

In het land der blinden....
Toenemende complexiteit van financiële markten
Het Idee (februari 2013) Mr Hans van Mierlo Stichting

Dennis Vink

Keywords:
activa securitisatie, kredietcrisis, risico, krediet crisis, banken.

www.dennisvink.nl

lificeerde meerderheid (in plaats van unanimiteit) te laten verlopen, op langere termijn tot teleurstellingen in landen die de hen onwelgevallige standpunten niet langer konden blokkeren. De introductie van directe verkiezingen van het Europees Parlement in 1979 had als doel de band tussen Europa en de nationale burger directer te maken. De daarmee gepaard gaande afschaffing van het in Nederland verplichte ‘dubbelmandaat’⁴ echter leidde uiteindelijk tot verdere democratische vervreemding: het opbouwen van een relatie met de kiezer werd voor een Europarlementariër ingewikkelder. Ten slotte werden de stapsgewijs groeiende bevoegdheden en autoriteit van de Europese instellingen in de lidstaten niet enkel beschouwd als een logisch en gewenst gevolg van wat eerder was besloten. Integendeel, toen het Hof en de Commissie in de loop van de jaren 80 steeds vaker de tanden lieten zien die hen in voorgaande decennia stap voor stap door de lidstaten waren toebedeeld,⁵ kwam dat het enthousiasme over Europese integratie niet ten goede. De armen van de Europese instellingen bleken langer dan de nationale politieke machthebbers zich bij verdragssluiting hadden beseft. Deze bewustwording ging zeker in Nederland gepaard met een ontkenning van politieke verantwoordelijkheid voor het proces tot dan toe – de bekende ‘wat slecht is, komt uit Brussel’-retoriek die in de jaren ’90 veel te horen was. Een houding die schade toebrengt aan de notie dat de Europese instellingen, alsook hun macht, waren voortgekomen uit de democratische wil van nationale volkeren.

Tijd voor bezinning

Van een succes is de ondoorzichtige, geleidelijke aard van het Europese integratieproces dus een valkuil geworden. De complexiteit van ‘Europa’ heeft haar democratische legitimiteit aangetast. Hiermee wordt ook het risico van doorgaan op dezelfde voet duidelijk. Nieuwe sprongen voorwaarts in het integratieproces, in de complexe realiteit van nu, zullen hoe dan ook weer onvoorziene gevolgen meebrengen. Een verdere bevraging van de legitimiteit van het integratieproces lijkt daarmee opnieuw ingebouwd in de voortgang van het proces. De vraag is hoe veel verder de zorgen kunnen oplopen voordat de grenzen

van ieders geduld zijn bereikt en dromen over een hechter verbonden Europa definitief naar de ijskast verwezen kunnen worden.

Misschien wordt het tijd voor grondige bezinning; voor het helder maken en uitdiscussiëren van de lijn alvorens nieuwe stappen te zetten. Liever één of twee weloverwogen stapjes vooruit, dan de methode van met grote passen snel thuis waarvoor op de lange termijn geen draagvlak blijkt te bestaan. Een criticus zal tegenwerpen dat de fietser, zeker bij tegenwind, flink moet blijven trappen om niet om te vallen. Aan hem zou ik willen vragen: welke goede dingen zijn er van fietsen op glad ijs gekomen? ‘Zachtjes aan, dan breekt het lijntje niet’; een ietwat conservatieve maar beproefde oud-Hollandsche wijsheid waarmee recht kan worden gedaan aan de hunkering van velen naar regie in het complexe proces van Europese integratie.

Jieskje Hollander is wetenschappelijk medewerker van de Mr. Hans van Mierlo Stichting en rondt momenteel haar proefschrift af getiteld *‘The incoming tide: Dutch reactions to the constitutionalisation of Europe’* (2013).

Noten

- 1 Aukje van Roessel (13 – 12 – 2012), ‘Vlieden’ in De Groene Amsterdammer.
- 2 Handelingen Tweede Kamer, 1991 – 1992 (11 – 12 – 1991) 2327.
- 3 Zie Artikel 177 van het EEG-Verdrag.
- 4 Afschaffing van de voorwaarde dat een Europarlementariër ook zitting diende te hebben in het nationale parlement.
- 5 In de loop van de jaren 80 en 90 van de vorige eeuw werd Nederland in toenemende mate op de vingers getikt door het Europese Hof van Justitie/de Europese Commissie met betrekking tot het niet naleven van Europese richtlijnen.

