

19 januari 2008

## Pyromaan brandweerkorps

Banken vinden hun bestaansrecht in hun rol als risicoverdeler en daarmee als risicobeperker. Als je geld overhebt, kun je proberen iemand te vinden die er wel iets mee kan. Dan moet je zijn kredietwaardigheid onderzoeken en goede afspraken maken over onderpand, rente en terugbetaling. Als je tegenpartij zich niet aan zijn afspraken houdt, moet je achter hem aan met een stuk hout of een advocaat. Als je pech hebt en je debiteur gaat failliet, ben je je geld kwijt.

Banken nemen al dit gedoe over en aggregeren de risico's. Zo wordt het debiteurenrisico gedeeld door alle rekeninghouders van de bank. In ruil daarvoor houdt de bank een aanzienlijk deel van de rente in. Daarmee worden bankiers goed beloond voor een weliswaar wezenlijke, maar vooral logistieke dienstverlening.

Dit zo zijnde, is het merkwaardig dat het keer op keer de bankensector is die de rest van de economie in de problemen brengt. Commentator Martin Wolf van de *Financial Times* wees er afgelopen week in zijn column op dat de wereld de afgelopen dertig jaar maar liefst honderd significante bankencrises heeft doorstaan: van de spaarbankencrisis in de Verenigde Staten in de jaren tachtig tot de huidige subprime-problemen.

De instellingen die betaald worden om de financiële risico's voor ons te spreiden en te beheersen, zijn degenen die juist iedere keer de melk laten overkoken. De pyromane brandweerman is een bekend psychologisch type, maar is in de meeste korpsen een uitzondering. In de financiële wereld lijken echter alle brandjes door spuitgasten te worden aangestoken.

Wolf wijst ter verklaring op de scheefgetrokken financiële prik-

kels voor bankiers, met name investment bankers: het succesvol nemen van risico's met andermans geld wordt in een goed jaar vorstelrijk beloond. Deze bonussen hoeven in een slecht jaar niet te worden terugbetaald. En als het een keer echt fout gaat met een bank van enige omvang (groter dan Van der Hoop), staat de overheid klaar met een vangnet.

Een discussie over de huidige bankencrisis gaat daarmee ook over beloningen. Het is goed te signaleren dat dit een internationale discussie is; anders dan door verongelijkte betrokkenen vaak wordt beweerd, is er geen sprake van exclusief Nederlandse kinnesinde. Wolf bijvoorbeeld pleit ervoor bij de variabele beloning aan te haken bij het 'Jupiter-jaar' (twaalf aardse jaren): om de gevolgen van strategische keuzes werkelijk te kunnen beoordelen, is volgens hem minimaal een decennium nodig.

Ook in de Verenigde Staten, de thuishaven van het roodbloedige kapitalisme, maakt men zich druk. Een Congrescommissie gaat de recentelijk afgetreden CEO's Charles Prince (Citigroup) en Stan O'Neal (Merrill Lynch) binnenkort horen over de vertrekbonussen die ze bij hun overhaaste afscheid van hun werkgever meekregen: O'Neal nam 161,5 miljoen dollar mee, Prince 31 miljoen. De verslagen van deze sessie lijken mij verplichte kost voor de commissarissen van Nederlandse banken.

*In januari 2008 was het voor iedereen duidelijk: er was sprake van een mondiale financiële crisis. Die was begonnen in de Verenigde Staten, waar een combinatie van lage rente, deregulering en op stimulering van eigenhuisbezit gericht overheidsbeleid had gezorgd voor een zeepbel op de woningmarkt. Veel arme Amerikanen staken zich in de schulden om 'een ritje te maken': huizen werden na korte tijd met winst weer doorverkocht, het zogenaamde 'flippen'. Toen in de loop van 2006 de rente wat omhoogging, stagneerden de huizenprijzen en kwamen de speculanten in de problemen. Daarmee werd de eerste dominosteen van de wereldwijde kredietcrisis omgestoten. De hypotheekschulden van de 'flippers' vormden de basis van ge-*

*compliceerde financiële producten die zakenbanken als Bear Stearns en Lehman Brothers hadden ontwikkeld en verkocht aan banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsfondsen. Gespecialiseerde verzekeringsmaatschappijen hadden verzekeringen verkocht tegen wanbetaling op deze derivaten. Met dit type gecompliceerde kruisverbanden was het mondiale financiële systeem begin eenentwintigste eeuw zodanig verknoopt geraakt dat een lokaal vuurtje – de huizenmarkt in bepaalde arme gebieden in de vs – kon uitgroeien tot een wereldwijde bosbrand.*

