

## De lessen van de crisis van 2008 in terugblik

Bespreking van het rapport ‘De lessen van de crisis van 2008: zijn ze geleerd en in de praktijk gebracht?’ gepubliceerd door het Sustainable Finance Lab (SFL) (63 blz.) en in samenhang daarmee het rapport ‘Werk in Uitvoering’ eveneens van het SFL (23 blz.), beide gedateerd juni 2018

Piet Duffhues

Received 10 August 2018 | Accepted 30 September 2018 | Published 2 November 2018

### 1. Inleiding

Een zestal (van de in totaal 18) leden van het SFL hebben zich tien jaar na dato gebogen over de in de aanhef van dit artikel genoemde vraagstelling over de crisis van 2008. In het 63 bladzijden omvattende rapport hebben de auteurs nagedacht over een nieuwe rolverdeling tussen publiek en privaat. Daarbij ging het hen om het bereiken van een duurzaam financieel stelsel. Het algemene doel van het Sustainable Finance Lab is het creëren van een stabiele en robuuste financiële sector die bijdraagt aan een economie die de mens dient zonder daarbij zijn leefmilieu uit te putten (Werk in Uitvoering, 2018, blz. 4). Het is een brug tussen de academische wereld en de praktijk. Voorwaar een uitstekend initiatief na alle moeizaam verlopen discussies over de crisis in de genoemde lange periode.

Doel van dit artikel is de twee rapporten voor een wat groter publiek samen te vatten en en passant daarbij een aantal kanttekeningen aan te brengen. Uiteindelijk volgen de aanbevelingen van het SFL met een samenvattend commentaar. Afgesloten wordt met de vraag welke betekenis het rapport heeft voor het Nederlandse financiële bestel in de toekomst.

### 2. Crisis 2008

In de hoofdpunten van het rapport *Werk in Uitvoering* ontvouwt het SFL tien jaar na het begin van de financiële crisis zijn visie op het ontstaan van de crisis. In 2008 ervoer Nederland dat de economie en de samenleving als geheel ontwricht werden hetgeen leidde tot wat sindsdien wordt genoemd de financiële crisis. In de eerste zin van het rapport wordt al zeer snel (op blz. 3) een “excessieve financiële dynamiek” genoemd als oorzaak.

Daarmee werd bedoeld dat de financiële cyclus van – in een opgaande economie – toenemende kredietverlening, stijgende prijzen van vastgoed, aandelen en andere vermogenstitels, uiteindelijk in 2008 omsloeg in een zwaar neergaande beweging met voor velen rampzalige gevolgen zoals zeer aanzienlijke werkloosheid, overmatige schuldenlast en politieke instabiliteit. Belangrijk is dat het rapport ook aangeeft dat buffers dan worden gemist (blz. 3). Heel terecht is ook de opmerking dat het proces van opgang en neergang in het verleden al zo vaak was opgetreden (blz. 3). Toch wist de economie zich telkens weer te herstellen zonder dat sprake was van een diepgaande financiële crisis als in 2008 optrad. Wat het bijzondere was aan de financiële crisis van 2008, waardoor een desastreuze economische ontwikkeling in 2008 en vele volgende jaren kon ontstaan is dan ook niet duidelijk. Men kende immers het “klappen van de zweep” als het om beleidsvorming ging. Door geëigende – uit het verleden bekende – beleidsmaatregelen te nemen zou het normaal gesproken mogelijk moeten zijn geweest om ook in 2008 wederom orde op zaken te stellen. Ik teken daarom aan dat er dus tegelijkertijd andere crisis-oorzaak(en) moeten zijn geweest waardoor de gebruikelijke set van conjunctuurmaatregelen niet langer toereikend was, waardoor de reële economie kon worden geraakt en ook is geraakt. Het rapport gaat daar helaas niet op in en dat is jammer. Dit laatste blijkt ook al uit de titel van het rapport waarin impliciet wordt gesteld dat de lessen van de crisis bekend zijn. De vraag in de titel is meteen al of men van de lessen heeft geleerd. Alsof die eenduidig bekend zijn. De prealabele vraag naar de oorzaken wordt overgeslagen. Nog merkwaardiger is de opmerking dat het huidige financieel stelsel uiteindelijk onhoudbaar is (blz. 3). Er wordt in dit rapport geen reden genoemd. Wel wordt terecht opgemerkt dat de financiële cyclus nog niet is beteugeld.

