

De ondergang van Barings

A.W.A. Boot, J.E. Ligterink en L.J.R. Scholtens*

Voor sommigen is de ondergang van Barings een pleidooi voor meer regelgeving en toezicht. Niemand kan ontkennen dat hier inderdaad iets op valt aan te merken. Wij betogen echter dat het primaire probleem van een fundamenteel andere aard is. In dit artikel wordt onderbouwd dat banken met hun handelsactiviteiten het relatie-georiënteerde bankbedrijf ondermijnen. Hiermee lijkt de handelsactiviteit winstgevender dan ze in werkelijkheid is en tasten banken hun echte toegevoegde waarde aan.

Op 26 februari 1995 ging de Britse merchant bank Barings failliet door transacties van slechts één persoon; de 28-jarige Nick Leeson. Deze handelaar verloor in een zeer kort tijdsbestek ongeveer £ 600 miljoen, meer dan het totale eigen vermogen van de bank. Discussies over dit soort debacles ontaarden vaak in een pleidooi voor meer regelgeving en toezicht. Maar had door extra regelgeving en toezicht het faillissement van Barings kunnen worden voorkomen? Het toezicht van de Bank of England op Barings en dat van de futuresbeurzen waarop Leeson actief was voldoet immers aan de internationale standaarden. Meer toezicht lijkt vooral te leiden tot schijnzekerheid.

De vraag rijst of de oorzaak van de ondergang van Barings niet een symptoom is van een veel diepgravender probleem. De ambitieuze handelaren binnen banken lijken een molensteen om de nek van het relatie-georiënteerde bankbedrijf. Met deze bijdrage willen wij een wending geven aan de discussie over de wenselijkheid van regulering en toezicht en gaan we in op de vraag hoe banken de toegevoegde waarde van het relatie-georiënteerde bankbedrijf kunnen beschermen. Onze belangrijkste conclusie is dat vele problemen ondervangen kunnen worden door de handelsactiviteiten af te zonderen.

Wat ging er mis?

Op donderdag 23 februari kan het kantoor Baring Futures in Singapore niet meer voldoen aan haar 'margin'-verplichtingen op ingenomen posities op de futuresmarkt. Leeson, de verantwoordelijke man in Singapore, is dan inmiddels verdwenen, onwaarschijnlijk grote posities in futures achterlatend. Deze posities blijken zwaar verliesgevend. Op maandag 27 februari werd het verlies geschat op £ 600 miljoen¹, waarvan verreweg het grootste deel door een positie in futures op de Nikkei 225 index. Wij concentreren ons vooral op deze positie.

Een futurescontract is een op de beurs verhandeld gestandaardiseerd termijncontract. De koper

van het futurescontract koopt de onderliggende waarde van het contract op termijn tegen een op het moment van de koop afgesproken koers, de futureskoers. In het geval van Barings had Leeson futures gekocht op de Nikkei 225 index. Deze index is een gemiddelde van de koersen van de 225 belangrijkste aandelenfondsen die op de beurs van Tokio genoteerd staan. Leeson had op 23 februari naar schatting zo'n 61.000 futurescontracten op de Nikkei 225 in zijn bezit. Dit wordt aangeduid als een 'long' positie in de future. Met deze positie heeft Leeson de onderliggende aandelen van de Nikkei 225 index gekocht tegen de zogenaamde futureskoers. Levering van de aandelen geschiedt op het moment dat het futurescontract afloopt. Wel moet tussentijds 'margin' worden gestort ter dekking van tot dan toe te verwachten verliezen. Leeson had futurescontracten op twee beurzen afgesloten, namelijk op de Osaka Securities Exchange (OSE) in Japan en op de Singapore International Monetary Exchange (Simex). Op beide markten wordt gehandeld in futurescontracten met de Nikkei 225 als onderliggende waarde. Vanaf half januari, na de aardbeving in Kobe, liep de koers van de Nikkei 225 snel terug van ca. 19.000 tot 17.600 op 24 februari. De long futurescontracten waren derhalve zwaar verliesgevend. Toen de problemen bij Baring Futures aan het licht kwamen was het voor Barings al te laat. Het verlies was zo hoog opgelopen dat de hele onderneming werd meegesleurd. De vraag is of één man zulke enorme posities kan innemen zonder dat dit hogerop binnen de onderneming bekend is. Bovendien is de vraag relevant welke rol de toezichthoudende instanties als de Bank of England en de futuresbeurzen OSE en Simex spelen. Hebben zij niet ook gefaald? Voordat wij hierop ingaan is het zinvol om de strategie van Leeson te bezien. Tot hij openheid van zaken geeft blijft dit overigens speculatief.