2 februari 2008

## Pyromaan brandweerkorps II

De vorige column bleek de volgende ronde van de mondiale bankencrisis in te luiden. Ik verbaasde me erover dat de bedrijven die als bestaansrecht de verdeling en beheersing van financiële risico's hebben – banken – keer op keer degenen zijn die de rest van de economie in problemen brengen door zelf onverantwoorde risico's te nemen. Pyromane brandweermannen kortom.

De inkt was nog niet droog of Société Générale moest de grootste fraude uit de wereldgeschiedenis bekendmaken. Een medewerker die maar net boven de rang van jongste bediende was uitgestegen, had posities ter waarde van 50 miljard euro kunnen opbouwen in termijncontracten op de leidende Europese aandelenindices. Zijn fraude zat hem erin dat hij tegengestelde posities, die het risico op de gekochte derivaten voor het grootste deel hadden moeten opheffen, had gefingeerd. Dat maakte de strategie er een van koordansen zonder vangnet, waarbij het voortbestaan van de tweede beursgenoteerde bank van Frankrijk (beurswaarde nu rond de 30 miljard euro) opeens op het spel stond. De overhaaste afwikkeling van de posities leverde de bank een verlies van bijna 5 miljard euro op en droeg waarschijnlijk belangrijk bij aan de dalingen op aandelenbeurzen vorige week.

Een aantal interessante aspecten. Eén: blijkbaar was er op zich niets mis met de ene helft van de handelsstrategie van Jérôme Kerviel – een derivatenportefeuille met een omvang van het bruto binnenlands product van Kazachstan. Vermoedelijk zijn er honderden, mogelijk duizenden Kerviels die in dealing rooms over de hele wereld met dit soort bedragen goochelen. Geen geruststellend idee.

Twee: dit soort bedrijfsongevallen was toch niet meer mogelijk sinds de ondergang van Barings in 1995? Strikte scheiding van front- en backoffice, 'real time'-risicomanagementsystemen en legioenen aan 'compliance officers' zouden een herhaling ondenkbaar hebben gemaakt. Nu blijkt een jaartje in de backoffice voldoende te zijn om alle slimme controlesystemen van een van de meest sophisticated investment banks van Europa om de tuin te kunnen leiden. Geen geruststellend idee.

Drie: dit is gebeurd in een van de meest gereguleerde omgevingen die je je maar kunt voorstellen. De Franse banktoezichthouder kan zich punten een en twee hierboven direct aantrekken. Terwijl bestuursvoorzitter Daniel Bouton van Société Générale als u dit leest mogelijk geen baan meer heeft, lijkt gouverneur Christian Noyer van Banque de France nergens last van te hebben. Dat lijkt mij niet terecht.

Vier: wat er ook gebeurt met de nationale iconen, Frankrijk blijft Frankrijk. Premier Fillon heeft al aangekondigd dat een vijandige overname van Société Générale niet zal worden toegestaan door zijn regering. Dat zal in ieder geval bij enkele (voormalige) ABN Amro-bestuurders tot opgetrokken wenkbrauwen hebben geleid.

Vijf is een vraag. Zijn er redenen om aan te nemen dat dit in Nederland niet kan gebeuren? Ik zie ze niet.

*Jérôme Kerviel was een 'rogue trader' in de traditie van Nick Leeson, die in 1995 Barings Bank het faillissement had ingeduwd. Het type blijkt opvallend consistent – juniortraders die hun hand overspelen en hun verliezen proberen terug te verdienen met ongeautoriseerde, steeds riskantere transacties. Buiten de eigen bonus is er doorgaans geen sprake van eigen gewin. Het fenomeen blijkt eveneens opvallend hardnekkig. Daarover later meer. Kerviel werd tot drie jaar gevangenisstraf veroordeeld (waarvan twee voorwaardelijk) en terugbetaling van de € 4,9 miljard die hij Société Générale had gekost. Daar is hij nog mee bezig.*

15 maart 2008

## Pompen en verzuipen

Een lekke band oppompen. Daar doen de interventies van de Amerikaanse bank, de Fed, steeds meer aan denken. De bedragen die de afgelopen weken in de interbancaire geldmarkt werden gepompt worden steeds groter, maar het effect is vooralsnog slechts tijdelijk. Zodra de fietser de hoek om is, hobbelt de velg alweer over de keien.

