

MANAGEMENT ESSAY 17

NIEMAND AAN HET STUUR

De verhoren van de Tweede Kamercommissie De Wit – officieel de Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel – waren voornamelijk ritueel vertoon. Ze dragen misschien bij aan het kanaliseren van de publieke verontwaardiging over de financiële crisis maar nauwelijks aan beter begrip van de mechanismen achter die crisis. Who's done it, zo was/is de repeterende kernvraag van Kamerleden en journalisten. Wie is schuld aan de (bijna)-deconfitures van Fortis, DSB en Landsbanki/Icesave, van de Amerikaanse zakenbanken Bears Stearns, Lehman Brothers en Merrill Lynch, de Britse Lloyds Bank en Royal Bank of Scotland, aan de miljardenverliezen bij andere banken in binnen- en buitenland, aan de enorme steunoperaties, waarvan wij de lasten nog jaren zullen voelen? Graaiende bankiers, lakse toezichthouders, opportunistische credit rating agencies, ongeïnteresseerde politici of toch ook wij zelf, al te gretige en boven onze stand levende consumenten? Hebben de commentatoren gelijk die de schuld over al deze groepen willen verspreiden? Helaas, er zijn geen simpele verklaringen voor de implosie van het grote wereldgeldspel. De kern van de crisis is juist haar complexiteit. Het mondiale financieel-economische stelsel is de afgelopen decennia op drift geraakt. Het werd steeds moeilijker beheersbaar, en ging meer en meer met ons op de loop, terwijl wij alsmaar geloofden dat verstandige mensen aan het stuur zaten...¹

© Marcel Metze, februari 2010

Als de 'kredietcrisis' een ding duidelijk heeft gemaakt, dan wel dat het internationale bancaire en financiële stelsel enorme risico's in zich bergt, en dat de hoofdspelers die risico's nauwelijks overzien. Bankiers, analisten, politici en toezichthouders voeren te hunner verdediging aan dat met name in laatste decennium zó snel zó veel complexe financiële producten zijn geïntroduceerd, dat niemand er zicht op kon houden. Nout Wellink, bijvoorbeeld, als president van De Nederlandsche Bank toch deskundig bij uitstek, hief ten overstaan van de commissie De Wit de handen en zei in opperste machteloosheid: (financiële) innovatie brengt nu eenmaal risico met zich mee, wij als toezichthouders kenden al die verschillende risico's wel maar wij wisten niet hoe ze op elkaar zouden inwerken, ook Nobelprijswinnaars in de economie – die wij naar de 'staartrisico's' vroegen - konden ons op die vraag geen antwoord geven. Had Wellink gelijk? De bankpresident is een intelligent man maar met apologetische neigingen. In zijn uitlatingen sinds het uitbreken van de crisis kleurt hij de geschiedenis soms op subtiële wijze naar zijn eigen smaak. Anders dan hij suggereert, zijn complexe financiële 'derivaten' (afgeleide producten) veel ouder dan tien jaar, de eerste verschenen al vier tot vijf decennia geleden. Ook de internationalisering van de financiële markten, en de toegenomen interdependentie van die markten zijn niet van gisteren maar van

¹ Dit is een licht bewerkte versie van mijn essay in *De Groene Amsterdammer* van 10 februari 2010.

eer-eergisteren. Wie zich door de snelheid van deze fenomenen voelt overvallen, heeft gewoon niet goed zitten opletten – een stelling die Wellink toch ook weer impliciet onderschrijft, via zijn uitspraak dat hij al vanaf 2000 voor het gevaar van een financiële crisis heeft gewaarschuwd.

