

De weg naar een hogere leverage-ratio

Het verhogen van de leverage-ratio van banken biedt doorslaggevende voordelen. De transitie naar een hogere leverage-ratio is echter niet zonder valkuilen en het huidige toezichtkader biedt geen handvatten om die transitie mogelijk te maken. Een bankenakkoord kan een uitweg bieden en zou moeten bestaan uit een ingroeitraject, bindende afspraken over een absolute vorm van herkapitalisatie en mogelijke innovatieve financiële instrumenten om het marktrisico voor banken en investeerders te beperken.

MICHEL BIJLSMA

Sectorhoofd
Marktordening
bij het Centraal
Planbureau

CLEMENS KOOL

Hoogleraar aan de
Universiteit Utrecht

Het maatschappelijke debat over de gewenste hoogte van de ongewogen kapitaalratio ofwel leverage-ratio van banken – de verhouding tussen *common Tier one equity* en totale activa – woedt nog altijd. Het kabinet wil een minimumpercentage van vier procent voor Nederlandse banken, ook als Nederland daarmee in Europa voorop gaat lopen. De meerderheid van de Nederlandse economen wil zelfs verder gaan, zoals bijvoorbeeld de Me Judice-enquête van december 2013 laat zien. Binnen het bankwezen bestaat echter grote weerstand tegen het verhogen van de kapitaalratio. Het debat en de beeldvorming zijn ondertussen gepolariseerd geraakt, wat de zoektocht naar constructieve oplossingen niet bevordert.

WAAROM DE LEVERAGE-RATIO OMHOOG MOET

De optimale hoogte van de ongewogen kapitaalratio is noch theoretisch noch empirisch eenvoudig vast te stellen. Hogere kapitaaleisen brengen kosten en baten met zich mee (Bijlsma en Zwart, 2010). Toch lijkt een hogere leverage-ratio maatschappelijk gezien doorslaggevende voordelen te hebben en het huidige niveau in Nederland van 3,5 procent te laag te

zijn. Dit geldt overigens ook voor andere Europese landen. We zien hierbij twee centrale argumenten.

Ten eerste is een ongewogen kapitaalratio van drie procent te laag om bankencrisis het hoofd te kunnen bieden. Op basis van historische gegevens van bankencrisis in ontwikkelde landen komen Laeven en Valencia (2010) tot gemiddelde verliezen van ongeveer zes procent van de totale bankbalans met een standaarddeviatie van zes procent. Ratnovski (2013) laat zien dat een ongewogen kapitaalratio van negen procent in de meeste gevallen voldoende zou zijn geweest om verliezen op uitstaande kredieten bij banken in OESO-landen in de afgelopen vijftig jaar af te dekken.

Ten tweede mitigeert een hogere leverage-ratio moreel risico bij banken, *regulatory capture* van de toezichthouder en politici door de financiële sector, en inherente tekortkomingen van de risicomodellen die banken en toezichthouders gebruiken.

Het gevaar van moreel risico ontstaat langs twee wegen. Banken met een te lage leverage-ratio profiteren van impliciete overheidsgaranties (zie Bijlsma en Mocking (2013) voor een kwantificering). Die garanties geven banken een prikkel om te veel risico te nemen: als het mis gaat liggen de kosten immers bij de overheid, terwijl de baten van een succes bij de bank neerslaan. Daarbij raakt het gelijke speelveld, en daarmee de marktstructuur, verstoord omdat grote banken er meer van profiteren dan kleine banken. Een tweede vorm van moreel risico ontstaat doordat banken – onder voorwaarden – hun eigen wegingsmodellen mogen gebruiken om hun balansrisico te meten. Als banken het model en de parameters in het model slim kiezen, kunnen ze de risicoweging van hun bezittingen in neerwaartse richting beïnvloeden (EBA, 2014). Suggestief bewijs hiervoor vormt de daling van ratio van risicogewogen bezittingen ten opzichte van ongewogen bezittingen bij grote banken van rond de 65 procent in 1990 naar rond de 35 procent in 2010 (Slovik, 2012).