Afgelopen dinsdag kondigde de Fed de grootste geldmarktoperatie tot nu toe aan. De centrale bank stelde 200 miljard dollar ter beschikking aan banken in de vorm van Amerikaanse staatsobligaties in ruil voor hypotheekobligaties. De ruiltransacties kunnen worden aangegaan voor een maand, terwijl de normale termijn een dag is. Daarmee gaf de Fed het Amerikaanse bankwezen de kans nieuwe leningen aan te gaan met de betrouwbare staatsleningen als onderpand. De hypotheekobligaties hebben door de subprime-crisis zo'n slechte naam gekregen dat ze door veel partijen niet meer worden geaccepteerd als zekerheid.

Wie een illustratie dicht bij huis zoekt, hoeft alleen maar te kijken naar Carlyle Capital Corporation (ccc), het zinkende Amsterdamse beursfonds dat vooral in dit type leningen belegt. De waardeval van deze obligaties heeft de banken die de forse hefboom van ccc financieren, ertoe gebracht de stekker uit het fonds te trekken en de aan hen verpande leningen te verkopen.

De Fed werd geassisteerd door enkele Europese centrale banken, die nog eens 45 miljard dollar aan extra liquiditeiten in de markt brachten. Terwijl het westerse bondgenootschap in Irak en Afghanistan onder druk staat, is het in ieder geval nog springlevend tussen de monetaire autoriteiten.

De Fed en haar Europese collega's leverden met hun operatie de broodnodige smeerolie voor de interbancaire kredietmarkt: banken lenen niet meer aan elkaar omdat ze elkaars zekerheden niet meer vertrouwen. En als de banken niet meer aan elkaar lenen, loopt het financiële raderwerk vast. En niet alleen in de Verenigde Staten.

Drie dagen ervoor had de Fed al 140 miljard dollar op tafel gelegd. De bedragen zijn aanzienlijk opgelopen sinds de centrale bank in december tweemaandelijks kredietpakketten van 20 miljard dollar ging aanbieden. Het patroon na al deze maatregelen is hetzelfde. Aanvankelijk reageren de markten opgetogen, om daarna weer in te zakken. Dat is zorgelijk. Het wijst erop dat het probleem niet op te lossen valt met meer 'marktsmeerolie', liquiditeit. Banken hebben het vertrouwen in elkaars capaciteit om kredieten – zelfs korte – terug te betalen nog steeds niet herwonnen. Ondanks de miljardenafschrijvingen die de banken wereldwijd hebben gedaan, is er bij veel partijen nog de vrees dat alle ellende in de bankboeken nog niet boven tafel is.

Onder die omstandigheden heeft blijven pompen niet zoveel zin. Op een bepaald moment moet je je handen vuilmaken en je band gaan plakken.

*De kredietcrisis ontwikkelde zich in 2008 als een epidemie: iedere bank kon geïnfecteerd zijn met de 'giftige' rommelhypotheken en niemand durfde dus nog aan elkaar te lenen vanwege het risico van wanbetaling. Daardoor dreigde een financieel infarct: de geldstromen die de bloedsomloop van de wereldeconomie vormen, kwamen vrijwel tot stilstand. Centrale bankiers zetten zich aan de reanimatie met tot dan toe ongekende middelen: Amerikaanse en Europese centrale banken pompten voor honderden miljarden in de markt om het interbancaire geldverkeer op gang te houden.*

5 juli 2008

## Ping Au!

Toen ik op de basisschool zat (tweede helft jaren zeventig) werden wij iedere maand blij gemaakt met de *Ping*, een verantwoord stripblad, uitgegeven door de Rabobank. Naast de bloedstollende verhalen over 'Ruimtepatrouille S.P.3' en 'Buffalo Kid' dreef het blad op de avonturen van Ping-li-Ping, het slimme zoontje van de Chinese schatkistbewaarder. In iedere aflevering wist Ping zijn vader te behoeden voor weer een nieuwe blunder die het vermogen van de keizer (K'ang Sji van de zeventiende-eeuwse Mantsjoe-dynastie) zou hebben laten wegvagen. En zo werden we aan de hand van de simpele tekeningetjes en sjabloonmatige scenario's door de coöperatieve bank opgevoed tot spaarzame burgers. Met een zeker ontzag voor Chinees financieel inzicht.