### 3. Achtergronden van de crisis volgens het SFL

Het omvallen van de Amerikaanse bank Lehman Brothers op 15 september 2008 had tot gevolg dat banken geen geld meer aan elkaar wilden uitlenen (blz. 7). Dat was, zo is onze constatering, meteen heel bijzonder in vergelijking met financiële cycli in het verleden. Deze constatering is buitengewoon belangrijk want dat betekent dat banken zelf aan het begin van de crisis stonden, dus niet al die overige factoren die in het rapport worden genoemd. Het rapport schrijft over de banken bovendien ronduit schokkend: De risico's bij banken en andere financiële instellingen bleken "niet zozeer beter gespreid maar vooral beter verstopt te zijn" (blz. 8). Die opmerking werpt de vraag op of zaken door de banken niet goed waren begrepen (hoewel of juist omdat het soms zeer complexe financiële instrumenten betrof, zoals CDO's) en/of de toezichthouder niet alert heeft gereageerd op de vele financiële innovaties die het licht hadden gezien in het aan 2008 voorafgaand decennium. Het eerste is nauwelijks denkbaar, het tweede is zeker niet uitgesloten.

Op blz. 12 wordt getoond dat Nederland economisch harder werd geraakt door de crisis dan andere West-Europese landen en dat dit vooral werd veroorzaakt door lagere investeringen en lagere consumptie. Het is niet moeilijk om dit te begrijpen vanuit de problemen die er in het bankwezen bestonden (zie vorige alinea). Investeringen en consumptie moeten immers op een of andere wijze worden gefinancierd en dat was veel minder mogelijk bij banken dan in het verleden. De klachten over financieringsstops door banken die vanuit met name het Midden- en Kleinbedrijf werden geuit, waren massaal en zijn dat ook lang gebleven. Van belang is om te beseffen dat het bankwezen zelf niet gezond was. Door grote terughoudendheid jegens respectievelijk een stop op financieringsverzoeken van cliënten trachtten banken het vege lijf te redden waardoor ook gezonde ondernemingen van krediet verstoken konden blijven. De banken kwamen er, zo lijkt het, toen pas achter dat hun eigen vermogen veel te klein was. Die informatie en dat inzicht kwamen vooral van de regelgeving bekend als Basel II, niet van de banken zelf. In de literatuur wordt dit lage eigen vermogen het financiële risico genoemd, ook wel het leverage-risico (Duffhues 2006). Het operationeel risico (ofwel het algemene verdienmodelrisico) van banken was al drastisch toegenomen, daar kwam dit financiële risico nog bij. Banken waren ontaard tot zeer risicovolle instellingen. De verwijzing naar het werk van de Amerikaanse econoom Minsky (1986) op blz. 17 is zeer terecht omdat die auteur in een vroeg stadium geweest heeft op de potentiële instabiliteit van het financiële systeem. Hij liet zien dat financiële cycli van alle tijden zijn. Dat het in 2008 zo mis ging werd veroorzaakt doordat – gegeven het niveau van de operationele risico's – het financiële risico van banken zo hoog was opgelopen dat banken elkaar niet meer vertrouwden (zie het begin van dit artikel).