Ook politieke druk of *regulatory capture* kan bijdragen aan een te lage inschatting van de risicogewichten van bezittingen op de balansen van banken. Vrijwel alle overheids-

obligaties hebben binnen het eurogebied bijvoorbeeld een risicogewicht van nul, terwijl toezichthouders soms te lage risicogewingen accepteren, financiële titels onterecht als risicodragend kapitaal meetellen, of toestaan dat gemankeerde bezittingen maar beperkt hoeven te worden afgeschreven.

Ten slotte zijn risicomodellen niet alleen te manipuleren, ze kunnen er ook simpelweg niet in slagen een complexe werkelijkheid weer te geven. Denk hierbij aan staatrisico's die ontstaan als de risico's van activa van een bank of van meerdere banken tegelijk gecorreleerd raken. Dergelijke staatrisico's worden niet opgepikt door de risicogewichten in de modellen van banken en toezichthouders.

In al deze gevallen biedt een minimale leverage-ratio bescherming door een bodem onder het eigen vermogen te leggen. Immers, manipulatie van risicogewichten als gevolg van moral hazard of regulatory capture loont niet meer als de leverage-ratio op dat minimumniveau zit, terwijl de hoeveelheid eigen vermogen minder afhankelijk wordt van de beperkingen van risicomodellen.

LANGETERMIJNKOSTEN HOGERE RATIO BEPERKT

Een vaak gehoord argument tegen een hogere leverage-ratio luidt dat dit banken juist een prikkel geeft om risicovolle activa aan te gaan houden om het rendement op eigen vermogen te verhogen. Risicogewogen kapitaaleisen blijven dan ook belangrijk. Het is juist de combinatie van een minimale leverage-ratio met risicogewogen kapitaalvereisten die het optimale resultaat bereikt. De leverage-ratio biedt bescherming tegen de tekortkomingen van risicogewogen kapitaalvereisten en vice versa.

Een tweede tegenargument betreft de effecten op de financieringskosten van banken en daarmee de prijs van bancaire krediet. Theoretisch hangt het effect van hogere kapitaaleisen op de kosten van krediet af van de mate van kapitaalmarktperfecties. Zonder die imperfecties laat de Modigliani-Millerstelling zien dat de kapitaalstructuur geen invloed heeft op de financieringskosten.

In de praktijk zijn bij de huidige kapitaalratio's de meest relevante imperfecties de ongelijke fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen en de impliciete overheidsgaranties. Het wegvallen van impliciete garanties verhoogt de financieringskosten van systeembanken en die kosten zullen deels doorgegeven worden aan de eindgebruiker. Dat is maatschappelijk gezien echter niet inefficiënt, maar juist efficiënt: de concurrentie neemt toe omdat het speelveld met kleinere banken gelijkgetrokken wordt, terwijl de versturende overheidssubsidie die bedrijven krijgen voor het aangaan van bancaire schulden, verdwijnt. Het kostenverhogende effect van een hogere leverage-ratio neemt daardoor ook af.

Empirisch onderzoek laat zien dat het langetermijneffect van hogere kapitaaleisen op de kosten van kapitaal beperkt is. Kashyap *et al.* (2010) schatten het op ongeveer 2,25 basispunten per procentpunt risicogewogen kapitaal en ongeveer 4,5 basispunten per procentpunt ongewogen kapitaal. Bridges *et al.* (2014) vinden geen langetermijneffect van hogere kapitaaleisen op de hoeveelheid verstrekt krediet.