* De auteurs zijn verbonden aan de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Universiteit van Amsterdam.

1. *Financial Times*, 27 februari 1995, blz. 2.

Leeson handelde voor Baring Futures in onder meer opties en futures. Zijn voornaamste opdracht was om op basis van geringe prijsverschillen tussen Osaka en Singapore arbitragewinsten te halen. Daarnaast handelde Leeson in opdracht van cliënten. Indien Barings slechts in opdracht van een cliënt zou handelen is er uiteraard geen enkel probleem. De cliënt is dan verantwoordelijk voor de margin-verplichtingen. Zolang de cliënt maar voldoende kredietwaardig is en voldoet aan zijn margin-verplichtingen loopt Barings geen groot risico. Barings vervult dan de rol van broker (bemiddelaar) in plaats van trader (handelaar). Achteraf is het duidelijk dat Leeson voor rekening van Baring Futures handelde en niet in opdracht van een cliënt. Naast de complottheorie van Peter Baring (Leeson zou samen met een onbekende derde Barings met opzet met grote verliezen hebben opgezadeld) zijn er vele mogelijke motivaties voor de beleggingsstrategie van Leeson gegeven. Wij behandelen in het onderstaande de naar ons idee meest waarschijnlijke. Op basis van een intern document, waar de *Financial Times* de hand op heeft weten te leggen, is gebleken dat Leeson al geruime tijd een geheime rekening (Error account 88888) gebruikte binnen Baring Futures om posities in opties en futures in te nemen². Aan het einde van 1994 kende deze rekening een verlies van £ 50 miljoen. Vanaf 26 januari werd op deze rekening in sneltreinvaart een enorme positie in futures op de Nikkei 225 index opgebouwd. Waarschijnlijk probeerde Leeson met deze positie eerder geleden verliezen goed te maken. Het lijkt hier dan ook te gaan om een klassiek geval van "quitte of dubbel", waarbij Barings bleef zitten met een enorme positie in futures. Hoe kan het bestaan van grote riskante posities onopgemerkt blijven? Dit vereist een beoordeling van hoe de controle zowel intern (bij Barings) als extern (op financiële markten) is georganiseerd.

De interne controle

Bij de interne controle gaat het zowel om de organisatie van het kantoor dat actief is op de financiële markten als om de wijze waarop er binnen het concern als geheel gecontroleerd wordt. Ieder kantoor dat handelt in financiële instrumenten bestaat uit een zogenaamde 'front office' en een 'back office'. De front office gaat daadwerkelijk de transacties aan, de back office administreert en controleert ze. Functiescheiding tussen front en back office is cruciaal. Het laten controleren van de positie van een handelaar door de handelaar zelf is de kat op het spek binden. Bij Baring Futures in Singapore was dit de praktijk. Als 'general manager' was Leeson verantwoordelijk voor de gang van zaken in het kantoor als geheel en kon hij zijn eigen handelsactiviteiten controleren. Hij was hierdoor wellicht in staat om posities te verbergen en margin-stortingen vanuit andere bronnen te voldoen zonder dat dit hogerop in de organisatie de aandacht trok.

Het is verder opvallend dat er bij Barings geen handelslimieten bestonden voor de handelsactiviteiten in Singapore. Dit werd reeds geconstateerd in een intern onderzoek in augustus 1994³. Zulke han-

delslimieten werden in dit onderzoek bepleit en in beraad genomen door het hoger management, maar nog niet ingesteld. Daarnaast zou, als speculatieve posities te groot worden, de benodigde financiering van de margin-verplichtingen voor een alarmsignaal moeten zorgen. Omdat Baring Futures voor een aantal cliënten de clearing verricht en deze cliënten speciale kredietlijnen hebben, is de financieringsbehoefte van Baring Futures niet eenduidig te interpreteren voor de Centrale Treasury in Londen.