Puzzel of raadsel

Wellink heeft wél een punt waar het gaat om de complexiteit van de financiële markten *as such*, en om de ongrijpbaarheid van de daar rondzwervende financiële producten. Die complexiteit en ongrijpbaarheid zijn door veel betrokkenen aangevoeld, of minstens vermoed, maar slechts door weinigen begrepen en over het algemeen ernstig onderschat. Begin 2007 schreef Malcolm Gladwell, redacteur van het magazine *The New Yorker*, een artikel over het Enron concern, een netwerk van financiële belangen in de Amerikaanse energiewereld dat eind 2001 ten onder was gegaan in een baaierd van miljardenverliezen en doofpotoperaties. Was de Enron zaak een puzzel of een raadsel, vroeg Gladwell zich af, naar aanleiding van de veroordeling van voormalig topman Jeffrey Skilling tot vierentwintig jaar cel. Het onderscheid tussen die twee is fundamenteel. Een puzzel is overzichtelijk, met elk stukje nieuwe informatie komt de oplossing naderbij. In de hedendaagse financiële wereld heerst echter geen tekort aan informatie, stelt Gladwell, maar een overdaad. Wie wil begrijpen wat daar gaande is, moet – als bij een raadsel – de *juiste* informatie en de *juiste* interpretatie weten te vinden. Dat is veel moeilijker dan het aaneenrijgen van puzzelstukjes. Het vereist de omtrekkende bewegingen van een speurder, met al zijn denkkraft, ideeën en creativiteit. Het vergt (zelf)kritiek, debat, theorievorming, inzicht in de diepere lagen van het menselijk gedrag. Wat zo'n brede, intelligente en tot in de kern sceptische analyse extra lastig maakt, zeker voor specialisten als Nout Wellink, is dat de daarin te betrekken factoren niet alleen van financieel-economische, maar ook van psychologische, sociale, filosofische en zelfs morele aard zijn – terreinen waar rekenmeesters en technocraten zich minder goed thuis voelen.

De opkomst van het risicobankieren

De grote veranderingen op het financieel-economische speelveld dateren als gezegd niet van de afgelopen tien jaar. Ze zijn minstens een halve eeuw gaande, en hebben zich vooral geuit in een opmars van 'risicozoekende' financiële activiteiten. Traditionele banken (*commercial banks*) mijden risico's. Ze trekken spaargeld en deposito's aan, zetten deze uit als kredieten en leningen, en leven van de rentemarge: het verschil tussen betaalde en ontvangen rente. Hun krediet- en hypotheekafdelingen zijn voorzichtig, ze bekijken de financiële gezondheid van de krediet-/hypotheeknemer, verdiepen zich in diens perspectieven, en eisen onderpand (zekerheden). Het exploiteren van risico's is meer het terrein van zakenbanken (*merchant banks* of *investment banks*). Zij houden zich bezig met obligatie- en aandelenemissies, effectenhandel, en advisering bij beursintroductions, fusies en overnames. Hun inkomsten bestaan uit provisies, koerswinsten en adviestarieven (Nederlandse banken doen aan beide typen bankieren, in de VS was die combinatie binnen één bankinstelling tot eind jaren negentig verboden). In de afgelopen halve eeuw is juist dit zakenbankieren sterk gegroeid. In de jaren zestig begon een stroom dollars over de wereld te dwalen, afkomstig uit Amerikaanse handelsoverschotten. In de VS en Groot-Brittannië waren de banken al bekend met het instrument van de obligatie-emissie, waarbij zij kredieten niet zelf verstrekten maar optraden als bemiddelaars tussen beleggers en bedrijven. Deze praktijk nam nu een internationale vlucht (in Nederland was vooral de Amrobank er actief in).