Drie aanvullende observaties suggereren dat een hogere leverage-ratio geen bedreiging vormt voor de levensvatbaarheid van banken. Ten eerste heeft er altijd grote variatie in ongewogen en gewogen kapitaalratio's bestaan tussen banken in hetzelfde land en in verschillende landen. Banken maken

dus ook zonder de extra restrictie van een ongewogen ondergrens al verschillende keuzes, wat suggereert dat lagere kapitaalratio's geen groot concurrentievoordeel bieden. Ten tweede kenden banken in Nederland, maar ook in bijvoorbeeld de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk, in het verleden een veel hogere leverage-ratio. In 1960 bedroeg die in Nederland bijvoorbeeld nog ruim tien procent. Een hogere leverage-ratio in combinatie met winstgevendheid en levensvatbaarheid is historisch dus niet zonder precedent. Ten derde willen andere landen verder gaan dan Nederland. In de Verenigde Staten hebben toezichthouders een leverage-ratio van vijf procent voorgesteld voor banken (*bank holding companies*) die onder het vangnet vallen en zes procent voor consumentenbanken (*depository institutions*). In het Verenigd

Een belangrijk obstakel [bij een cold-turkey aanpak] lijkt daarbij dat het bestaande toezichtkader niet voorziet in instrumenten om een snelle opbouw van het eigen vermogen door aandelenuitgifte af te dwingen

Koninkrijk onderzoekt de Bank of England de rol van een minimum-leverage-ratio. Ook het IMF en de OESO hebben een minimum van vijf procent voorgesteld.

HET ECHE PROBLEEM

Een hogere leverage-ratio is dus maatschappelijk wenselijk. De overgang van een lage naar een hogere kapitaalratio kan echter met maatschappelijke kosten gepaard gaan. Dit komt doordat de baten van meer eigen vermogen, en dus een verbeterde gezondheid van de banken, vooral bij de schuldeisers en de belastingbetaler terechtkomen. Omdat nieuwe aandeelhouders tegen marktprijs instappen, betalen uiteindelijk de zittende aandeelhouders. Die verzetten zich daarom tegen verhoging van het eigen vermogen.

Conform de pecking-ordertheorie (Myers, 1984) prefereren banken daardoor balansverkortings, via hogere rentetarieven, minder kredietverstrekking, of de verkoop van bezittingen, boven uitgifte van nieuw eigen vermogen. Als dat niet genoeg is, kiezen ze voor winstinhouding. Alleen als uiterste redmiddel geven ze nieuw aandelenkapitaal uit. Balansverkortings is maatschappelijk kostbaar, zeker in de huidige laagconjunctuur, omdat het ten koste gaat van kredietverlening aan bedrijven en consumenten.

Het is theoretisch te prefereren om banken te verplichten binnen een heel korte periode, *cold turkey*, hun leverage-ratio te verhogen. Door de korte periode is het voor banken vrijwel onmogelijk om aan de nieuwe eisen te voldoen door kredietbeperking. Balansverkortings door het op grote schaal

verkoop van bancaire activa (zogenaamde *fire-sales*) blijft mogelijk, maar is weinig aantrekkelijk als de marktprijs door de gedwongen verkoop onder de onderliggende boekwaarde komt te liggen. In dit scenario kunnen banken de herkapitalisatie eigenlijk alleen realiseren door nieuw eigen vermogen uit te geven. Dit leidt tot snel herstel van de vitaliteit van het bankwezen. De kosten slaan dan wel volledig neer bij de zittende aandeelhouders.

Deze aanpak werkt het best in een acute crisis of bij een belangrijke systeemwijziging. In de VS haalden banken in

Het maatschappelijk belang [van een bankenakkoord] is het realiseren van een transitie naar een stabiel bankwezen met een sterkere vermogenspositie, met als randvoorwaarde dat de kredietverlening niet het kind van de rekening wordt

2008, na het faillissement van Lehman Brothers, onder druk van de overheid ruwweg tachtig miljard dollar aan aandelenkapitaal op. De acute crisis bood geen ruimte voor protest. Overheveling van het toezicht over alle Europese grote banken naar de ECB in 2015 had als een systeemwijziging kunnen gelden. Een minimum-leverage-ratio van bijvoorbeeld vijf procent als voorwaarde voor entree tot de bankenunie had automatisch tot grootschalige herkapitalisatie geleid.