Hoe kan het gebeuren dat een respectabele bank als Barings zijn controle zo slecht op orde had? De functievermenging lijkt ingegeven door de, qua personeelsbezetting, geringe omvang van de vestiging in Singapore. Het hoofdkantoor was op de hoogte van deze onwenselijke situatie. Ook van het ontbreken van de positielimieten was de bank op de hoogte. Men was van plan er iets aan te doen, maar zag geen noodzaak de veranderingen snel door te voeren. Dit werd ongetwijfeld mede veroorzaakt doordat Baring Futures zeer succesvol was. Onder leiding van Leeson behaalde zij bijna 20% van de winst van de gehele groep in 1993 en in de eerste zeven maanden van 1994 was dit zelfs nog hoger⁴.

Door functievermenging kon Leeson de risico's aan het zicht van zijn superieuren onttrekken. De posities in futures waren echter dermate hoog dat deze bekend moeten zijn geweest bij zijn superieuren in Londen. De margin-verplichtingen gedurende de maand januari op de futurescontracten waren enorm. Leeson kan deze onmogelijk, zoals in de pers gesuggereerd werd, met het schrijven van opties hebben gefinancierd. In januari en februari heeft Baring Futures voor zo'n £ 580 miljoen aan liquiditeiten van Barings verkregen ter dekking van margin-verplichtingen⁵. Wellicht heeft Leeson de posities intern voorgesteld als pure arbitragetransacties tussen de OSE en Simex waarvoor hij financiering nodig had. Maar ook dit zou twijfels bij Barings naar boven moeten hebben gebracht; immers, arbitragetransacties leiden tot gelijktijdige winsten en verliezen, en dus een beperkt liquiditeitsbeslag.

De controle werd verder bemoeilijkt door de organisatiestructuur. Baring Futures viel onder de regionale controle van het Corporate Finance kantoor van Barings in Singapore en gelijktijdig onder de 'risk controller' in Hong Kong. Dit betekende onder meer dat Baring Futures viel onder de verantwoordelijkheid van de afdeling corporate finance. De corporate finance arm van Barings ligt meer tegen het traditionele bankbedrijf aan en wordt beheerd door een heel andere cultuur dan de snelle wereld van de handelsactiviteiten. Binnen corporate finance staan op relaties gebaseerde transacties centraal (zoals kredietverlening, advisering en emissiebegeleiding). Hierbij ligt de nadruk op het hebben en onderhouden of nastreven van een langdurige relatie met de klant. Dit vergt een totaal andere persoonlijkheid (met bijbehorende vaardigheden) dan welke nodig zijn voor han-

2. *Financial Times*, 3 maart 1995, blz. 2.

3. *Financial Times*, 3 maart 1995, blz. 2.

4. *Financial Times*, 3 maart 1995, blz. 2.

5. *Financial Times*, 7 maart 1995, blz. 18.

delsactiviteiten waarbij de nadruk ligt op eenmalige transacties. Hierdoor is het de vraag of degenen die Leeson moesten controleren wel beschikten over de benodigde belangstelling en kwaliteiten. De autoriteiten in Singapore hadden Barings al in 1992 gewezen op de slechte interne controle⁶.

Geconcludeerd kan worden dat de interne controle om twee redenen faalde. Ten eerste was er sprake van functievermenging. Dit maakte het mogelijk voor Leeson om regels ongemerkt te ontwijken. Ten tweede lijken hebzucht en gebrek aan affiniteit met de handelsactiviteiten de bestuurders verleid te hebben tot het oogluikend toelaten van riskant gedrag. Intern zijn er blijkbaar grove fouten gemaakt. Maar hadden ook de toezichthouders niet veel eerder kunnen en moeten ingrijpen?