Allerlei complexe financiële producten en constructies lagen ten grondslag aan de huidige financiële crisis. Strengere regels en meer toezicht zou een herhaling moeten voorkomen. Maar lost dit de complexiteit op? Of maakt deze bureaucratie het juist erger? Hoogleraar financiering Dennis Vink vraag zich af of financiële partijen op den duur niet (weer) een maas in de wet weten te vinden om het risico op te schroeven en zo weer meer rendement te maken.

Door **Dennis Vink**

In het land der blinden...

Toenemende complexiteit van financiële markten

De samenleving is complexer geworden, ook op financieel gebied. Banken en verzekeraars hebben voor de financiële crisis allerlei ingewikkelde, slimme producten bedacht die flink wat geld in het laatje brachten. Maar op een zeker moment ging het mis. En toezichhouders stonden er bij en keken er naar. Nu komen overheden en diezelfde toezichhouders met strengere regels en eisen om het risico van financiële instellingen in te perken. Het is echter maar de vraag of dit zal werken.

Oorzaak malaise

De oorzaak van de huidige malaise in de internationale financiële markten is terug te voeren naar de beginjaren 2000, toen het bundelen en

verkopen van vorderingen op hypotheek door financiële instellingen in de Verenigde Staten een ware hype werd. De handel in risicovolle producten nam een vlucht na 1998 nadat de Glass-Steagall Act in de vs werd opgeheven. Dat betekende dat ‘commercial’ en ‘investment’ banking niet langer gescheiden hoefden te zijn en het feitelijk mogelijk werd voor een financiële instelling om met spaargeld risicovol te investeren en haar aandeelhouders te verrijken. Aandeelhouders staarden zich blind op rendementscijfers van circa 15% per jaar zonder zich daarbij teveel te beseffen dat het bestuur van een financiële instelling daardoor juist gemotiveerd werd risicovolle constructies op te tuigen om die 15% ook waar te maken. Waar niemand echter rekening mee hield,

Een CDS op een SPV vol MBS

Een *Credit Default Swap* (CDS) is een financieel product dat de koper verzekert tegen het risico dat een tegenpartij niet aan zijn schulden kan voldoen. Dus als ik een CDS op een Rabobank obligatie koop van bijvoorbeeld ING, dan betaalt ING mij het afgesproken bedrag uit op het moment dat Rabobank niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Een CDS is dus in principe een verzekering en je betaalt daar uiteraard een premie voor. Op zich is er met verzekeren niet zoveel mis, maar zoals met alle derivaten – een product dat van een ander financieel product is afgeleid – kun je ook de CDS gebruiken om te speculeren. Zonder Griekse staatsobligaties te bezitten kun je CDS-contracten afsluiten op een Grieks faillissement. Als iedereen dat doet geeft de marktprijs van de CDS een indicatie van het kredietrisico op Griekse staatsobligaties. Handig als je de *Rating Agencies* niet meer op hun blauwe ogen gelooft. Het wordt echter pas echt ingewikkeld als je CDS contracten op bedrijven afsluit die geen echte bedrijven zijn maar bestaan uit een verzameling hypotheekverstrekkers in de VS. Dan kun je als hypotheekverstrekker de hypotheek doorverkopen en je ook nog eens indekken tegen een 'default' van dat pakket hypotheek. Je geeft dus krediet aan wie maar wil, verkoopt die leningen door aan een Europees pensioenfonds en dekt je in tegen wanbetaling bij bijvoorbeeld AIG. Geen wonder dat er niet zo goed meer gekeken werd naar de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer. Een CDS op een SPV vol MBS is een complexe tikkende tijdbom.

Mark Sanders

Econoom Universiteit Utrecht
en lid van de redactieraad *Idee*

werd rond 2007 waarheid: de risicovolle vooreringen moesten opeens massaal worden afgeboekt voor honderden miljarden dollars omdat Amerikaanse huiseigenaren in de problemen waren gekomen door een explosief oplopende variabele rente.

Men kan zich afvragen waarom de aandeelhouders van financiële instellingen geen maatregelen hadden genomen om dit soort risicovolle investeringen een halt toe te roepen. Als u met uw spaargeld, waar u hard voor heeft gewerkt, een tweedehands auto koopt, dan sluit u op zijn minst een garantiecontract af tegen onvoorziene gebeurtenissen en u verzekert uw auto zoals de wet verplicht. Het tegendeel gold in de financiële sector, waar de relatie tussen risico en rendement niet begrepen werd. Als u zich dan bedenkt dat de toezichthouders en de kredietbeoordelende instanties die de financiële producten behoorden te controleren de negatieve gevolgen van deze complexiteit ook nog eens hebben onderschat, zijn we aanbeland in het land der blinden waar éénnoog koning is. Bankiers hebben de ingewikkelde producten gebruikt om veel winst te maken. Neem als voorbeeld de 'aandelen lease affaire', waarbij bankiers met veel te risicovolle beleggingsconstructies een hoog rendement voorschotelden aan onwetende consumenten, die uiteindelijk veel geld verloren zagen gaan.