Banken gingen steeds minder ondernemingen financieren, steeds meer in relatief veilige hypotheekuitzettingen (blz. 20). Anders geformuleerd: voor een groot deel van het bedrijfsleven deden ze hun primaire werk niet meer getuige de reeds genoemde talrijke klachten uit het bedrijfsleven, met name het MKB. Ze waren voor een grote groep ondernemingen niet meer dienend. Dit brak met de toentertijd onder veel macro-economen levende gedachte dat kredietgroei in de financiële dynamiek altijd volgend is op de reële groei: kredietgroei kan ook zelf onstuimig zijn waardoor die leidend wordt ten opzichte van de reële sector in de economie. Het rapport maakt een belangrijke toevoeging: Beter gekapitaliseerde banken bleken het beter te doen in tijden van crisis (met verwijzing op blz. 20 naar wetenschappelijke studies in 2012 en 2013). Dat laatste sluit aan bij hetgeen hierboven werd gesteld over het te grote financiële risico in de vermogensstructuur van banken. Bankcliënten en de hele samenleving werden op grote schaal de dupe. Dit had voorkomen kunnen worden door onder andere tijdig een meer gezonde vermogensstructuur te kiezen en de banken de destabilisatiedreiging te laten ontlopen. Eenvoudig gezegd: er is niet tijdig ingegrepen. Om de redenen waarom dit niet is gebeurd wordt verder in dit artikel afzonderlijk ingegaan. Hier zij aangetekend dat de regelgevers het allemaal hebben laten gebeuren zonder voldoende in te grijpen. Meer micro-economisch dan macro-economisch denken zou hen hebben gesierd (Vergelijk ook de kritiek van Sweder van Wijnbergen 2016, op de macro-economie). Bovendien waren er vanuit de bedrijfseconomie tijdig diverse waarschuwingen dat banken te zwak waren gefinancierd (o.a. Benink and Benston 2005; Boot 1995; Duffhues 1988). Benink and Benston wezen in 2005 reeds op de te zwakke regelgeving en waarschuwden dat daardoor geen bankstabiliteit te verwachten was. Ik onderschrijf van harte de opmerking dat banken te weinig risicodragend vermogen hebben (blz. 26). De SFL ziet dit als een belangrijke les uit het verleden. Dit inzicht ontbrak blijkbaar bij bankiers, althans zij handelden er niet naar. Voor 2008 kende de regulering nauwelijks aandacht voor de leverage-ratio. Dat is de verhouding eigen vermogen tot het totaal vermogen in de balans van de bank. In de financieringstheorie en -praktijk is dat de bekende solvabiliteitsratio. Momenteel is de basiseis vanuit Basel III slechts 3%. Ik acht het onverdedigbaar dat in het complexe financiële bestel van deze eeuw belangrijke financiële instellingen 97% vreemd vermogen mogen hebben. Het denken over dit onderwerp is intussen verplaatst naar het Europese niveau in Brussel. SFL is terecht niet overtuigd van voldoende vooruitgang.

Daar komt nog het volgende bij. Mijns inziens moet een bank niet alleen haar eigen private risicokussen kwaken voor de strikt bancaire verliezen die ze zou kunnen lijden maar moet zij ook verantwoordelijkheid dragen voor de vele zware maatschappelijke verliezen die ze veroorzaakt bij andere partijen zoals spaarders, werklozen en belastingbetalers als een crisis wederom uitbreekt. Dit betreft dus de externe effecten van een bankcrisis. Dat gaat

om vele miljarden euros. Een ‘nutsofslag’ op de meer strikte bancaire solvabiliteitsratio zou de kans op een dergelijk rampscenario enorm verkleinen. Dat heeft mij er in 2014 toe gebracht om eerder te denken aan een gewenste solvabiliteitsratio van 25% dan van 3% (Duffhues 2014). Dat dit de kredietverlening zou schaden is een onbewezen uitspraak van sommige bankiers. Ik constateer dat ook het SFL de maatschappelijke rol van banken benoemd wil zien. Dat zou in een dergelijke opslag op een simpele wijze vorm kunnen krijgen. Het zou uiteraard eisen stellen aan een te matigen dividendbeleid en een uit te bouwen emissiebeleid van banken. Vergelijk echter de bijlage bij dit artikel over de vraag of banken het eigen vermogen in belangrijke mate hebben willen versterken door dergelijke maatregelen te nemen.

Op blz. 33 meldt het SFL dat na de verschillende als correcties bedoelde herzieningen van het beleid in de jaren na 2008 recentelijk weer een sterkere politieke invloed van de financiële sector waarneembaar is – inclusief bankenlobby.

