

Regulering van de financiële sector: gevolgen voor de welvaart en de maatschappelijke verhoudingen

Inleiding: toeval bestaat wel

Een paar weken geleden woonde ik een gastcollege bij van mijn Nyenrode-collega Paul de Blot sj. Paul is een inmiddels 88 jarige jezuïet die college geeft over business spiritualiteit. Dat klinkt zweve-
rig, maar dat is het volstrekt niet. De kern van zijn betoog was dat je zonder bezieling voor wat je doet, geen zaken kunt doen. Dat was les één. Zijn tweede les was wat je najaagt is je leven onbereikbaar zal zijn en dat wat je wel krijgt van het toeval afhankelijk is. Die laatste opvatting onderschrijf ik van harte. Ik heb mijn promotieplaats aan de VU gekregen omdat ik een oud collega van mijn Alma Mater in de kroeg tegenkwam. Hij informeerde of ik nog steeds belangstelling had voor een promotieplaats. Ik was zeker geïnteresseerd en een afspraak met mijn aanstaande promotor was snel gemaakt. Op zijn vraag waarop ik wilde promoveren, bleef ik het antwoord schuldig. Dat vond hij niet erg en hij gaf mij een lijstje met een aantal onderwerpen mee. Een van die onderwerpen was het bedrijfseconomisch toezicht op het bankwezen. Daar koos ik dan uiteindelijk maar voor. Waarom? Het leek mij wel interessant, een beter argument kan ik mij niet herinneren. Mijn keuze werd bepaald door toeval. Toeval of niet, de maatschappelijke discussie over regulering staat hoog op de agenda. In de bancaire sector begonnen we met Cooke en zijn we nu bij Bazel III aangeland. Verzekeraars werken hard aan Solvency II en in de pensioensector worstelt men met het FTK. Dan heb ik het nog niet eens gehad over het dragstoezicht.

Auteur
Jaap Koelewijn

Weinig belangstelling voor toezicht

Op het moment dat ik aan mijn dissertatie zou beginnen (1985) was er maar nauwelijks serieuze maatschappelijke belangstelling voor toezichtvraagstukken. Daar was ook alle reden voor. Begin jaren tachtig van de vorige eeuw was de focus van de beleidsmakers er vooral op gericht te dereguleren. De VS liepen daarbij voorop. De Reagan regering hief allerlei beperkende regelgeving in de luchtvaart en telecommunicatie op. Ook in de financiële sector werden veel, nog uit de jaren dertig stammende, regels versoepeld dan wel geschrapt. Ook in het VK en in mindere mate in Nederland werd er gedereguleerd. De in de jaren zeventig nog dominante opvatting dat de overheid alle problemen moest oplossen, werd losgelaten. Onder de kabinetten Lubbers werd vervolgens de trend gezet. De markt moest zoveel mogelijk ruimte krijgen. De macht van de vakbonden werd gebroken en het neoliberalisme kreeg alle speelveld.

De terugtrekkende overheid in de jaren tachtig

Er was nog een reden waarom er maar weinig belangstelling was voor toezichtvraagstukken. Echt grote drama's hadden zich in de periode tussen 1945 en 1985 niet

voorgedaan. Er waren in Nederland een paar kleine banken failliet gegaan, in Duitsland was de Herstatt Bank omgeval-
len en in de VS ontwikkelde zich weliswaar de Savings and Loans crisis, maar anders dan met de subprime crisis raakte de spaarbankencrisis ons nauwelijks. De enige serieuze discussie over banktoezicht werd in Bazel gevoerd. De toezichthouders maakten zich zorgen over de daling

Cooke beoogde het scheppen van een 'level playing field'

van de solvabiliteit van het bankwezen. Om die reden was midden jaren zeventig het zogeheten 'Cooke Committee' opgericht. Deze commissie legde de fundamenteën voor het eerste Akkoord van Bazel. Er werd een vrij basaal stelsel van kapitaaleisen ingevoerd. Daarmee probeerden de toezichthouders een dam op te werpen tegen de 'race to the bottom'. Verder speelde mee dat de economie nog lang niet zo geglobaliseerd was als nu het geval is. Het toezicht was vooral nationaal georganiseerd. Pas in 1992 vond er in de Europese gemeenschap integratie van het toezicht plaats en ontstond er een 'level playing field'. De discussie over toezicht werd vooral echt op lokaal niveau gevoerd. Verder speelde mee dat het toezicht in een volstrekt andere institutionele setting dan nu het geval is, plaatsvond. De prudentiële toezichthouders opereerden in stilte en bleven bij voorkeur onder de radar. Verder hadden ze een beperkt instrumentarium om hard in te kunnen grijpen. Zij opereerden vaak op basis van informele invloed en 'moral suasion'.