De externe controle

Externe controle bestaat uit marktdiscipline en uit toezicht. Het idee achter marktdiscipline is dat marktpartijen uit puur eigenbelang nauwlettend volgen wat andere partijen doen en hier hun reacties op afstemmen. Deze disciplinerende werking bleek verre van perfect. Op de beschikbare informatie werd namelijk niet gereageerd. Iedere week maakt bijvoorbeeld de OSE bekend wat de positie is van de grootste handelaren in Nikkei 225 futures. Op grond hiervan was iedereen op de hoogte van de grote en snel toenemende long positie van Baring Futures. Die positie nam toe van zo'n 3.000 contracten begin januari tot meer dan 20.000 medio februari. Daarmee was de long positie van Barings op de OSE zeker acht maal zo groot als die van de op een na grootste (Paribas). Maar bij niemand ging een belletje rinkelen. Een verklaring is dat niemand dacht dat Barings zelf (voor eigen rekening) die positie had ingenomen. Gebruikelijk is immers dat een positie van die omvang of voor klanten wordt ingenomen of dat ze afgedekt wordt. Informatie over deze aspecten is echter nergens bekend; informatie over klanten is vertrouwelijk en het afdekken van posities kan ook plaatsvinden op de 'over the counter'-markten en is daarmee aan het zicht onttrokken. De disciplinerende werking van de markt is dus beperkt omdat er sprake is van asymmetrische informatie. Uit de financiële intermediatieliteratuur is reeds lang bekend dat deze asymmetrie tot grote problemen kan leiden: zonder allerlei 'checks and balances' kan een markt die zich kenmerkt door asymmetrische informatie ten onder gaan⁷. Een andere, nog veel belangrijkere, reden voor het falen van marktdiscipline is dat de markt hiertoe geen prikkels had: het respectabele Barings stond immers garant!

Een andere vorm van externe controle is de regelgeving en het toezicht op financiële instellingen en markten. Bij de Barings-affaire zijn er vier relevante toezichthouders te onderscheiden: toezichthouders op de futures beurzen in Osaka en Singapore, de toezichthouder op Baring Futures in Singapore en de toezichthouder op Barings in het Verenigd Koninkrijk.

Bij het handelen in futures hebben alle marktpartijen de futuresbeurs als tegenpartij. De futuresbeurs draagt derhalve het kredietrisico. De beurs dekt zich

in door bij het aangaan van een futurescontract te eisen dat marktpartijen een bepaald bedrag (de 'initial margin', een soort onderpand) storten op een rekening die wordt aangehouden bij de clearing-organisatie van de futuresmarkt. Iedere dag bepaalt de clearing-organisatie of het futurescontract meer of minder waard is geworden. Dit is het zogenaamde 'marking to market'. Het voordeel of nadeel (winst of verlies) wordt dagelijks verrekend met de margin. Indien de koers sterk verandert zal de margin beneden een bepaalde waarde kunnen dalen; in dat geval moet de (ver)koper geld bijstorten: de zogenaamde 'margin variation call'. Door dit systeem is het kredietrisico geminimaliseerd. Indien de tegenpartij op een bepaald moment niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen (zijn margin niet meer kan bijstorten) is er veelal voldoende margin aanwezig om de posities af te wikkelen zonder dat de clearing-organisatie er verder groot nadeel van ondervindt.

Simex heeft erop toegezien dat Baring Futures voortdurend voldoende margin aanhield en heeft Barings er zelfs op gewezen dat de posities van haar dochter Baring Futures ongekend snel opliepen. Toch zou men kunnen concluderen dat de marginvereisten niet hoog genoeg waren. Strengere marginvereisten zouden het probleem echter niet opgelost hebben. De handel zou zich verplaatst hebben naar een beurs met lagere marginvereisten. Dit is reeds eerder gebeurd met de handel in futures op de Nikkei 225. Deze was eerst geconcentreerd op de beurs in Tokio. Toen de beursautoriteiten daar de marginvereisten aanscherpten verschoof de handel naar Osaka. Toen onder druk van de Bank of Japan en het Ministerie van Financiën ook daar de eisen strenger werden (de margin werd verhoogd naar 8% van de onderliggende waarde), verschoof de handel naar Singapore (waar de margin slechts 1% was). Dit is een voorbeeld van wat in de literatuur 'regulatory arbitrage' genoemd wordt⁸. Financiële activiteiten worden dan daar ondernomen waar de reguleringskosten het laagst zijn. Mochten de futuresbeurzen wereldwijd exact dezelfde strenge eisen gaan hanteren, dan is het probleem nog niet opgelost: dan ligt een gang naar weinig doorzichtige en ongereguleerde 'over the counter'-markten voor de hand. En als toezichthouders op financiële instellingen eisen gaan stellen aan partijen die hierop actief zijn, voorspellen wij de ontwikkeling van produkten waarmee ook dit toezicht effectief omzeild wordt. Dit proces is door Kane 'regulatory dialectic' genoemd⁹: regelgeving loopt achter de feiten aan en onbedoeld komt men uit op een situatie die helemaal niet beoogd werd.