Op blz. 35 oefent het SFL kritiek uit op de *efficiëntemarkthypothese* (EMH) zoals die in het wetenschappelijk onderwijs werd en wordt gedoceerd. Het SFL bespreekt de EMH in het kader van de vraag of de toezichthouders en de economische wetenschap aan deze theorie niet te veel betekenis hebben gegeven waardoor het geloof in fair prices nauwelijks kritiek kreeg. Deze hypothese houdt in dat de prijzen van vermogenstitels, zoals aandelen en obligaties, de beschikbare informatie ogenblikkelijk en volledig weergeven. Ik teken hierbij aan dat die theorie altijd omstreden is geweest en object van blijvend onderzoek is. Bij de theoretici is nimmer ontkend dat bij die hypothese ook altijd een effectieve strenge regelgeving vereist is. De regelgever is ook een actor op de financiële markt. Met die hypothese zelf is niet zoveel mis, wel met de klakkeloze toepassing in de praktijk. De ook in de wetenschap bekende Minsky (1986) heeft hierop voortdurend gewezen. Bovendien is de genoemde hypothese niet ingebed in een bedrijfseconomisch kader waardoor veel misverstanden voorkomen hadden kunnen worden. Men denke aan de vele publicaties van wetenschappers over een aantal imperfecties op financiële markten. Zo publiceerde Thakor een belangrijke bijdrage door te wijzen op de invloed van asymmetrische informatie op het sluiten van financiële contracten (Thakor 1989). Ook heeft de EMH-literatuur ruime aandacht besteed aan het onderzoek naar het effect van het bestaan van inside information bij sommige partijen. Ik verwijs verder naar de publicatie van Sweder van Wijnbergen (2016). Daarin wordt de macro-economie zeer kritisch beoordeeld op het ontbreken van juist inzicht in de betekenis van de hypothese. Risicomanagement is ook in het kader van de EMH noodzakelijk.

Het rapport gaat op blz. 45 in op de snel afgedwongen verbetering van de solvabiliteit van banken in de VS. Uit een publicatie van DNB uit 2013 wordt door het SFL het verschil in emissievolumes van aandelen in de VS en het Eurogebied belicht. In de jaren 2008 tot en met 2010

werden in de VS aanzienlijk meer emissieopbrengsten genoteerd dan in Europa. In Europa bestond geen dwang, wel in de VS, door de overheid. Het herstel van de reële economie was in de VS sneller een feit.

Op blz. 51 blijkt dat de solvabiliteit in Nederlandse banken het laagst is in een vergelijking tussen 16 landen. Twee landen – Ierland (met 14%) en de VS (met 12%) – voeren de lijst aan, alle overige landen zijn Europese landen (variërend van 6% tot 8%). Nederland scoort slechts 6%. Amerikaanse banken zijn dus twee keer beter bestand tegen risico's van waar dan ook.

## 4. SFL-aanbevelingen

Op blz. 4 van *Werk in Uitvoering* worden door de auteurs van het SFL samenvattend vier aanbevelingen gedaan om Nederland te behoeden voor extra kwetsbaarheden. Als eerste wordt genoemd de noodzaak in de hele samenleving meer te financieren met eigen vermogen. Men pleit zelfs voor een herontdekking van de maatschappelijke waarde van risicodragend vermogen. In de tweede aanbeveling bepleiten de auteurs om de financiële sector en de samenleving beter te verbinden onder andere door de invloed van andere belanghebbenden dan aandeelhouders te vergroten. In de derde aanbeveling wordt gepleit voor een evenwichtig maatschappelijk krachtenspel mede gevoed door een grotere belangstelling vanuit het parlement. Tenslotte moet de toezichthouder over voldoende instrumenten beschikken om de uit zijn voegen gebarsten financiële cyclus in te tomen.

## 5. Betekenis Rapport SFL

Aanbeveling 1 is zeer lovenswaardig en veruit de belangrijkste maar tegelijkertijd niet nieuw. Door veel ook bedrijfseconomische auteurs is op het belang van een betere solvabiliteit reeds jaren geleden gewezen, ook hier te lande (o.a. Duffhues 1988). Niettemin zou uitvoering van deze aanbeveling de fout van het verleden die we hierboven hebben belicht, eindelijk corrigeren (de solvabiliteit was rond 1950 ruwweg 30%; deze is gedaald met 90%) en macro- en micro-economie zouden als vanzelf beter op elkaar zijn afgestemd. De overige drie aanbevelingen zijn evenmin nieuw. Het stakeholdermodel is immers reeds geruime tijd geleden in Nederland geïntroduceerd. Meer belangstelling vanuit het parlement te genereren lijkt te wijzen op de noodzaak van een andere scholing van leden van de Tweede en Eerste Kamer. Tenslotte de toezichthouder. Deze heeft niet adequaat gereageerd op de dreigingen die tot de crisis hebben geleid. Dat wil niet zeggen dat men niet beschikte over voldoende instrumenten. Veeleer was het de eenzijdig macro-economische invalshoek van beoordeling van het gedrag van de verschillende actoren in het financiële bestel (vergelijk Sweder van Wijnbergen 2016).