Begin jaren zeventig dook een tweede stroom dollars op, nu uit de Arabische olielanden, die na de oliecrisis van 1973 ineens een stuk rijker werden. Vele miljarden gingen vanuit het Midden-Oosten via Zwitserland als 'Eurodollars' of 'petrodollars' op zoek naar interessante investeringen. De uitgifte van 'Eurobonds' (obligaties in Eurodollars) explodeerde. Later in de jaren zeventig kreeg het risiconemende bankieren een derde impuls. De inflatie liep op en leidde tot een sterk fluctuerende en soms zelfs omgekeerde rentestructuur (als banken hogere rentes op spaargeld en deposito's moeten betalen dan zij op uitgeleend geld ontvangen). Omdat zij niet langer voldoende op de rentemarge konden vertrouwen, gingen de banken op zoek naar verdere verbreding van hun inkomsten. Zo boden ze bedrijven – tegen betaling van provisie – kaskrediet tot een bepaald maximum. Het niet gebruikte deel van zo'n krediet vormde weliswaar een risico, maar kon buiten de bankbalans blijven (*off balance*), zodat er geen bancair vermogen tegenover hoefde staan.

Schuldenhandel: de omzetting van schuld in kapitaal

In de jaren tachtig maakte een volgende innovatie furore. In 1982 kon Mexico de rente en aflossing op zijn dollarleningen bij de grote internationale banken niet langer betalen. Toen vervolgens een schulden crisis losbarstte, sprongen allerlei bemiddelaars en bankiers daar op in. Ze kochten de dollarleningen van Mexico en andere armlastige landen op met kortingen van soms tientallen procenten, en boden hen de mogelijkheid het oorspronkelijke bedrag af te lossen in nationale valuta. Het mes sneed aan twee kanten. De betrokken landen konden hun dollarschulden verminderen door simpelweg de nationale bankbiljettenpers aan te zetten. De schuldenhandelaren kwamen (vaak zeer) goedkoop aan lokale valuta, die ze vervolgens ter plekke weer uitleenden of investeerden. Hoofdrospelers in deze omzetting van schuld (*debt*) in kapitaal (*equity*) waren Citicorp en J.P. Morgan, (beide Amerikaanse banken) en de Nederlandsche Middenstandsbank. Dat de NMB hierin zo actief was, drong pas in 1988 tot de pers door. De voetbalclub PSV bleek via een *debt equity conversion* door NMB een miljoen gulden te hebben bespaard op de aankoop van de Braziliaanse voetballer Romario. Tegen die tijd had de NMB twintig procent van de internationale schuldenhandel in handen. In 1990 opende zich de mogelijkheid om ook leningen van het IMF en de Wereldbank te verhandelen. De NMB-schuldenhandel verzesvoudigde in een paar jaar tijd, en droeg in 1991 (toen de bank met Postbank en Nationale Nederlanden opging in ING) twintig procent bij aan de (NMB)-winst. *Debt equity conversion* bleef niet beperkt tot schulden van landen. Het principe van het verhandelen van leningen via omzetting in kapitaal (tegenwoordig bekend als 'securitisatie') drong de daaropvolgende decennia door in alle hoeken en gaten van de wereldeconomie, tot in onze huiskamers toe. Het grote publiek maakte er in 2009 kennis mee, toen de zogenoemde *subprime* hypotheek – verhandelbare pakketten van hypothecaire leningen – de lont in het kruitvat van de 'kredietcrisis' bleken.

Big Bang

Merchant banking / zakenbankieren is een stuk ingewikkelder dan klassiek rechttoe – rechtaan *commercial banking*. Het is een *high tech* speelterrein voor liefhebbers van geavanceerde bancaire hoogstandjes en geraffineerde financiële producten als *credit default swaps* en *collateralised debt obligations* – waarvan ik u de uitleg zal besparen. De opmars ervan had fundamentele impact op de bancaire risico's. Die namen in aantal toe, en werden bovendien abstracter. Hun ongrijpbaarheid en complexiteit ste-