Het is belangrijk om op te merken dat niet alleen financiële instellingen debet zijn aan de bovengenoemde problemen, maar dat ook overheden en publieke instellingen een flinke duit in het zakje gedaan hebben. Kijk bijvoorbeeld naar de huidige betalingsproblemen in de woningbouwsector, waarbij met publieksgeld gegokt is op de rentestand, maar dan per abuis in de verkeerde richting.

De complexiteit van de relatie tussen risico en het te verwachten rendement ligt dus ten grondslag aan de bovengenoemde problematiek. Op dit gebied kan men wat leren van het niet volledig voorspellende karakter van het weerbericht. Of anders uitgedrukt, de zinsnede 'in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst' kan in het kader van de huidige crisis beter geformuleerd worden als: 'financiële producten geven rendement met kans op verlies'.

Meer toezicht en dus bureaucratie?

Om herhaling van de huidige fouten te voorkomen, en misbruik van complexiteit tegen te gaan, is effectiever toezicht nodig op financiële instellingen. In de Verenigde Staten houdt de FED (*Federal Reserve*) toezicht op het monetair beleid en in Europa is dat de *Europese Centrale Bank*. In de afgelopen jaren is in zowel de VS als in Europa hard gewerkt door overheden en centrale banken om financiële instellingen veiliger te maken. Doel is om af te komen van 'too-big-too-fail'-instellingen die te groot zijn om 'om te laten vallen'. Er bestaat echter geen eenduidige definitie van 'veiliger'. In de VS heeft men in 2009 de Dodd-Frank Act aangenomen waarbij strikte regels worden voorgeschreven waar financiële instellingen aan moeten voldoen. Een onderdeel is de Volcker Rule die het risicovol investeren van spaargeld door instellingen ten gunste van haar aandeelhouders beperkt. In Europa zal de bancaire sector in de periode van 2012 tot 2015 eveneens met een grote golf aan nieuwe nationale en Europese regelgeving geconfronteerd worden om de financiële sector veiliger te maken. Regelgeving met betrekking tot *kapitaal en liquiditeit* en het beperken van het *systeemrisico* (het risico dat een probleem bij één financiële instelling leidt tot problemen bij andere instellingen) zullen een grote impact hebben.

Belangrijke eisen om in Europa het kapitaal en de liquiditeit van banken te vergroten zijn neergelegd in *Basel III*. Het doel daarvan is dat onvoorziene verliezen beter opgevangen kunnen worden en tijdig aan betalingsverplichtingen kan worden voldaan. Zo worden nog hogere kapitaalsbuffers voorgeschreven en strengere eisen gesteld ten aanzien van liquiditeit en de mate waarin de instelling met vreemd vermogen gefinancierd mag worden. Om het systeemrisico te beperken, is onder leiding van de Europese Commissie het *EU Crisis Management Framework* ontworpen. Verwacht wordt van banken dat zij een herstelplan ontwikkelen waarin zij aangeven hoe zij de continuïteit zullen waarborgen in kritische tijden, dan wel in een resolutieplan aangeven op welke wijze de bank kan worden afgewikkeld zonder dat dit ten koste gaat van de financiële stabiliteit. In Nederland loopt *De Nederlandsche*

Bank (DNB) en het Ministerie van Financiën hierop vooruit met de invoering van het 'Raamwerk Herstelplan', waardoor herstel- en resolutieplannen door banken al worden toegepast in de praktijk.

'De complexiteit van de relatie tussen risico en het te verwachten rendement ligt ten grondslag aan de huidige financiële problemen'

Minder risico en complexiteit?

Op dit moment zijn financiële instellingen druk bezig om de kapitaalbuffers te vergroten om aan de strengere regelgeving te voldoen. De vraag is echter in hoeverre deze strengere regelgeving de negatieve gevolgen van de complexiteit in de financiële sector tegengaat. Allereerst zien we namelijk dat financiële instellingen minder liquide middelen ter beschikking kunnen stellen om kapitaal te kunnen verstrekken aan bedrijven en particulieren. Dit omdat het minder aantrekkelijk is geworden voor aandeelhouders om te investeren in deze sector vanwege het belabberde rendement. Nu zult u denken, dat is toch juist de bedoeling? Misschien wel, misschien niet. Het is een goede zaak dat financiële instellingen meer kapitaal achterhouden om complexe risico's te beheersen. Echter, indien een hardwerkende ondernemer met een goed *business model* geen financiering meer kan krijgen omdat de bank geen extra bufferkapitaal wil aanhouden voor de lening, dan schiet de regelgeving aan zijn doel voorbij. Het gaat immers om het beperken van risico's van financiële instellingen door het beheersen van derivaten en andere risicovolle producten, de zogenaamde '*financial weapons of mass destruction*'.