## 6. Samenvattend oordeel

Het rapport *De lessen van de crisis van 2008* en daarmee samenhangend het rapport *Werk in Uitvoering* die de SFL in juni 2018 heeft uitgebracht verdienen zeker waardering omdat het nu eens vanuit vooral macro-economische overwegingen nadrukkelijk aandacht vraagt voor de vermogensstructuur van banken als een bottleneck voor het overwinnen van te heftige uitslagen van de financiële crisis. Dat macro-overwegingen domineren wordt ook bevestigd op blz. 59 e.v. in de eenzijdige literatuurlijst (omdat daar nauwelijks aandacht blijkt voor bedrijfseconomische publicaties). Het bevat echter geen wezenlijk nieuws voor vakbeoefenaren in de bedrijfseconomie – met name ondernemingsfinanciering. Niettemin is hernieuwde aandacht voor reeds bekende opvattingen een positieve bijdrage aan het streven naar het zetten van nieuwe stappen. Die moeten nu eindelijk dan ook worden gezet. Uit onderzoek van Homar and Van Wijnbergen (2013) blijkt dat een snelle ophoging van de banksolvabiliteit tot gevolg heeft dat de lengte van recessies na een financiële crisis bijna 50% korter is. In de VS dwong de overheid met succes, zoals eerder gemeld, een hogere solvabiliteit van banken af met snelle adequate wetgeving. Dat was ook in Europa mogelijk geweest maar is

niet gebeurd. Het is te wensen dat ook Europa snel zal overschakelen op de eis van een hogere leverage-ratio en daarbij een opslag inbouwt voor potentiële maatschappelijke ontwrichting zoals hierboven bepleit. Dat in de toekomst Brussel bij dit streven een coördinerende rol zal en moet spelen, is onvermijdelijk maar mag niet nog langer op zich wachten. Voor de wetenschap en de praktijk tenslotte bestaat dringend behoefte aan meer integratie van macro-economische modellen en financieringsbeslissingen. Het is mijn mening dat ook aan de economische faculteiten van Nederlandse universiteiten hieraan meer had moeten worden gewerkt.

In de bijlage van dit artikel wordt aandacht besteed aan de min of meer voor de hand liggende vraag waarom banken tot nu toe weinig of geen gebruik hebben gemaakt van de mogelijkheid om het eigen vermogen te vergroten als zovelen dit hebben bepleit. Aanbeveling 1 van het SFL om meer eigen vermogen aan te houden is anno 2018 zeker nog geen gelopen race. Het rapport *Werk in uitvoering* zegt het heel goed: “We zijn er nog niet”. De hierna volgende tekst is reeds gepubliceerd in 2014 in het Vriendenboek voor dr. Moerland ter gelegenheid van diens afscheid bij Rabobank. Dit boek is op slechts beperkte schaal verspreid. Vandaar dat het nuttig kan zijn de daar in hoofdstuk 5 gegeven analyse opnieuw af te drukken.

---

■ **Dr. P.J.W. (Piet) Duffhues** is Emeritus hoogleraar Ondernemingsfinanciering Tilburg University.

