the many evenings and weekends that they were called in to take over my domestic duties, so that I could return to hiding behind my computer.

And now that I have reached the end of my lecture, I owe a special word of very special thanks to Marieke, since June officially my wife. You are the wind beneath our family's wings and you are a talented writer. The first thing you and I will do when this event is over is take our children Charlene and Rosalie to a sunny distant land for a holiday. After this long and busy period, you have definitely earned it.

With that I have spoken, ik heb gezegd.

- 
- <sup>1</sup> “Total global losses from financial crisis: \$15 trillion”, Al Yoon, *The Wall Street Journal*, October 1, 2012: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/10/01/total-global-losses-from-financial-crisis-15-trillion>.
  - <sup>2</sup> Bebchuck, L., A. Cohen, and A. Ferrell, 2009, “What matters in corporate governance?” *Review of Financial Studies* 22, 783-827.
  - <sup>3</sup> Ross, S.A., 1973, “The economic theory of agency: The principal’s problem”, *American Economic Review* 62, 134-139.
  - <sup>4</sup> Mitnick, B.M., 1974, “The theory of agency: The concept of fiduciary rationality and some consequences”. Unpublished PhD thesis, Department of Political Science, University of Pennsylvania. Univ. Microfilms No. 74-22, 881.
  - <sup>5</sup> Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
  - <sup>6</sup> Merton, R.C., 1987, “A simple model of capital market equilibrium with incomplete information”, *Journal of Financial Economics* 42, 483-510.
  - <sup>7</sup> Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1997, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance* 52, 737-783.
  - <sup>8</sup> The problem between owner and agent is also described by Adam Smith (1776) in *The Wealth of Nations*: “The directors of [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.” Smith, A., 1776, “The Wealth of Nations”, in C.J. Bullock, ed. *The Harvard Classics Volume 10* (P.F. Collier & Son, New York).
  - <sup>9</sup> “A new economics in an imperfect world”, Josef Stiglitz and George Akerlof, *The Guardian*, October 28, 2009: <http://www.theguardian.com/commentisfree/2009/oct/28/economics-alternative-theories-stiglitz-regulators>.
  - <sup>10</sup> “Gemiddelde dekkingsgraad pensioenfondsen gestegen naar 104%”, *De Nederlandsche Bank*, 21 March 2013: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/statistisch-nieuwsbericht/dnb287019.jsp>.

- <sup>11</sup> “Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht”, Autoriteit Financiële Markten, 2011: <http://www.afm.nl/~/-/media/files/rapport/2011/onderzoeksrapport-kosten-pensioenfondsen.ashx>.
- <sup>12</sup> “Impact on ING’s asset base”, 2008 Annual Report ING: [http://annualreports.ing.com/2008/report/risk\\_mgmt/impact.html](http://annualreports.ing.com/2008/report/risk_mgmt/impact.html).
- <sup>13</sup> Another example concerns the Dutch Gasunie, a company that according to an article published in Trouw (Jelle Brandsma, 18 December 2012) had overpaid for an acquisition by as much as 1.8 billion Euros. Talking about an “unrealistically high surplus”.... A quote: “Gasunie leunde te veel op de informatie van de verkopende partij. Bovendien werden slechts twee van de zes toekomstscenario’s naar de commissarissen gestuurd.” Source: <http://www.trouw.nl/tr/nl/4504/Economie/article/detail/3365202/2012/12/18/Veel-te-dure-overname-kost-Gasunie-1-8-miljard-euro.dhtml>.
- <sup>14</sup> Modigliani, F. and M.H. Miller, 1958, “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, The American Economic Review 48, 261-297.
- <sup>15</sup> DNB’s website states the following: “DNB maakt zich sterk voor financiële stabiliteit en draagt daarmee bij aan duurzame welvaart in Nederland.” Source: <http://www.dnb.nl/over-dnb/onze-missie/index.jsp>. The English text can be found at <http://www.dnb.nl/en/about-dnb/onze-missie/index.jsp>.
- <sup>16</sup> “Visie DNB Toezicht 2010-2014.” Source: [http://www.dnb.nl/binaries/Visie%20DNB%20Toezicht%202010-2014\\_tcm46-230507.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/Visie%20DNB%20Toezicht%202010-2014_tcm46-230507.pdf).
- <sup>17</sup> “Nu zou DNB dat niet meer zo doen”, by Robert Giebels, Volkskrant, 5 February 2013: <http://www.volkskrant.nl/vk/nl/2844/Archief/archief/article/detail/3388531/2013/02/05/Nu-zou-DNB-dat-zo-niet-meer-doen.dhtml>.
- <sup>18</sup> “Breng AFM onder bij toezicht DNB”, by Dennis Vink, opinion page Het Financieele Dagblad, 14 February 2012.
- <sup>19</sup> “Beide toezichthouders faalden in miljardendebacle”, NRC, 14 January 2013: <http://www.nrc.nl/nieuws/2013/01/14/toezichthouders-faalden-in-miljardendebacle-rond-woningcorporatie-vestia>.
- <sup>20</sup> “Vestia schrappt 1,1 miljard aan bouwprojecten,” by Jeroen Langelaar, Elsevier, 2 July 2012: <http://www.elsevier.nl/Economie/nieuws/2012/7/Vestia-schrappt-11-miljard-euro-aan-bouwprojecten-ELSEVIER342934W>.
- <sup>21</sup> “Six million dollar questions voor uw commissarissen”, by Dennis Vink, Finance & Control, 2013: <http://www.finance-control.nl/artikel/13408/Six-million-dollar-questions-voor-commissarissen>.