Financiële instellingen waren destijds minder dan nu het geval is winst gedreven. Zij streefden naar een solide bedrijfsvoering, waarbij winstmaximalisatie een beperkte prioriteit had. De aandeelhouders leken dat te accepteren. Zij namen genoegen met stabiele rendementen die hoger lagen dan de vergoeding op staatsobligaties.

De paradox van deregulering: meer regulering

Nu, dertig jaar later, is dit beeld ingrijpend veranderd. Van alle mooie voornemens tot deregulering lijkt weinig terecht gekomen te zijn. Het tegendeel is eerder waar: nog nooit eerder voerde de overheid zo grootschalig nieuwe regels in als in de afgelopen toen jaar. Binnen en buiten de financiële sector zijn er alleen maar nieuwe toezichthouders bijgekomen. Hun toezicht is harder en de regels



worden steeds gedetailleerder. Ook in andere sectoren, zoals onderwijs, accountancy en zorg, is de regeldruk enorm toegenomen.

Iedereen wil minder regels, maar er komen er steeds meer

Er is hier sprake van een paradoxale ontwikkeling. De beleidsmakers belijden met de mond dat ze minder regels en minder regeldruk willen. De marktsector vraagt op haar beurt om minder regels. Ondanks het feit dat alle partijen minder regulering wensen, neemt het belang van regulering en toezicht alleen maar toe. In deze bijdrage probeer ik voor deze paradox een verklaring te geven. Waarom willen we minder regels en waarom komen er steeds meer? Waarom neemt na elk incident de vraag om nog meer regels en een strengere handhaving toe? Ik denk dat drie factoren deze paradox kunnen verklaren. De eerste is het gedrag van toezichthouders er toe leidt dat de regeldruk hoger is dan strikt genomen noodzakelijk is. De tweede verklaring is dat in een geliberaliseerde economie met veel ruimte voor de markt regelgeving noodzakelijk is. In de derde plaats raken de toezichthouders, gewild of ongewild, steeds meer betrokken bij andere maatschappelijke ontwikkelingen. Met name in de pensioensector is er sprake van een schaarsteprobleem. Daardoor neemt de invloed van de toezichthouders toe. Ik zal deze drie factoren hierna verder uitwerken en afronden met een conclusie.

Waarom regelgeving en toezicht?

Op de vraag waarom toezicht noodzakelijk is geven economen – zeker als ze de neoklassieke theorie als referentiekader hebben – een betrekkelijk eenvoudig antwoord. Zij stellen zich op het standpunt dat de economie normaal gesproken in evenwicht zal verkeren. Vragers en aanbieders hebben alle relevante informatie kosteloos tot hun beschikking, de prijzen van goederen, diensten, arbeid

en kapitaal zijn flexibel. Evenmin is er sprake van transactiekosten. In deze gestileerde wereld is er geen ruimte voor informatie-asymmetrie. In een dergelijke wereld is er geen enkele noodzaak voor toezicht op financiële instellingen.

In een perfecte markt is er geen toezicht noodzakelijk

De gangbare theorie

In de gangbare economische theorie is er wel ruimte voor toezicht op financiële instellingen. Er is wel sprake van ongelijk verdeelde informatie. Sterker nog, financiële instellingen bestaan bij de gratie van transactiekosten en informatieverschillen. Dat geldt in het bijzonder voor geldscheppende banken, die vanwege hun vermogen om giraal geld te scheppen een prominente maatschappelijke functie hebben. De depositohouders zijn onvoldoende in staat om de risico's van de bank waaraan zij hun geld hebben toevertrouwd goed te beoordelen. Daar hebben ze ook weinig belang bij, want ze hebben de mogelijkheid om zonder noemenswaardige transactiekosten hun tegoed op te nemen zodra ze vermoeden dat het risico van een bank te groot wordt. Als ze dat op grote schaal doen, zal de bank failliet gaan. Liquidatie van de activa is slechts tegen hoge kosten mogelijk. Bovendien is er een groot risico dat in het geval van het faillissement van een individuele bank als gevolg van besmettingseffecten ('contagion') ook andere banken worden meegetrokken.