---

## Literatuur

- Benink H, Benston G (2005) The future of banking regulation in developed countries: Lessons from and for Europe. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 14(5): 289–328. <https://doi.org/10.1111/j.0963-8008.2005.00109.x>
- Boot A, Wijnbergen S van (2013) Bankieren op drijfzand. *Economisch Statistische Berichten* 98(4674&4675): 742–745. <http://hdl.handle.net/11245/1.406681>
- DNB (De Nederlandsche Bank) (2013) Overzicht financiële stabiliteit (najaar). [https://www.dnb.nl/binaries/OFS\\_Najaar\\_2013\\_Ned\\_tcm46-297685.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/OFS_Najaar_2013_Ned_tcm46-297685.pdf)
- Duffhues PJW (2014) De solvabiliteit van banken, het systeemrisico en de toezichhouders: een financieel-economische benadering. (Bijdrage aan het Vriendenboek “Vertrouwen herwinnen na de crisis” aangeboden aan Piet Moerland), 19 juni, hoofdstuk 5, pp. 65–84.
- Duffhues PJW (1988) Het solvabiliteitstoezicht op banken en de financieringstheorie. *De Naamloze Vennootschap* 66(4): 143–148.
- Duffhues PJW (2006) Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten, 3e druk, Groningen.
- Homar T, Wijnbergen S van (2013) On zombie banks and recessions after systemic banking crises: Government Intervention matters. Working paper. <https://ssrn.com/abstract=2228611>
- Minsky HP (1986) *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- Modigliani F, Miller MH (1958) The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48(3): 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Sustainable Finance Lab (2018) De lessen van de crisis van 2008: Zijn ze geleerd en in de praktijk gebracht? Achtergronddocument voor de SFL publicatie ‘Werk in Uitvoering; De visie van het Sustainable Finance Lab, 10 jaar na het begin van de financiële crisis’ Rens van Tilburg, Harald Benink, Dirk Bezemer, Arnoud Boot, Clemens Kool en Dirk Schoenmaker. <http://sustainablefinancelab.nl/wp-content/uploads/sites/232/2018/06/SFL-achtergrondnotitie-10-jaar-later-1.pdf>
- Sustainable Finance Lab (2018) *Werk in uitvoering*. Een nieuwe werkverdeling tussen publiek en privaat voor een duurzaam financieel stelsel. <http://sustainablefinancelab.nl/wp-content/uploads/sites/232/2018/06/SFL-Werk-in-Uitvoering.pdf>
- Thakor AV (1989) Strategic issues in financial contracting: An overview. *Financial Management* 18(2): 39–58. <https://www.jstor.org/stable/3665892>
- Wijnbergen S van (2016) Where macro economics went wrong: on banks, debt overhang and the effectiveness of fiscal/monetary policies. Public Lecture CPB on February 4, 2016.

## Bijlage

### Argumenten pro en contra uitbreiding van eigen vermogen van banken. Deze analyse is nagenoeg ongewijzigd ontleend aan Duffhues (2014).

De vraag die zich opdringt is waarom banken het zo broodnodige eigen vermogen in het algemeen zo weinig hebben verhoogd en ook anno 2013/2014 nog steeds weinig animo tonen voor een dergelijke verhoging van het risicodraagvlak. Zelfs heeft men het eigen vermogen soms bewust verkleind door eigen aandelen in te kopen. Deze tegenstelling tussen de bankpraktijk op dit punt met het beleid waarvoor in de vorige paragraaf (van het artikel uit 2014) een sterk pleidooi was gehouden is op z'n minst verrassend maar tegelijk raadselachtig. Outsiders kunnen slechts gissen naar de oorzaken van deze tamelijk destructief georiënteerde vermogensstructuurpolitiek van de banken. Banken zelf publiceren hier, voor zover kan worden overzien, niet over. Verschillende mogelijke antwoorden dringen zich op. Aan enkele besteden we hierna in het kort aandacht.

#### 1. Te weinig winst gemaakt

Een mogelijke oorzaak is dat er weinig winst werd behaald zodat winstinhouding niet of beperkt mogelijk was. Deze verklaring is in het algemeen niet aan de orde geweest gezien de gunstige rendementen sinds ruwweg begin van de jaren negentig van de vorige eeuw tot 2007. Bovendien had men dan de groei van de bankactiva kunnen beperken als deze niet op gezonde wijze konden worden gefinancierd. Die groei is echter onstuimig geweest.

#### 2. Te lage aandelenkoersen

Ook de aandelenkoersen van banken waren zeker voorafgaand aan de crisis van dusdanig hoog niveau dat nieuwe aandelen gemakkelijk konden worden geplaatst zeker als men de claimemissie als techniek zou gebruiken. Deze heeft, zoals bekend, als voordeel dat men door de keuze van een relatief lage emissiekoers grote zekerheid inbouwt in het doen slagen van een emissie. Een goed voorbeeld was de emissie van ING Groep in 2009.