- <sup>22</sup> “Bank governance and the crisis: Did board (in)competence matter for bank performance during the recent crisis?”, by Harald Hau, Johannes Steinbrecher, Marcel Thum, in *The European Financial Review*, February 17, 2011: <http://www.europeanfinancialreview.com/?p=2524>.
- <sup>23</sup> “Kamer: aantal commissariaten beperken tot vijf,” NRC, 9 December 2009: [http://vorige.nrc.nl/economie/article2433618.ece/Kamer\\_aantal\\_commissariaten\\_beperken\\_tot\\_vijf](http://vorige.nrc.nl/economie/article2433618.ece/Kamer_aantal_commissariaten_beperken_tot_vijf).
- <sup>24</sup> “Accountants moeten meer begrip hebben voor financiële markten”, by Mike Nawas and Dennis Vink, *De Accountant*, 17 January 2012: <http://www.accountant.nl/Accountant/Opinie/Meningen/Poortwachtersfunctie+Financiele+markten+vereist+me.aspx>.
- <sup>25</sup> “Inschatten risico’s kan veel beter”, by Dennis Vink, opinion page *Het Financieele Dagblad*, 28 April 2011.
- <sup>26</sup> “Vestia accountant negeerde rode vlaggen (FD)”, *De Accountant*, 6 March 2013: <http://www.accountant.nl/Accountant/Nieuws/FD+Vestia-accountant+negeerde+rode+vlaggen.aspx>.
- <sup>27</sup> An excellent summary of the new rules and a discussion of the complexity of the financial sector can be found in: “In het land der blinden”, by Dennis Vink, *Idee De complexe samenleving*, 2013: [http://site.d66.nl/d66nl/document/idee\\_1\\_de\\_complexe\\_samenleving](http://site.d66.nl/d66nl/document/idee_1_de_complexe_samenleving).
- <sup>28</sup> “Beleidsregels derivaten woningcorporaties”, *Rijksoverheid*, 5 September 2012: <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/besluiten/2012/09/05/beleidsregels-derivaten-woningcorporaties.html>.
- <sup>29</sup> “Miljardenclaim voor oud-topman Vestia”, *RTL Nieuws*, 19 June 2013: <http://www.rtlnieuws.nl/nieuws/binnenland/miljardenclaim-voor-oud-topman-vestia>.
- <sup>30</sup> An important difference here concerns regulations in the United States and in Europe. In the US, the Federal Reserve is responsible for supervision; in Europe, it is the European Central Bank.
- <sup>31</sup> “Before big loss JP Morgan was of one Volker Rules fiercest foes”, Michael J. De La Merced, *New York Times*, May 11, 2012: [http://dealbook.nytimes.com/2012/05/11/before-big-loss-jpmorgan-was-one-of-volcker-rules-fiercest-foes/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2012/05/11/before-big-loss-jpmorgan-was-one-of-volcker-rules-fiercest-foes/?_r=0).
- <sup>32</sup> “Banks take different tacks on ‘Volker’ Provision”, Julie Steinberg, *The Wall Street Journal*, July 7, 2013: <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324260204578583500020823038.html>.