gen nog verder als gevolg van de neoliberale wind die vanaf begin jaren tachtig in de westerse wereld begon te waaien, en die leidde tot een snelle liberalisering en internationalisering van de effecten- en kapitaalmarkten. Overheden verminderden hun greep op de economie, de vrije markt kreeg ruim baan, politici stortten zich op deregulering en privatisering. Veel wettelijke beperkingen op de grensoverschrijdende obligatie- en aandelenhandel verdwenen, om te beginnen in de VS en Groot-Brittannië. Een centraal moment was de *Big Bang* van 1985, een deregulering die buitenlandse effectenbedrijven directe toegang gaf tot de Londense beurs. Andere landen volgden met soortgelijke maatregelen, waaronder Nederland, waar minister van financiën Onno Ruding een liberalisering van de kapitaalmarkt op gang bracht. De effectenbeurzen, waar het in de jaren zeventig een dooie boel was geweest, bloeiden op. Het aantal aandelenemissies steeg flink, mede door overheden die staatsbedrijven naar de beurs brachten (in Nederland betrof het onder meer DSM in 1989 en KPN in 1994). Het gevolg van dit alles was dat het aandeel van de rente in de bancaire inkomsten geleidelijk afnam. Begin jaren negentig bestond al rond vijfendertig procent van de inkomsten van de Nederlandse banken uit provisies, effectenhandel, advieshonoraria en dergelijke. In de decennia daarna klom dat verder naar de helft (in 2007, alleen bij de Rabobank vormden de rente-inkomsten toen nog altijd rond zestig procent van de baten).

Trage toezichthouders

De verschuiving naar het zakenbankieren, de internationalisering en de toenemende complexiteit van de bancaire producten en risico's ontsnapten uiteraard niet aan de aandacht van de toezichthouders – in de meeste landen zijn dat de centrale banken. In 1974 begon een groep van tien landen (de G-10) gesprekken over internationale afstemming van het banktoezicht. Snel ging dat niet. Het duurde tot 1988 voor het 'Basel 1' akkoord tot stand kwam, en tot 1992 voor alle ondertekenaars, waaronder Nederland, het ook daadwerkelijk hadden doorgevoerd. De afgesproken richtlijnen hadden duidelijk het karakter van een compromis. De minimum kapitaaldekking die banken tegenover hun kredieten, garanties en andere risico's moesten aanhouden was slechts acht procent. Anders gezegd: tegenover een kapitaal van honderd miljoen (gulden, dollar, pond, enzovoort) mochten banken liefst 1,2 miljard aan risico's op zich nemen. Het 'Basel 1' akkoord onderscheidde vijf typen risico's, tegenover het ene type moest hogere kapitaaldekking staan dan tegenover het andere. In de praktijk bleek het echter gemakkelijk om met die wegingen te spelen, onder meer door leningen om te zetten in verhandelbare pakketten aandelen (de al genoemde *securitisatie*). Een daaropvolgende ronde van aanscherping en verfijning van de Baselse richtlijnen verliep al even traag. 'Basel 2' werd pas in 2006, na zeven jaar praten, ondertekend. De invoering begon in 2008, parallel aan de kredietcrisis, die de nieuwe richtlijnen al direct als volstrekt ontoereikend bewees.

De afgelopen tijd hebben velen (onder wie ik zelf) de toezichthouders en hun politieke bazen bekritiseerd om deze trage, niet erg daadkrachtige regelgeving. Die kritiek mag niet voorbijgaan aan het politieke en economische klimaat van de afgelopen kwart eeuw. De heersende ideologie van het neoliberalisme, die in de jaren negentig en begin deze eeuw alleen maar aan kracht won, bood niet veel ruimte voor strak toezicht en gedetailleerde regelgeving. Het motto was 'zelfregulering', niet 'ingrijpen'. Als de Wel-links van nu hun handen in onmacht heffen, komt dat ook doordat toezicht, controle en regels de afgelopen decennia niet erg 'in' waren en van hen vooral terughoudendheid werd verwacht. Dit gezegd zijnde, valt de meesten van hen wel een gebrek aan moed te verwijten. De Baselse akkoorden formuleerden minimumeisen, strengere na-