#### 3. Onderschatting van de risico's in het risk management

Eerder bleek reeds dat banken in hun risk management sielochtige uitgangspunten kiezen die slechts beperkt recht doen aan de langetermijndoelstellingen van de bank. Als daaraan ook nog het mogelijk optreden van besmettingsrisico (lees: externe kosten) wordt toegevoegd, wordt duidelijk dat bankbestuurders hun taakstelling hebben onderschat. Hun maatschappelijke impact, zowel positief als negatief, is veel groter dan hun aandacht voor risk management uitstraalt.

#### 4. Belang van adequaat eigen vermogen eenvoudig onderschat

Niet uitgesloten is dat bankbestuurders en hun toezichthouders bewust de mogelijkheden om het eigen vermo-

gen te laten meegroeien met de groei van het balanstotaal hebben genegeerd. Herinnerd wordt aan de voetnoot die aan het belang van het eigen vermogen werd besteed in een van een serie van drie preadviezen van 1985 bij de NIBE-Jaardag. Er was in het verleden blijkbaar geen cultuur die de solvabiliteit van de bank als een potentieel gevaar onderkende. Een fraaie illustratie daarvan is de eenzijdige aandacht voor de rentemarge van de bank. De kostenvoet van het eigen vermogen wordt eenvoudig nergens genoemd, laat staan gekwantificeerd. Over een cost of capital, zijnde de gewogen gemiddelde kostenvoet van eigen en vreemd vermogen, werd blijkbaar niet nagedacht. Uitspraken van bankbestuurders en preadviseurs richten zich slechts op de hoogte van de rentemarge over de balans heen. De rentemarge had bovendien moeten zijn gedefinieerd als het verschil tussen de in rekening te brengen rente en de cost of capital.

#### 5. Te grote aandacht voor boekhoudkundige grootheden als de rentabiliteit en de winst per aandeel

Rentabiliteit en winst per aandeel worden vaak gezien als geschikte prestatie maatstaf. Deze maatstaven worden beïnvloed door de hefboomwerking die het risico voor de aandeelhouders vergroot. Banken die dagelijks worden geconfronteerd met de schommelingen in de prijzen van financiële vermogenstitels zouden beter moeten weten dan het krampachtig vasthouden aan het waarheidsgehalte van boekhoudkundige grootheden. Garanties die buiten de balans worden gehouden maar wel verplichtingen kunnen inhouden, vertekenen de financiële gezondheid van een bank. Ook worden derivaten niet eenduidig opgevoerd afhankelijk van het vigerende verslaggevingssysteem. Riskmanagement op basis van boekhoudkundige concepten is levensgevaarlijk voor het waardecreërende proces dat een onderneming geacht wordt na te streven: het houdt geen rekening met risico en laat grote ruimte voor winstmanipulatie.

#### 6. De marktprijs van het aandeel kan lager zijn dan de boekwaarde

Als variant op het gestelde in 5 moet nog worden gewezen op een veel voorkomend misverstand dat de emissieprijs altijd tenminste de boekwaarde van een aandeel moet zijn. En omdat die boekwaarde heel vaak hoger is geweest dan de marktprijs van het aandeel werd de conclusie getrokken dat emissies niet haalbaar waren. Deze redenering is onjuist: het boekhouden staat los van de marktprijs en dus van de emissieprijs.

#### 7. Aandelenvermogen is te duur

Dit argument wordt vaak genoemd door bankiers maar zonder enige toelichting. Het argument verdient kijkend naar de financieringstheorie zeker aandacht. Dat het geïste rendement op bankaandelen bijna altijd hoger is dan op obligatievermogen is juist maar dat mag in een verantwoord beleid geen reden zijn om het eigen vermogen

niet uit te breiden. Als uitbreiding van het eigen vermogen ‘aan de beurt’ is moet dat maar. Bepalend is namelijk de cost of capital als gemiddelde kostenvoet inclusief de invloed van imperfecties. Het zijn alle passiva tezamen die de activa financieren; toerekening van additioneel eigen vermogen aan additionele kredietverlening is onjuist.