Toezicht als remedie voor marktfalen

Er is hier sprake van marktfalen. De financiële sector – en dan vooral de banken – is van nature onvoldoende stabiel. Dat rechtvaardigt het ingrijpen door de overheid/centrale bank door middel van het opleggen van eisen met betrekking tot liquiditeit en solvabiliteit. Daarnaast zal de centrale bank een rol hebben als 'lender of last resort'. De overheid dwingt daarmee een grotere stabiliteit van de financiële sector af. Feitelijk voorkomt zij dat financiële instellingen maatschappelijke kosten veroorzaken doordat zij te grote risico's afwentelen op de samenleving. Toezicht leidt in deze analyse tot een verhoging van de maatschappelijke welvaart.

De (neven)effecten van toezicht

In de academische literatuur schenkt men veel aandacht aan de onbedoelde effecten van het bestaan van toezicht. Zowel de onder toezicht staande instellingen als de toezichthouders reageren ieder op hun eigen wijze op het bestaan van toezicht.

De onder toezicht gestelde marktpartijen hebben door het gegeven dat er (impliciete) garanties bestaan een sterke prikkel om risico's af te wentelen op de toezichthouders. Men noemt dit 'moral hazard'. Zeker als er expliciete garanties bestaan, zoals depositoverzekeringen, zullen zij proberen meer risico te nemen. Zowel de aandeelhouders als de managers van de instellingen profiteren van het opwaartse potentieel. Eventuele verliezen komen voor rekening van de gemeenschap. Het gegeven dat er toezicht

bestaat, dwingt de toezichhouders rekening te houden met de neveneffecten daarvan.

In de loop van de jaren tachtig en negentig werd duidelijk dat de eerder doorgevoerde deregulering nadelige gevolgen had. De Amerikaanse spaarbanken benutten hun nieuwe vrijheden om massaal met onroerend goed te gaan speculeren. Eenzelfde ontwikkeling deed zich voor in Japan. Daar werd het bankwezen ook gedereguleerd met als gevolg dat er een enorme vastgoedbubbel ontstond. De crises waren ernstig, maar toch bleven de gevolgen overwegend beperkt tot de lokale economie. De ontwikkelingen maakten echter wel duidelijk dat het toezicht tekortschoot. Instellingen onttrokken zich aan het toezicht en probeerden de kosten van het toezicht te minimaliseren en de opbrengsten - in termen van risicoafwenteling te verhogen. Dat noopte de toezichhouders hun instrumentarium te verbeteren. Door middel van de Bazel I-eisen probeerden ze een internationaal 'level playing field' te creëren.

Streven naar aandeelhouderswaarde maakt toezicht noodzakelijker

Toenemende regeldruk

Daarnaast was er sprake van een steeds verder voortschrijdende integratie van de wereldeconomie. Als gevolg daarvan werd de financiële sector ook steeds meer een wereldwijde activiteit. De toezichhouders werden gedwongen hun werkwijze aan te passen. Zij konden steeds minder met informele instrumenten hun gezag uitoefenen. Dat verklaart de toenemende regeldruk en het de uitbreiding van de bevoegdheden van de toezichhouders.

Er zijn nog andere verklaringen voor de toenemende regeldruk. In de eerste plaats nam in de periode na 1983 de druk op ondernemingen om aandeelhouderswaarde te creëren toe. Dat gold ook voor financiële instellingen. Zij gingen steeds hun bedrijfsvoering optimaliseren en zochten daarbij steeds meer de grenzen op. Na 1983 is er sprake van een structurele stijging van de leverage van financiële instellingen. Dat had aanvankelijk positieve effecten. De sterke groei van de kredietverlening in de periode na 1983 gaf een extra impuls aan de groei. Dat gold niet alleen voor de Amerikaanse economie. Ook in Nederland leidde de soepele instelling van de banken bij het verstrekken van krediet – denk daarbij aan de hypotheekmarkt – tot een groeiversnelling. Uiteindelijk mondde de kredietexpansie uit in de financiële crisis van 2008. Achteraf gezien werd het fundament daarvoor al aan het begin van de jaren tachtig gelegd. De reactie op de kredietcrisis is een heel voorspelbare. De toezichhouders maken een inhaalslag. Zij proberen de gaten in het toezicht te dichten en – daarbij speelt ook hun wens om verdere reputatieschade te voorkomen een rol – een herhaling te voorkomen.

Regulering in relatie tot herverdeling; de casus van de pensioenfondsen

De periode van 1982 tot en met 2007 kenmerkte zich door een gematigde groei in combinatie met een dalende rente

en sterk stijgende aandelenkoersen. Vooral in de periode tussen 1995 en 2000 opstond er een excessieve stijging van de aandelenmarkt. Na het leeglopen van de internetbubbel in 2000 en de crisis op de aandelenmarkten in 2003 – na de Amerikaanse inval in Irak – kwamen de aandelenmarkten op een structureel lager niveau terecht.