6. *Financial Times*, 6 maart 1995, blz. 2.

7. Zie bij voorbeeld G.A. Akerlof, 'The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism', *Quarterly Journal of Economics*, jg. 84, 1970, blz. 488-500; S.J. Grossman en J.E. Stiglitz, 'On the impossibility of informationally efficient markets', *American Economic Review*, jg. 70, 1980, blz. 394-408.

8. R.C. Bryant, *International financial intermediation*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1987.

9. E.J. Kane, 'Good intentions and unintended evil', *Journal of Money, Credit, and Banking*, jg. 9, 1977, blz. 55-69.

Behalve op de financiële markten is er ook toezicht op de financiële instellingen. Het toezicht op Baring Futures in Singapore berust bij de Monetary Authority of Singapore. Die concentreert zich op de liquiditeitspositie van de Barings-vestiging. Door de steunverlening van de Britse moeder leek liquiditeit geen probleem te zijn. Het toezicht op de solvabiliteit van het concern als geheel berust bij de Bank of England. Deze controleert onder meer of de banken genoeg eigen vermogen aanhouden. Wat dat betreft voldeed Barings aan de regels die afgeleid zijn van de voorstellen van de BIS zoals die ook in Nederland gelden. Die regels zijn echter vooral afgestemd op het kredietrisico dat financiële instellingen lopen, dat wil zeggen op het risico dat een klant niet voldoet aan de rente- of aflossingsverplichtingen. Regelmatig moet een bank dit aan de toezichthouder rapporteren. Maar marktrisico's vallen in feite buiten het solvabiliteitstoezicht en vereisen een veel fijnmaziger rapportage. Uiterst toevallig werd op dezelfde dag dat de Bank of England de ondergang van Barings bekendmaakte door de BIS een voorstel gepubliceerd over het meten van de activiteiten en van de risico's op markten in afgeleide financiële instrumenten¹⁰. Dit rapport bevat suggesties voor toezichthouders over de informatie die ze zouden kunnen verlangen van partijen die actief zijn in dergelijke instrumenten. Het op zichzelf uiterst nuttige rapport illustreert dat het voor toezichthouders eigenlijk onmogelijk is om te ontkomen aan de reguleringsdialectiek.

Valt de Bank of England iets te verwijten? Opmerkelijk is dat de Bank of England geen actie heeft ondernomen op grond van de enorme stortingen van Barings uit hoofde van de margin-verplichtingen. Hierdoor ontstond een vordering op één cliënt die bijna tweemaal zo groot was als het eigen vermogen van Barings. Vorderingen op één cliënt die groter zijn dan een kwart van het eigen vermogen moeten, volgens de zogenaamde grote-postenregeling in het solvabiliteitstoezicht van de Europese Unie, onmiddellijk gerapporteerd worden. Ook hier bleek het bestaande toezicht ineffectief. Wat de Bank of England verder verweten lijkt te kunnen worden is dat ze niet voldoende heeft toegezien of Barings zich hield aan haar algemene richtlijnen voor een adequate organisatiestructuur.

Een andere vraag is of de Bank of England Barings toch had moeten redden? Dat raakt aan de belangen van degenen die vorderingen hadden op Barings. Wat dit betreft lijkt de Grand Old Lady van Threadneedle Street geen blaam te treffen. De klanten van Barings zijn voornamelijk vermogende particulieren, waarbij het wel erg cynisch zou zijn om juist hen te ondersteunen met belastinggeld. Ook het potentiële systeemrisico (repercussies voor andere banken) door de ondergang van Barings rechtvaardigt geen grote steunoperatie met belastinggeld. Barings is weliswaar een grote naam, maar het is qua omvang een kleine bank: Dat men gekozen heeft voor een marktconforme oplossing is lovenswaardig. In de eerste plaats omdat de Bank of England daarmee vermogensverschaffers er op wijst dat ze kritisch moeten zijn als het gaat om deelnemingen in risico-kapitaal. In de tweede plaats omdat financiële instel-