Als het eigen vermogen moet worden uitgebreid, toont dat alleen aan dat – zolang de banken op kosten van de gemeenschap een te lage solvabiliteit aanhouden, waarbij zoals in het verleden faillissementskosten en externe effecten worden verwaarloosd – zij genieten van een korting op hun cost of capital die ze krijgen van de overheid. Die korting moet door de gemeenschap worden betaald zodra het systeem bezwijkt maar blijft tot dat moment bereikt wordt buiten de boeken van de bank. Toch zijn de banken de veroorzakers van die faillissementskosten en externe effecten. De banken zelf zouden in een rampscenario à la 2008 niet kunnen afboeken omdat de solvabiliteit tekort schiet. Corrigeert men voor deze vrijgevigheid van de overheid dan zal de cost of capital altijd dalen als men de solvabiliteit verhoogt. In Duffhues (2014) is een illustratief cijfervoorbeeld over schijn en werkelijkheid van de vermeende hogere cost of capital gegeven. Het argument van te duur aandelenvermogen is daarmee niet houdbaar.

### **8. Hogere kapitaalbuffers zullen de kredietverlening schaden**

Dit argument is door verschillende bankiers in de financiële pers geuit. Men beweert daarmee dat banken minder geld beschikbaar hebben voor kredietverlening als ‘de buffers’ moeten worden versterkt. Dat zal de economie schaden zegt men. Maar het verhogen van het eigen vermogen vindt plaats aan de passivazijde van de balans. Dat staat los van de kredietverlening door de banken aan de activazijde. De redenering is dan ook onjuist, in elk geval niet duidelijk. Zelfs als men de bestaande kredietverlening beperkt en dus vermogen laat vrijvallen, heeft dat geen invloed op de solvabiliteit die zich afspeelt aan de passivazijde. Bovendien wordt over de mogelijkheid om aandelen uit te geven en meer winst in te houden gezwegen. Een recente uitzondering is Rabobank die een emissie van ledencertificaten in de toekomst niet heeft uitgesloten.

Afsluitend kan worden gesteld dat banken hun vermogensstructuur in de voorbije halve eeuw vanuit een fi-

nancieel-economische gezichtshoek in het algemeen volstrekt te weinig aandacht hebben gegeven, zeker vanuit bedrijfseconomisch oogpunt bezien. Goede argumenten voor hun tegenwerpingen tegen verhoging van het eigen vermogen ontbraken. De banken beperkten zich in het algemeen tot het naleven van de solvabiliteitsrichtlijnen van de toezichthouders. In elk geval is ons buiten dat kader geen aandacht voor het onderwerp gebleken. Het risicomangement van banken had geen aandacht voor faillissementskosten en externe effecten op de reële economie. Had eenvoudig ook geen aandacht voor de evolutie van de financieringstheorie die zich sinds de jaren zestig van de vorige eeuw heeft ontwikkeld. Daardoor is de geëiste solvabiliteit ver achtergebleven bij wat noodzakelijk was. Banken waren hierdoor niet voorbereid op de wereldcrisis van 2007/2008. DNB schrijft in het Jaarverslag 2007 ‘De solvabiliteitspositie van financiële instellingen staat immers onder druk van ongekend grote verliezen en van het op de balans moeten houden respectievelijk naar de balans terug moeten brengen van eerder verstrekte leningen, wat tot voor kort niet was ingecalculeerd’ (blz. 18). En eerder schreef men “Onder zulke omstandigheden kunnen de traditionele modellen slechts in beperkte mate houvast bieden” (blz. 17). Weer elders schreef de bank in hetzelfde verslag over het gevaar dat “systeemrelevante stress kan ontstaan” (blz. 115). Het feitelijke financieringsgedrag van banken kan terugblikkend op die evolutie van de financieringstheorie worden getypeerd als overeenkomend met het simpele ‘start’-model van Modigliani/Miller uit 1958. Dat model is van realiteitszin gespeend maar niettemin uiterst nuttig. In financieringscolleges is het een aftraponderwerp aan het begin van de collegecycle waarna het echte werk begint. Dat laatste gaat over diverse imperfecties die de keuze weldegelijk kunnen doen optimaliseren zoals belastingen, faillissementskosten en externe effecten. Finance is na 1958 op indrukwekkende wijze meer realistisch uitgebouwd waarbij het feitelijk financieringsgedrag van banken in toenemende mate vreemd afstak. Die evolutie heeft men niet gevolgd. In feite dankzij de impliciete garanties van de overheid. Het was en is een denkfout in het financiële systeem. Het herstellen hiervan zal invloed hebben op de cost of capital waar de cost of equity een volwaardige plaats verdient naast de cost of debt.