De kansen voor een cold-turkey-aanpak nemen echter snel af. Er is geen dreiging van een acute crisis. Het proces rondom de systeemtransitie is reeds dichtgetimmerd. Een belangrijk obstakel lijkt daarbij dat het bestaande toezichtkader niet voorziet in instrumenten om een snelle opbouw van het eigen vermogen door aandelenuitgifte af te dwingen. Dat betekent dat nieuwe wetgeving vereist is waarover politieke overeenstemming bereikt moet worden.

Gegeven deze onzekerheden lijkt het waarschijnlijk dat, zelfs als er politieke eensgezindheid zou zijn over het snel afdwingen van een hogere minimum-leverage-ratio, pogingen daartoe snel zouden verzanden in een moeras van discussies en argumenten.

Een tweede mogelijkheid is daarom om banken een langere periode de tijd te geven aan de nieuwe eisen te voldoen. Omdat de verdisconteerde waarde van toekomstige kasstromen lager is dan de huidige waarde, is dit minder kostbaar voor aandeelhouders. Een bijkomend voordeel is dat een deel van de herkapitalisatie plaats kan vinden door ingehouden winsten. Dat vermindert het nadeel dat een coöperatieve bank, zoals de Rabobank, heeft bij het ophalen van eigen vermogen ten opzichte van beursgenoteerde banken.

EEN BANKENAKKOORD

Ook hier speelt het probleem dat nieuwe wet- en regelgeving nodig is om opbouw van eigen vermogen door aandelenuitgifte af te dwingen. Vandaar ons voorstel dat de overheid en de bankensector zich in een goede Nederlandse traditie gezamenlijk committeren aan een bankenakkoord met een horizon tussen de vijf en tien jaar. Het maatschappelijk belang is daarbij het realiseren van een transitie naar een stabiel bankwezen met een sterkere vermogenspositie, met als randvoorwaarde dat de kredietverlening niet het kind van de rekening wordt.

Het akkoord kan er als volgt uitzien. Als eerste stap krijgen alle banken, na de Asset Quality Review (AQR) een betrekkelijk korte periode de tijd om hun leverage-ratio te verhogen tot bijvoorbeeld vier procent. In het huidige beursklimaat is voldoende kapitaal op zoek naar rendement. Europese banken haalden recent aanzienlijke bedragen op, neem de aandelenemissie van 7,2 miljard euro door Barclays in 2013. Verder bleek ook de vraag naar *Additional Tier 1*-obligaties van Nationwide Building Society, Santander and Danske Bank bijzonder groot: er was voor maar liefst 41 miljard euro ingeschreven. Dergelijke obligaties zijn weliswaar geen aandelen, maar hebben wel het karakter van risicodragend vermogen.

Om balansverkorting te voorkomen wordt de hoeveelheid aan te trekken eigen vermogen gedefinieerd in absolute bedragen, op basis van de startbalans van elke bank. Bij voorkeur vindt de opbouw van eigen vermogen plaats door marktfinanciering. Zittende aandeelhouders krijgen de mogelijkheid om als eerste nieuwe aandelen te kopen. De overheid geeft een tijdelijke back-stop-garantie af voor het scenario van een tekortschietend aanbod van kapitaal.

Omdat een leverage-ratio van vier procent in onze ogen niet het eindpunt is, wordt tevens voor de langere termijn een ingroeitraject – opnieuw in absolute bedragen ten opzichte van de startbalans – afgesproken tot de overeengekomen ondergrens, bijvoorbeeld zes, acht of tien procent. Deze ondergrens kan conditioneel gemaakt worden op Europese afspraken over minimum-leverage-ratio's, bijvoorbeeld niet meer dan een bepaalde factor boven de Europese norm.

De langere horizon maakt het mogelijk dat naast emissies ook winstinhoudingen een bijdrage kunnen leveren. Met bijvoorbeeld vijf miljard winst voor belastingen en dividenduitkering per jaar, wat ruwweg correspondeert met een ROE van acht procent bij een bankensysteem met een omvang van 2000 miljard euro en een leverage van drie procent, kan er via winstinhouding in vijf jaar tijd een procentpunt aan eigen vermogen bijkomen. Verdere emissies zijn uiteraard ook niet uitgesloten. Als de economie aantrekt neemt de aantrekkelijkheid van aandelenemissies toe, helemaal als banken kunnen laten zien dat ze aandelenkapitaal nodig hebben om winstgevendende investeringen te kunnen financieren.