lingen zelf heel goed in staat zijn om negatieve effecten van het falen van één bank op te vangen, getuige de overname van Barings door ING. Het zonder meer steunen van banken in de problemen leidt tot (of versterkt) het zogenaamde 'moral hazard'¹¹. Doordat een bank zich gesteund weet zal ze geneigd zijn meer risico's te nemen. Hierdoor kan zich juist de gebeurtenis voordoen waarvoor de toezichthouder zo bevreesd was en waarvoor hij juist zijn steun toezegde, namelijk het failleren van de bank. Door steun van een centrale bank worden slechte banken (of slecht gedrag) beloond en worden goede banken (of goed gedrag) bestraft.

Regelgeving – een maatregel waarom zowel in het Britse als het Nederlandse parlement reeds geroepen is – lijkt ook geen goede methode om de problemen à la Barings te beheersen, laat staan te voorkomen. Integendeel, door moral hazard kan het juist leiden tot extra problemen. Een ander rigoureuus voorstel is het verbieden van de afgeleide financiële instrumenten. Dat komt neer op het weggooien van het kind met het badwater. Zoals elders beargumenteerd zijn deze instrumenten juist ontwikkeld om risico's te beheersen en te heralloceren¹². Het gaat dan bij voorbeeld om renterisico's, valutarisico's en andere marktrisico's. In het huidige internationale monetaire en economische systeem met vrije convertibiliteit van valuta, vrij kapitaalverkeer en nauwe verwevenheid van economieën lopen talloze partijen grote risico's. Met derivaten kunnen ze die beperken door ze als het ware in stukken te knippen en te verkopen aan degene die ze het best denkt te kunnen dragen. Hierdoor zijn banken, ondernemingen en andere marktpartijen beter in staat risico's te dragen en zullen zij meer welvaartsverhogende activiteiten kunnen ontplooiën. Het afschaffen of aan banden leggen van derivaten zal tot gevolg hebben dat de internationalisering van het handels- en kapitaalverkeer plotsklaps tot staan gebracht zou worden. Sterker nog, een tendens tot protectie en autarkie zou het gevolg kunnen zijn. Hier lijkt het middel (een verbod) erger dan de kwaal (een faillissement). Meer of strengere regels – culminerend in een verbod – bieden dus geen soelaas.

Een nuttige aanvulling op het bestaande toezicht op financiële instellingen zou zijn het testen van de systemen waarmee deze instellingen hun risico's monitoren. Bijna alle financiële instellingen die actief zijn op de markten voor afgeleide financiële instrumenten hanteren dergelijke systemen. Een objectieve buitenstaander zou de kwaliteit van die systemen kunnen beoordelen en vergelijken. Saillant in het geval van Barings is dat de Bank of England, samen met de financiële toezichthouders in de VS, een van

10. Bank for International Settlements, *Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivative markets (Brockmeijer-report)*, BIS, Bazel, 1995.

11. D.M. Jaffee en J.E. Stiglitz, Credit rationing, in B.M. Friedman, F.H. Hahn (red.), *Handbook of monetary economics*, deel II, North Holland, Amsterdam, 1990, blz. 837-888.

12. Zie: A.W.A. Boot en J.E. Ligterink, De zin van financiële markten (2), Hedging versus verzekeren, *ESB*, 8 februari 1995, blz. 138-139.

de weinige instellingen is die dit regelmatig doet. Het lijkt echter onmogelijk om volstrekt sluitende systemen te ontwikkelen met het oog op fouten en fraude. Toezichthouders reageren nu meestal op problemen bij banken op basis van de 'too big to fail'-doctrine: instellingen waarvan de ondergang repercuties voor velen zou hebben worden gesteund en de andere steunt men niet. Maar zo wordt geen onderscheid gemaakt tussen degelijke en minder degelijke financiële instellingen. Het lijkt verstandig dat de toezichthouder dit onderscheid gaat hanteren omdat op die manier instellingen geprikkeld worden een voorzichtig beleid te voeren vóórdat er problemen ontstaan.

Maar het blijft de vraag of regelgeving afdoende is om problemen à la Barings te voorkomen. Ons inziens liggen de oorzaken dieper. Voor een adequate aanpak gaan we daarom terug naar de organisatie van het bankwezen.