tionale regels waren mogelijk (en zijn in sommige landen inderdaad doorgevoerd). Nout Wellink heeft tijdens de verhoren van de commissie De Wit geopperd dit ook in Nederland te overwegen. Je vraagt je af waarom hij die suggestie nu pas doet, tegen het einde van zijn tweede – en vermoedelijk laatste – termijn. Was het presidentiële pluche zo comfortabel dat hij een dergelijk afwijkend geluid maar liever onderdrukte? Misschien, maar daarnaast is ook een andere, bredere verklaring denkbaar, namelijk dat hij helemaal niet zo geloofde in de noodzaak van strengere regels en er alleen op aandrong op formele gronden – omdat het nu eenmaal tot zijn taak behoorde.

Een roze bebrilde Ponzi-generatie

Men moet niet vergeten: de generatie die nu de wereld bestuurt, is in haar jeugdijaren – de eerste decennia na de Tweede Wereldoorlog – geïmpregneerd met een geloof in maatschappelijke ‘maakbaarheid’, vooruitgang en welvaarts-groei. Vanaf eind jaren zestig kreeg dit geloof gezelschap van een steeds breder gedragen geloof in persoonlijke, individuele ‘maakbaarheid’. In het neoliberalisme – oppervlakkig gezien een set economische opvattingen, dat echter rust op een sterk eendimensionaal en normatief mens- en maatschappijbeeld – hebben deze twee ‘religies’ elkaar omarmd. In het culturele ‘monotheïsme’ dat dit tripartiete huwelijk baarde, zijn persoonlijk en maatschappelijk succes de norm. De postmoderne neoliberal die een bedreiging waarneemt, herdefinieert die onmiddellijk als een kans, hij/zij heeft weinig geestelijke ruimte voor defaitistische bespiegelingen over het gevaar van crisis, verarming, bankroet, chaos, onbeheersbaarheid of andere malaise. Op de keper beschouwd is het neoliberalisme een soort ‘Ponzi’-ideologie, met een ingebouwde neiging tot overmoed, blikvernauwing en bagatellisering van risico’s. Het is ongetwijfeld geen toeval dat juist de afgelopen decennia, toen het hoogtij vierde, allerlei bedrijven en financiële constructies ontstonden op basis van *toekomstige* winsten (Enron) of eindeloos *oplopende* waardestijgingen (de ‘subprime’ hypotheek in de VS).

Ook de Wellinks van deze wereld (de president van DNB werd geboren in 1943) en hun collega’s bij de grote banken behoren meest tot die optimistische, roze bebrilde ‘Ponzi’-generatie. Zij voelen zich veelal door de feiten in hun optimisme bevestigd: hun branche is de afgelopen decennia zeer succesvol geweest, en heeft velen grote rijkdom gebracht, met als gevolg dat het nogal wat bankiers ontbreekt aan enig gevoel voor bescheidenheid. Vorig voorjaar, toen de financiële crisis nog jong was, bezocht ik op Manhattan een symposium van *The New Yorker*. De al genoemde auteur Malcolm Gladwell verzorgde de openingsspeech. “De oorzaak van de bankencrisis ligt niet in het toezicht, de regelgeving of in gebrek aan competentie der bankiers,” zei hij. “De oorzaak is van psychologische aard”. Hij verwees naar het boek *House of Cards* over de ondergang van de zakenbank *Bear Stearns*, in het voorjaar van 2008, de gebeurtenis die de bankencrisis in volle hevigheid ontketende, en liet aan de hand van citaten zien hoe de CEO Jimmy Cayne, een selfmade miljardair, zelfs na zijn val nog meende het gelijk volledig aan zijn zijde te hebben. Cayne en velen van zijn collega-bankiers waren ten prooi gevallen aan overmatig zelfvertrouwen, meende Gladwell, en aan ‘*miscalibration*’ – een van oorsprong technische term (verkeerd ijken) die verwijst naar het verkeerd inschatten van de eigen kennis of kwaliteiten. Gladwell’s keuze van deze termen zal geen toeval zijn geweest. De afgelopen decennia is veel psychologisch onderzoek gedaan rond deze beide verschijnselen, met name ook bij beurshandelaren en managers. Steeds weer blijkt dat de succesvolle carrièremakers onder hen zich kenmerken door groot zelfvertrouwen en de neiging risico’s te nemen – of zoals Gladwell het zei: “zij zijn de beste bluffers” – maar ook dat zij vaker hun prestaties en oordeelsvermogen