- <sup>33</sup> In Europe, important requirements to increase bank capital and liquidity are laid down in Basel III; for insurance companies this is done in Solvency II.
- <sup>34</sup> “Meer bufferkapitaal voldoet niet”, by Dennis Vink, opinion page Het Financieele Dagblad, 7 August 2008.
- <sup>35</sup> “Banken als traditionele intermediairs hebben hun langste tijd gehad,” by Mike Nawas and Dennis Vink, Economen Platform Me Justice, 11 March 2013: <http://www.mejustice.nl/artikelen/detail/banken-als-traditionele-intermediairs-hebben-hun-langste-tijd-gehad>. A shortened version, written by the same authors, was published in Het Financieele Dagblad on 6 March 2013.
- <sup>36</sup> “Vanguard CEO thanks clients as U.S. assets top \$2 trillion”, Bill McNabb, January 10, 2013: <https://personal.vanguard.com/us/insights/article/mcnabb-thanks-clients-2T-01102013>.
- <sup>37</sup> John Bogle, former CEO of The Vanguard Group with an invested capital of \$2.000 billion: “We must work to establish a “fiduciary society”, where agents entrusted with managing other people’s money are required... to place front and center the interests of the owners they are duly-bound to serve. The focus needs to be on long-term investments (rather than short-term speculation), appropriate due diligence in security selection, and ensuring that corporations are run in the interest of their owners.” Source: “A crisis of ethic proportions”, John C. Bogle, The Wall Street Journal, April 21, 2009: <http://online.wsj.com/article/SB124027114694536997.html>.
- <sup>38</sup> “Hirai under pressure to revive Sony after rejecting Loeb”, Mariko Yasu and Grace Huang, Bloomberg, August 7, 2013: <http://www.bloomberg.com/news/2013-08-05/sony-rejects-loeb-s-request-to-sell-part-of-entertainment-unit.html>.
- <sup>39</sup> “Let’s do it my way”, The Economist, May 25, 2013: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21578446-big-companies-are-being-stalked-hedge-funds-new-ideas-lets-do-it-my-way>.
- <sup>40</sup> “Eurozone heeft hulp van buiten nodig”, by Mike Nawas and Dennis Vink, 24 October 2012, Economen Platform Me Justice: <http://www.mejustice.nl/artikelen/detail/eurozone-heeft-hulp-van-buiten-nodig>. Cited by International Financing Review, October 29, 2012.
- <sup>41</sup> “Beleidsmakers laten uit angst de sterke Europese securitisatiemarkt links liggen”, by Mike Nawas and Dennis Vink, Economen Platform Me Justice, 5 June 2012: <http://www.mejustice.nl/artikelen/detail/beleidsmakers-laten-uit-angst-de-sterke-europese-securitisatiemarkt-links-liggen>.

- <sup>42</sup> “A solution to unlocking credit for the cash-starved”, Patricia Kowsman, *The Wall Street Journal*, May 3, 2013: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/05/03/a-solution-to-unlocking-credit-for-the-cash-starved>.
- <sup>43</sup> “The lessons of the North Atlantic crisis for economic theory and policy”, Joseph Stiglitz, *IMF Direct*, May 3, 2013: <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/05/03/the-lessons-of-the-north-atlantic-crisis-for-economic-theory-and-policy>.
- <sup>44</sup> Black F. and M. Scholes, 1973, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy* 81, 637-54.
- <sup>45</sup> Merton, R.C., 1973, “Theory of Rational Option Pricing”, *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, 141-183.
- <sup>46</sup> “Nationalisatie van ING was horrorscenario”, *BNR Nieuwsradio*, 1 December 2011: <http://www.bnr.nl/nieuws/beurs/220118-1112/nationalisatie-ing-was-horrorscenario>.
- <sup>47</sup> “S&P US lawsuit in retaliation for downgrade”, Chris Isidore, *CNN Money*, September 4, 2013: <http://money.cnn.com/2013/09/04/news/companies/sandp-downgrade-lawsuit/index.html>.
- <sup>48</sup> Bolton, P., X. Freixas, and J. Shapiro, 2012, “The credit ratings game”, *Journal of Finance* 67, 85-112.
- <sup>49</sup> Vink, D. and A. Thibeault, 2008, “ABS, MBO, and CDO pricing comparisons”, *The Journal of Structured Finance* 14, 27-45.
- <sup>50</sup> Fabozzi, F.J. and D. Vink, 2012, “Determinants of primary market spreads on U.K. RMBS and its implications for investor reliance on credit ratings”, *The Journal of Fixed Income* 21, 7-14.
- <sup>51</sup> “Secret FED loans gave banks \$13 billion undisclosed to congress”, Bob Ivry, Bradley Keoun, and Phil Kuntz, *Bloomberg*, 28 November 2011: <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income.html>.
- <sup>52</sup> “Shadow banking grows to \$67 trillion industry, regulators say”, Ben Moshinsky and Jim Brunsten, *Bloomberg*, 19 November 2012: <http://www.bloomberg.com/news/2012-11-18/shadow-banking-grows-to-67-trillion-industry-regulators-say.html>.



**DENNIS VINK** is Full Professor of Finance and Investment at the Nyenrode Business Universiteit and is the Director of the Center for Finance at Nyenrode. He also serves as a Visiting Professor of Finance at the Moscow State University since 2012. He is known as the author of various academic papers that focus on structured finance in the European financial markets.

Dennis has worked at Nyenrode since 2002 where he has been given the Professor of the Year award for teaching excellence in the Nyenrode executive MBA jointly organized with Kellogg School of Management in 2009. He has worked with (senior) management of major corporations, such as ABN AMRO Lease, BAM, Damen Shipyards, Heijmans, Eneco, Eureka / Achmea, Oranjewoud, and ING Real Estate.

His working papers are published by the International Center for Finance at Yale School of Management, Vlerick Leuven Gent Management School, and the European Financial Management Association. He has written opinion pieces specifically on the use of financial instruments for Het Financieele Dagblad, NRC Handelsblad, de Accountant, and Me Judice.

Dennis is a regular referee for papers submitted to the European Financial Management Journal, Journal of International Money & Finance, and Journal of International Financial Markets, Institutions & Money.

### **Nyenrode Business Universiteit**

Center for Finance

Straatweg 25

3621 BG Breukelen

The Netherlands

ISBN 978-90-8980-062-6