Ping-li-Ping is duidelijk geen familie van Ping An, de Chinese verzekeraar die 5 procent in het vermogen van Fortis houdt. Ping An dook vorig jaar november voor het eerst op bij de bank-verzekeraar, als koper van een 4,18 procent-belang voor 1,81 miljard euro. In maart volgde een nieuwe kapitaalinjectie, van ditmaal 2,2 miljard voor de helft van vermogensbeheertak Fortis Investments. Om de innige banden te onderstrepen werd afgelopen mei Ping An-bestuurder Louis Cheung Chi Yan opgenomen in de raad van commissarissen. Dit was een voorwaarde bij de belegging van de Chinese verzekeraar – een novum onder de Nederlandse hoofdfondsen en vanuit governance-oogpunt dubieus. Van een commissaris die namens één grote aandeelhouder is benoemd, kun je moeilijk verwachten dat hij 'ten opzichte van welk deelbelang dan ook onafhankelijk en kritisch' kan opereren, zoals de Code-Tabaksblad voorschrijft.



Bij de onverwachte onderhandse emissie van ruim een week geleden werd Ping An in de gelegenheid gesteld om met 20 procent korting aandelen bij te kopen. Ping An moest 75 miljoen euro neertellen om haar belang op peil te houden. Een belang dat inmiddels honderden miljoenen minder waard was geworden na de koersduikeling van de afgelopen maanden. Kleinere aandeelhouders kregen geen uitnodiging in te schrijven – de werkgever van commissaris Chi Yan stond uiteraard wel op het lijstje met uitverkorenen die door de emissiebankiers werden gebeld. Dat was iets geweest om je eens goed over op te winden als deze ongelijke behandeling niet snel door de markt was gecorrigeerd. Op het moment van schrijven schommelt de koers keurig rond de uitverkoopprijs van 10 euro.

Beleggers in Ping An waren matig te spreken over de jongste Fortis-steun. Woensdag duikelde het aandeel Ping An op de beurs van Shanghai met 10 procent, waarna de handel door de beursautoriteiten werd stilgelegd. Nabeurs volgde een verklaring van de verzekeraar: ‘De raad van bestuur van Ping An heeft kennisgenomen van de daling van de aandeleprijs en wil aangeven dat hij niet op de hoogte is van een reden daarvoor.’ Hoogste tijd voor een nieuwe schatkistbewaarder.

*Fortis is in Nederland het meest prominente slachtoffer van de kredietcrisis. De Nederlands-Belgische bank-verzekeraar kwam met zijn vingers tussen de deur door exact aan de start van de crisis de meest gewaagde bankovername ooit te doen: die van ABN Amro in 2007 – een monstertransactie ter waarde van € 72 miljard, uitgevoerd met een consortium van drie banken. Ook in normale omstandigheden zou dit een riskante operatie zijn geweest, de crisis maakte het een vrijwel onmogelijke opgave. In de eerste helft van 2008 groeide de twijfel over de financiële gezondheid van het concern. De koers belandde in een glijvlucht, terwijl de Fortis-bestuurders amechtig de markten ervan probeerden te overtuigen dat alles volgens plan verliep. De balans is in orde, absoluut,’ zei Fortis-CEO*

*Jean-Paul Votron in een interview met VEB-blad Effect op 26 april. Een paar dagen later antwoordde president-commissaris Maurice Lippens 'over my dead body' over het eventueel schrappen van dividend. Het was dan ook een onaangename verrassing voor Fortis-beleggers toen Fortis vervolgens twee maanden later (26 juni) plotseling acht miljard nieuw kapitaal nodig had om de balans te versterken, onder meer door het schrappen van het interim dividend. Hoewel de kapitaaluitbreiding slaagde, herstelde Fortis niet meer van het vertrouwensverlies onder beleggers. Votron was het eerste slachtoffer: hij werd op 11 juli ontslagen. Een zeer teleurgestelde belegger was de Chinese branchegenoot Ping An, die na de ABN Amro-overname de grootste aandeelhouder in Fortis werd.*