overschatten naarmate zij hoger klimmen, meer ervaring krijgen en ouder worden. De afgelopen decennia is de financiële wereld een schouwtoneel geworden van zelfoverschatting, meende Gladwell. “Bluffen is misschien een goede overlevingstactiek op individueel niveau. Maar op collectief niveau is het rampzalig. Als iedereen het gaat doen, heb je een probleem.”

De dwaasheid van verstandige mensen

Deze uitspraak deed mij denken aan een andere, van de in 2006 overleden econoom John Kenneth Galbraith. Je kunt niet van gewone burgers verwachten dat zij zich verre houden van financiële speculatie, schreef deze in *The Great Crash*, zijn fameuze boek over de duizelingwekkende beurskrach van 1929. Als die zonder al te veel inspanning geld kunnen verdienen, zullen ze het niet nalaten. “Maar als verstandige mensen dergelijke dwaasheid gadeslaan en besluiten het feestje niet te bederven maar er aan mee te doen, dan is een luchtbel die later in elkaar klapt onvermijdelijk.” Daarmee zijn we terug bij de vraag wie nu eigenlijk verantwoordelijk gehouden moet worden voor de huidige financiële en economische crisis. Moeten we – in de lijn van Galbraith – dan toch tegen Nout Wellink, Gerrit Zalm, Rijkman Groenink, en hun collega-bankiers en –politici in binnen- en buitenland zeggen: jullie hadden moeten beseffen dat het ongebreidelde optimisme van de afgelopen decennia niet realistisch was, jullie hadden je verstandiger moeten gedragen, steviger en eerder aan de rem moeten trekken, dat is nu eenmaal de taak van mensen op verantwoordelijke posities?

Ik vrees dat eigenlijk een andere vraag aan de orde is, namelijk: zijn de ‘verstandige’ observatoren en bestuurders waar Galbraith op doelde, en die op tijd aan de rem hadden/zouden moeten trekken, in de financiële wereld van nu überhaupt nog te vinden? Kunnen degenen die de topposities in het financiële stelsel bezetten, en die na de crisis goeddeels op hun posten zijn gebleven, zich wel los maken van de waan van de dag, van zelfoverschatting en *miscalibration*, en van de collectieve blikvernaauwing van het neoliberalisme? Tijdens de verhoren van de commissie De Wit zagen we ze in ieder geval niet. We zagen bankiers, toezichhouders en politici die zichzelf schoon praatten, krokodillentranen plengden, en elkaar de bal toespeelden. De economische en gedragskundige uitgangspunten van het financiële stelsel, de onderliggende economische theorieën, de erin verborgen mensbeelden en morele opvattingen, de vraag hoe we nu écht beter kunnen doorgronden hoe het internationale financiële raadsel in elkaar steekt en functioneert – deze onderwerpen kwamen niet of hooguit zijdelings aan de orde. De financiële sector, zo is mijn stellige indruk uit de verhoren maar ook uit alles wat ik er in binnen- en buitenlandse bladen over lees, wordt beheerst door technocraten en managers die hun geloof in de eeuwige vooruitgang nog lang niet willen opgeven, en die Galbraith’s opmerking over ‘verstandige mensen’ die feestjes van onverantwoordelijke burgers moeten bederven, vermoedelijk nogal paternalistisch vinden. Zij willen helemaal geen feestjes bederven, ze willen zo snel mogelijk doorfeesten. Ze willen wel aan het stuur zitten, maar ze willen niet sturen.