De uitzonderlijk gunstige ontwikkelingen in de periode tot aan 2000 hadden uiteraard grote gevolgen voor de pensioenfondsen. Vooral de fondsen die in aandelen hadden belegd zagen hun reserves sterk stijgen. In 1988 was de gemiddelde gerapporteerde dekkinggraad van de pensioenfondsen ruim 200%. De riantie positie van de fondsen maakte dat in een aantal gevallen de sponsor soms jaren achtereen geen premie hoefde te betalen. Door de 'pension holidays' leek het pensioen een gratis lunch. Feitelijk stonden de fondsen er nog beter voor dan ze rapporteerden. Ze hanteerden immers een rekenrente van 4% terwijl de feitelijke marktrente daar ver boven lag. Ook de demografische ontwikkelingen waren in het voordeel van de fondsen. De populatie van deelnemers was relatief jong. Zij droegen – ook door het hanteren van de doorsneepremies – naar verhouding veel bij aan de opbouw van de reserves.

In het decennium na 2000 kantelde het beeld van ongeïmitereerde voorspoed in een vrij korte tijd. De factoren die decennialang hadden bijgedragen aan de financiële kracht van de fondsen veranderden alles. De koersen van aandelen daalden, de rente ging omlaag, de ontgroening en vergrijzing zette beide verder door en de levensverwachting steeg. Door een veranderde berekening van de levensverwachting trad er nog een extra versnelling op. Al deze factoren zijn bekend. De problematiek werd na de financiële crisis van 2008 en de daaropvolgende schulden crises nog eens extra duidelijk. Door grootschalige interventies van de monetaire autoriteiten daalden de rentevoeten in de Westerse landen tot historische dieptepunten.

De prudentiële toezichhouder kwam na 2000 in Nederland veel nadrukkelijker dan in het verleden op de kaart te staan. Daarvoor zijn verschillende oorzaken aan te wijzen. De meest voor de hand liggende verklaring is dat het maatschappelijk belang van de private pensioenfondsen steeds groter werd. De gestegen welvaart had tot gevolg dat veel werknemers voor hun toekomstig inkomen steeds meer afhankelijk werden van de tweede pijler. Ook werd duidelijker dat de governance van de sector niet adequaat was. Ik heb in eerdere publicaties erop gewezen dat er in feite geen effectief toezicht bestaat op de bestuurders van pensioenfondsen. Verder werden de belangentegenstellingen – die natuurlijk altijd al bestonden – steeds manifester. Was er tot aan 2000 sprake van een zeer ruime financiële positie, in een periode van nog geen toen jaar werd het pensioendossier een schaarstevraagstuk. Vooral na 2010 werd deze problematiek zeer duidelijk.

Een belangrijke beleidswijziging die vervolgens werd doorgevoerd, betrof de invoering van het nieuw financieel toetsingskader (FTK) in 2007. Met het FTK beoogde de toenmalige PVK op een meer marktconforme wijze het toezicht uit te oefenen. Zonder nu op alle details in te gaan, wil ik een zeer belangrijke verandering in het toetsingskader noemen. Het gaat hier om het loslaten van de vaste rekenrente waarmee de fondsen hun verplichtingen contant moeten maken. Zij mochten niet langer gebruik maken van een vaste rekenrente van 4%, maar ze moesten een marktconforme rekenrente gaan hanteren.

Aanvankelijk had de invoering van de nieuwe rekenrente een positief effect op de dekkingsgraden. De feitelijke marktrente was ten tijde van de invoering namelijk rond de 4,7%.

De invoering van het FTK was niet alleen qua techniek een breuk met het verleden. De overgang naar een marktconforme berekeningswijze van de dekkingsgraden valt op theoretische gronden goed te verdedigen. Het hanteren van een vaste rekenrente verhult de feitelijke financiële positie van de fondsen. De argumenten tegen zijn begrijpelijk. De volatiliteit van de dekkingsgraden neemt toe, terwijl de fondsen een doelstelling voor de lange termijn hebben. Ook kunnen er vraagtekens gezet worden bij de relevantie van rentevoeten voor periodes langer dan twintig jaar.

De invoering van het FTK markeert naar mijn opvatting nog een heel andere verandering. Er is sprake van een ander stijl van toezichthouden. De prudentiële toezichthouder was niet langer de partij die samen met de sector zorgde voor een solide pensioensector, maar hij werd een actieve tegenspeler. In een sector waarin de verhoudingen niet langer door overdaad maar door schaarste worden beheerst, is er ook weinig andere keuze. Als er niet langer zekerheid bestaat dat de verplichtingen nagekomen kunnen worden en het psychologisch contract tussen de sociale partners feitelijk is opgezegd, dan kan de toezichthouder weinig anders doen dan zich als een zakelijke partij op te stellen.