Daarnaast is er inmiddels sprake van een *overkill* aan maatregelen door verschillende instanties om de Europese financiële sector veiliger te maken. Dat leidt tot onnodig veel bureaucratie en daarmee nieuwe complexiteit. De vraag is of dit het zo gewenste, meer effectieve toezicht niet in de weg zit. Strengere regelgeving motiveert financiële instellingen namelijk om op zoek te gaan naar relatief veiligere investeringen met een goede *pay-off* om ervoor te zorgen dat er voldoende rendement wordt gemaakt om uit te keren aan de aandeelhouders. Financiële markten anticiperen hierop door een complexe markt te creëren waarin risicovolle producten worden geherstructureerd en als veilig worden aangeboden. Dat was voor de crisis al zo, en dat wordt nu – met strengere regelgeving – nog veel extremer. Een financiële instelling is namelijk nog steeds uit op het maken van winst, en wel zo veel mogelijk. Heeft veel toezicht dan eigenlijk wel zin en is het niet zo dat een bankier, of ‘de markt’, altijd wel een manier vindt om de regels te omzeilen? Kortom, complexiteit in de financiële sector bestrijden met meer regels werkt nieuwe complexiteit in de hand. Het is een vicieuze cirkel.

Uiteindelijk zal er een markt moeten worden gecreëerd waarbij er onderscheid wordt gemaakt

tussen commerciële en niet-commerciële banken met elk een eigen stelsel van regelgeving. Een die niet resulteert in het frustreren van het conventionele bankieren. Dat er daarmee per saldo minder geld wordt verdiend door de bankiers en de aandeelhouders is erg vervelend voor ze, maar dan kan in ieder geval de slager op de hoek weer rekening courant krijgen.

Dennis Vink is als hoogleraar financiering en investeringen verbonden aan Nyenrode Business Universiteit en is directeur van het Nyenrode Center for Finance. Daarnaast is hij visiting professor of finance aan de Moscow State University. In 2009 is hij gekozen tot professor of the year in de executive MBA dat georganiseerd werd door Nyenrode en Kellogg School of Management. Dennis Vink is gespecialiseerd in (gestructureerde) financiering en heeft onderzoek verricht in samenwerking met faculteit van Yale International Center for Finance, EDHEC-Risk Institute en Vlerick Leuven Gent Management School.

De wetenschap dient om ons begrip van een complexe wereld te vergroten, maar is zelf evenmin vrij van de nadelige invloed van toenemende complexiteit. Door vergaande specialisatie, fragmentatie en versnippering, vordert de groei van kennis langzamer dan nodig is. Het tegengaan van deze complexiteit is geen eenvoudige opgave. Aan de hand van de *Science Citation Index* illustreert Ruud Abma hoe pogingen tot complexiteitsreductie in de wetenschapsbeoefening juist averechts kunnen uitpakken.

Door **Ruud Abma**

Versnippering van kennis

De citatie-index als complicerende factor in de wetenschap

In mei 1961 ontving het *Institute for Scientific Information* in Philadelphia een subsidie van \$300.000 voor het opzetten van een nieuw type zoekstelsel in de wetenschap, de *Citation Index*.¹ Het doel was om wetenschappers sneller, exacter en vollediger te informeren over publicaties op hun vakgebied. Veel wetenschappers maakten zich zorgen over de explosieve toename van wetenschappelijke publicaties en de groeiende fragmentering van de wetenschap: hoe moest je daar je weg nog in vinden? De *Citation Index* zou dit probleem oplossen, zo was de belofte. Met andere woorden, de index zou het wetenschappelijk veld overzichtelijker maken. Die belofte is wel en niet ingelost.

Productiviteit als kwaliteit

De *Citation Index* is een database waarin wordt vastgelegd welke wetenschappelijke artikelen naar welke andere artikelen verwijzen. Het is hiermee heel geschikt om te bepalen welke publicaties belangrijk zijn en welke niet: hoe vaker geciteerd, hoe belangrijker. Op een zelfde manier kan men ook voor tijdschriften een rangorde vaststellen: tijdschriften waarnaar vaker verwezen wordt, hebben een hogere *impact factor*. Ten slotte kan men met de *Citation Index* ook de relatieve invloed van onderzoeksgroepen en zelfs de status van individuele onderzoekers vaststellen. Op basis van de *Science Citation Index* (SCI) ont-