Handelsactiviteiten en relatie-georiënteerd bankieren

Uit vele verschillende commentaren op het Barings-schandaal komt naar voren dat er sprake is van een strijd tussen culturen: die van agressieve en ambitieuze 'traders' tegen conservatieve traditionele bankiers. Volgens ons ligt hier een fundamenteel probleem aan ten grondslag, namelijk de wenselijkheid en de mogelijkheid om handelsactiviteiten te combineren met de meer op relaties georiënteerde bancaire activiteit. Tot deze laatste rekenen wij bancaire (zakelijke) kredietverlening, vermogensbeheer, financiële advisering (waaronder fusies en overnames) en het emissiebedrijf. Uit het emissiebedrijf is ooit de handel in effecten ontstaan. Deze handel is bijna per definitie transactie-georiënteerd in plaats van relatie-georiënteerd. De bank kan handelen in opdracht van een cliënt, maar ook voor eigen rekening en risico (proprietary trading). Bij de eigen handelsactiviteiten onderscheidt men arbitrage en speculatie. Bij arbitrage gaat het om het uitbuiten van discrepanties tussen de prijzen van vergelijkbare financiële instrumenten op verschillende markten. Vooral binnen één dag worden daarbij enorme posities ingenomen die lang niet altijd zijn afgedekt (en dus grote risico's met zich dragen). Daarnaast worden ook posities ingenomen op basis van een eigen visie van de bank over de prijsontwikkeling in de loop der tijd. Dit is 'pure' speculatie.

De eigen handelsactiviteit heeft voor vele banken de afgelopen jaren grote opbrengsten gegenereerd. Toch willen wij enige kanttekeningen plaatsen bij deze activiteit en bij het integraal opnemen ervan op de balans¹³ en resultatenrekening van een bank. De arbitrage-activiteit op zichzelf is niet onwenselijk; het is een manier waarop prijzen op verschillende markten worden gedreven naar hun juiste waarde en waarmee de efficiëntie van de financiële markten wordt bewerkstelligd. Het is echter van een geheel andere orde of deze activiteit, de handel voor eigen rekening, door een zichzelf respecterende bank moet worden nagestreefd, althans binnen de bank (als integraal onderdeel van haar activiteiten). Deze handel

staat namelijk op gespannen voet met de eerdergenoemde relatie-georiënteerde bancaire activiteiten. Hoewel voortgekomen uit het traditionele bankbedrijf zijn de handelaars een wereld op zich gaan vormen. De winstgevendheid van de handel voor eigen rekening heeft vaak geleid tot een triomfantelijke en soms zelfs arrogante houding van de handelaars jegens anderen in het bankbedrijf. Deze houding is misplaatst. De handelsactiviteit leunt zwaar op de kredietwaardigheid en reputatie van de bank als geheel. Die kredietwaardigheid en reputatie ontleent banken juist aan het relatie-georiënteerde bankbedrijf. Hiermee steunt de handelsactiviteit op de gehele bancaire balans en wordt voorkomen dat de markt (en ook externe toezichthouders) de handelaren zullen dwingen zich te vergewissen van de wenselijkheid en beheersbaarheid van de genomen risico's. Dit houdt in dat de handelseenheden 'free riders'-gedrag vertonen op de reputatie van de bank. De handelsactiviteit kan zich hierdoor goedkoper (te goedkoop) van middelen voorzien. Daarmee worden de risico's verbonden aan eigen handel onvoldoende verdisconteerd met de verkregen opbrengsten. De handelsactiviteit lijkt daardoor winstgevender dan ze in werkelijkheid is.