Pensioendebat gaat over herverdeling van schaarste

Maar er is sprake van nog een andere zeer wezenlijke breuk met het verleden. Tot aan 2010 was de toezichthouder de partij die de spelregels vaststelde, maar zich verder niet met het verloop van de wedstrijd bemoeide. In deze verhoudingen is een verandering opgetreden. De recente discussie over de rekenrente maakt duidelijk dat de toezichthouder niet langer de marktmeester of de scheidsrechter is. De toezichthouder is een onderdeel geworden van het spel. De te hanteren rekenrente bepaalt namelijk voor een belangrijk deel de uitkomsten van het spel. Als de toezichthouder bereid zou zijn de rekenrente wat aan te passen, dan zouden de dekkingsgraden verbeteren (of verslechteren). De toezichthouder krijgt daardoor ongewild invloed op de uitkomst van het spel. Nu zou de discussie over de rekenrente een non-issue zijn als deze volledig objectief vast te stellen viel. Dat is niet het geval. Los van de vraag of op een termijn van twintig jaar of langer er een adequate rentevoet te bepalen valt, speelt er nog een heel andere kwestie. De actuele rentevoeten worden zowel aan de korte als de lange kant beïnvloed door de ingrepen van de monetaire autoriteiten. De ECB en de Fed hebben de korte rentes sterk verlaagd, terwijl zij ook de lange rente drukken door hun opkoopprogramma's. Er zou sprake zijn van een onevenwichtige situatie op de financiële markten. Dat zou het hanteren van een hogere rekenrente rechtvaardigen.

Hoewel ik ernaar neig om de plausibiliteit van deze redenering te begrijpen, maak ik mij toch zorgen. De

toezichthouders worden gedwongen om de wedstrijd op een heel nieuw terrein te spelen. Hun beslissingen hebben macro-economische gevolgen. Zij hebben zowel invloed op de hoogte van de uitkeringen als de premies. Die zijn op hun beurt van invloed op factoren als bestedingen, bedrijfswinsten en consumentenvertrouwen. Echter, hun beslissingen hebben ook effecten waar het gaat om de verdeling van welvaart en vermogen tussen generaties.

Deze ontwikkelingen hebben gevolgen voor het functioneren van de toezichthouders en de wijze waarop zij zich moeten verantwoorden. Hun mandaat is het waarborgen van de stabiliteit van het financiële systeem en de soliditeit van de daarin werkzame instellingen. De feitelijke implicaties van hun beleid zijn in de loop van de jaren veel groter geworden. Het valt in DNB te prijzen dat zij oog heeft voor de neveneffecten van haar beleid. Dat mag echter tot gevolg hebben dat een goede uitoefening van het toezicht in gevaar komt.

Het is duidelijk dat het herverdelingsvraagstuk de uitoefening van het toezicht compliceert. Meer dan in het verleden zijn toezichthouders onderdeel geworden van veel bredere maatschappelijke discussies dan tot nu toe het geval was. Ik vraag mij af of de huidige mandaten evenals het toezicht op de toezichthouders geen aanpassing behoeven.

Conclusies

Een sterke markt vraagt om meer en strenger toezicht. De toezichthouders worden gedwongen om hun instrumentarium uit te breiden en zijn genooddaakt meer dan voorheen te regels te handhaven. Zij kunnen niet langer in stilte opereren, maar zijn genooddaakt zich nadrukkelijk te manifesteren. Deregulering leidt paradoxaal genoeg tot meer toezicht. Verder worden de toezichthouders steeds meer een onderdeel van de moeilijke herverdelingsvraagstukken die onze samenleving zal moeten oplossen. Dat dwingt de toezichthouders zich op hun taken te heroriënteren. Het is nu aan de politiek om de kaders waarbinnen het toezicht moeten opereren te herdefiniëren.

Bronnen:

- White, Lawrence J. (1991). *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation*. New York: Oxford University Press.
- Ashcraft, Adam B. and Schuermann, Til, *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit* (March 2008). Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43; FRB of New York Staff Report, No. 318. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1071189> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1071189>
- Greenwald, B. and Stiglitz, J. (1986). Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets, *Quarterly Journal of Economics*, 101: 229-264.
- Diamond DW, Dybvig PH (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". *Journal of Political Economy* 91 (3): 401-419. doi:10.1086/261155. Reprinted (2000) Fed Res Bank Mn Q Rev <http://www.cpb.nl/publicatie/pensioenakkoord-juni-2011>