Innovatieve financieringsinstrumenten kunnen ook een onderdeel vormen van het bankenakkoord. Denk aan een vorm van omgekeerde *contingent convertibles* (*coco's*), in de vorm van schuldpapier dat converteert naar aandelenvermogen als de economie beter draait of wanneer een bankenindex boven een bepaald niveau uitkomt. Zo'n omgekeerde *coco* biedt investeerders een minder risicovol profiel zolang het slecht gaat en tegelijk de mogelijkheid te profiteren van opwaarts rendementpotentieel als de economie aantrekt. Daarbij voorkomt een

dergelijk instrument dat banken aandelen moeten uitgeven op een moment dat dat prijstechnisch ongunstig is.

Een belangrijke vraag luidt hoe dit kan werken voor de staatsbanken ABN Amro en SNS. Hier zijn verschillende opties, die elk onvermijdelijk kosten voor de overheid en dus voor de belastingbetaler met zich meebrengen. Ten eerste zou de overheid als aandeelhouder zelf geld kunnen injecteren. Dit valt dan onder de Europese staatssteunregels en gaat dus waarschijnlijk gepaard met inperking van de commerciële vrijheid van een bank om bijvoorbeeld bonussen uit te keren, dividend te betalen, of overnames te doen. Dit geeft een prikkel om banken snel te privatiseren, a priori geen slechte zaak omdat banken die lange tijd in overheidshanden blijven vaak minder efficiënt zijn (Bijlsma en Dubovik, 2013). Een tweede optie is om geld op te halen door een aandelenemissie terwijl de overheid meerderheidsaandeelhouder blijft. Hiermee verwater het belang van de overheid. Bovendien moeten nieuwe aandeelhouders wellicht met een relatief lage instapprijs overgehaald worden om te investeren in een bedrijf dat voorlopig onder staatscontrole blijft. Een derde optie is om de bank in zijn geheel naar de beurs te brengen. Bij voldoende belangstelling voor de aandelenemissie is dit een ideaal moment om de leverage-ratio te verhogen. Ook in dit scenario is het onwaarschijnlijk dat de overheid haar eerdere investeringen volledig terugziet. Maar linksom of rechtsom komt er wel een veiliger bank en financieel systeem voor terug.

Vanzelfsprekend is de ambitie dat banken vrijwillig meewerken aan dit akkoord. Dat betekent dat het akkoord niet alleen voordelen moet hebben voor de Nederlandse economie als geheel, maar ook voor de individuele banken. Aandeelhouders zullen aanhikken tegen de verwatering van hun bezit. Een compensatie hiervoor zou kunnen komen door de recent ingevoerde bankenbelasting weer af te schaffen. Die afschaffing is ook inhoudelijk te verdedigen omdat meer eigen vermogen de waarde van de impliciete garantie voor banken doet afnemen. Een tweede voordeel is het positieve effect van zo'n akkoord op het beschadigde imago van de banken. Hiermee kunnen banken laten zien dat ze bereid zijn voor hen pijnlijke maatregelen te nemen als dat in het maatschappelijk belang is. Daarnaast creëert een akkoord rust in de maatschappelijke discussie. Ten slotte biedt het Nederlandse banken een *first-mover*-voordeel op de Europese markt. Als de Nederlandse banken zich sneller en krachtiger herstellen dan veel van hun concurrenten door voortvarend te herkapitaliseren, verbetert hun concurrentiepositie naar verwachting dienovereenkomstig.

Dit brengt ons op de vraag hoe een Nederlands bankenakkoord zich verhoudt tot de dynamiek op Europees vlak. Er zijn goede argumenten voor Nederland om vooruit te lopen. Het belangrijkste is dat Nederland nog steeds een relatief grote en een relatief geconcentreerde financiële – bancaire – sector heeft. Niet voor niets heeft DNB onlangs aangekondigd dat de grote Nederlandse banken een extra systeemrisicobuffer (SRB) moeten gaan aanhouden. Die SRB is gedefinieerd ten opzichte van de risicogewogen activa van de banken. Wij hebben eerder al aangegeven dat de ongewogen en gewogen kapitaaleisen complementair zijn. Het is dan een kleine stap om te beargumenteren dat het verstandig is om voor de Nederlandse banken ook hogere ongewogen kapitaaleisen te stellen dan de Europese minimumnorm. Een tweede argument is dat de EBU weliswaar van start gaat, maar dat de

kosten en risico's van een bancaire faillissement voorlopig nog voor een belangrijk deel terecht blijven komen bij de nationale overheid en niet perfect gedeeld gaan worden met alle deelnemende landen (Kool, 2014). Dat geldt zowel voor de kosten via het Single Resolution Mechanism als voor die van het depositogarantiestelsel. De nationale overheid heeft daarmee een extra argument in handen om nadrukkelijk naar de karakteristieken van de eigen bancaire sector te kijken bij het vaststellen van de gewenste kapitaaleisen.

De Nederlandse banken kunnen ten slotte hun reputatie nog verder versterken door – vanuit een positie van kracht – op Europees niveau pleitbezorger te worden van hogere Europese normen. In plaats van afwachten waarheen zij Europa moeten volgen, kunnen ze actief bijdragen aan een sterker Europees bankwezen.

CONCLUSIE

Een hogere leverage-ratio voor het Nederlandse bankwezen biedt doorslaggevende voordelen. De grote vraag luidt hoe we van de huidige, te lage, ratio naar een hogere ratio kunnen komen. Een bankenakkoord is een mogelijk alternatief voor een snelle transitie, die niet af te dwingen is vanwege de beperkte mogelijkheden die wet- en regelgeving hiertoe biedt. Een akkoord is goed voor het imago van banken en brengt rust in de maatschappelijke discussie. Ongetwijfeld is er een lange weg te gaan om zo'n bankenakkoord van de grond te krijgen. Wij pretenderen hier niet alle details te kunnen uitwerken. Er zullen vragen zijn over de juridische haalbaarheid, de langetermijncommitment van alle betrokken partijen, en de consequenties voor de overheidsfinanciën. Het belangrijkste is dat er draagvlak komt voor een gezamenlijke aanpak om het Nederlandse bankwezen resistentier te maken tegen onverwachte tegenvallers en om tegelijk de kredietverlening voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf weer op gang te brengen. De overheid heeft daarin een rol bij het aanjagen van hervormingen in het stelsel en het beperken van kosten en risico's die met de overgangmaatregelen gepaard gaan.

LITERATUUR

- Bijlsma, M. en A. Dubovik (2014) Banks, financial markets and growth in developed countries – a survey of the empirical literature. *CPB Discussion Paper*, 266.
- Bijlsma, M. en R. Mocking (2013) The private value of too-big-to-fail guarantees. *CPB Discussion Paper*, 240.
- Bijlsma, M. en G. Zwart (2010) Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar? *CPB document*, 215.
- Bridges, J., D. Gregory, M. Nielsen et al. (2014) The impact of capital requirements on bank lending. *Bank of England Working Paper*, 486.
- EBA (2013) *Report on the pro-cyclicality of capital requirements under the IRB Approach*. Londen: European Banking Authority.
- Kashyap, A., J. Stein en S. Hanson (2010) *An analysis of the impact of 'substantially heightened' capital requirements on large financial institutions*. Werkdocument bij de Harvard Business School.
- Kool, C. (2014) Ontwerpfouten bij oprichting Europese Bankenuunie. *ESB*, 99(4684), 262–265.
- Laeven, L. en F. Valencia (2012) Systemic banking crises database: an update. *IMF Working Paper*, 12(163).
- Myers, S. (1984) The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Ratnovski, L. (2013) How much capital should banks have? *VOX-EU*, 29 juni.
- Slovik, P. (2012) Systemically important banks and capital regulations challenges. *OECD Economics Department Working Papers*, 916.