Dit overschatte belang van handelsactiviteiten is minder onschuldig dan het lijkt. Het kan de op relaties gebaseerde bancaire activiteit ondermijnen. Aan deze activiteit ontleent banken – ons inziens – hun toegevoegde waarde¹⁴. Juist de corporate finance activiteiten, de eerder genoemde advisering, kredietverlening en emissie-ondersteuning, zijn hiervan een treffend voorbeeld. Het opbouwen van relaties kost vele jaren. Het is de kennis over haar cliëntèle waarmee de bank toegevoegde waarde kan voortbrengen¹⁵. Maar banken zetten met het toegeven aan handelsactiviteiten deze toegevoegde waarde op het spel. Handelsactiviteiten kunnen soms verkeerd uitpakken en daarmee, zoals bij Barings, de hele bank onderuit halen. Dit is een zorg, maar belangrijker is dat de handelsactiviteiten de kostenvoet van vermogen voor de traditionele bancaire activiteit verhogen. Dit heeft te maken met de hierboven beschreven free-riding waarmee de eigen handelsactiviteit het relatie-georiënteerde bedrijf ondermijnt. Het komt er in feite op neer dat banken de handelsactiviteit subsidiëren ten koste van de relatie-georiënteerde activiteit, nota bene de bron van haar echte toegevoegde waarde!

Een mogelijke oplossing voor dit probleem kan zijn het onderbrengen van de handelseenheden in juridisch en organisatorisch van de bank gescheiden delen. Iets dergelijks zien we nu al bij partijen die ac-

13. We bedoelen de balans in brede zin. Lange tijd waren de termijnposities onzichtbaar op de balans. Met de BIS-solvabiliteitsmaatstaf is het mogelijk om in de jaarverslaggeving een deel van de termijnverplichtingen zichtbaar te maken.

14. Zie ook: A.W.A. Boot en L.H. van Goor, De toekomst van bancaire financiering, *ESB*, 27 juli 1994, blz. 656-600.

15. Zie bij voorbeeld D. Diamond, Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, jg. 51, 1984, blz. 393-414; R. Rajan, Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt, *Journal of Finance*, jg. 47, 1992, blz. 1367-1400.

tief zijn op het gebied van over the counter transacties. Banken en effectenhuizen uit de VS richten aparte 'special purpose vehicles' op die ze van veel eigen vermogen voorzien. Zo krijgen deze de felbegeerde 'triple A'-status en kunnen ze als tegenpartij deelnemen op de over the counter markten.

Het uitbreiden van dit fenomeen tot de handelsactiviteiten van de bank voorkomt niet alleen de ondermijning van de bancaire relatie-georiënteerde activiteit, maar heeft ook drie voordelen voor toezicht en controle. Ten eerste wordt de interne controle van de bank vergemakkelijkt door de betere doorzichtigheid van separate eenheden. Ten tweede kunnen externe toezichthouders de bank gemakkelijker in de gaten houden. Onnodige kostbare regels en verantwoordingsverplichtingen kunnen worden vermeden. Het toezicht kan beter worden gericht op die onderdelen van de bank waarvoor ze bedoeld zijn. Ten derde neemt de motivatie en mogelijkheid toe van marktpartijen om elkaar in de gaten te houden (marktdiscipline), wat de druk vermindert op het interne en externe toezicht. Potentiële tegenpartijen bij de handelsactiviteiten kunnen zich gemakkelijker vergewissen van de kredietwaardigheid van de nieuw gecreëerde organisatie door de toegenomen doorzichtigheid. Bovendien zijn ze beter gemotiveerd omdat ze er niet meer vanuit kunnen gaan dat de 'traditionele' bancaire balans rugdekking geeft.

Tegen de constructie van 'special purpose vehicles' kan worden ingebracht dat de bank zo geen synergie kan bewerkstelligen tussen de op relaties gebaseerde activiteiten en de handelsactiviteiten. Het emissiebedrijf zou hieronder kunnen leiden. De vraag is echter of deze synergie zo groot is¹⁶. Bovendien staat niets een uitwisseling van informatie en expertise tussen bank en 'special purpose vehicle' in de weg. De scheiding is namelijk niet, zoals bij het scheiden van krediet- en effectenafdelingen, gebaseerd op het tegengaan van een belangentegenstelling.

Conclusie

Barings is niet ten onder gegaan aan derivaten. Zo'n oordeel is hetzelfde als de bal de schuld geven van een nederlaag bij het voetballen. De directe aanleiding voor het ten onder gaan van Barings is onvoldoende en inefficiënte interne en externe controle. De interne controle faalde door functievermenging en door de gescheiden werelden waarin traditionele bankiers en handelaren leven. De externe controle faalde ook. Enerzijds ontbrak marktdiscipline: waarom zou de markt de handelsactiviteiten van Barings in de gaten houden? Barings als geheel stond toch garant? Anderzijds was het toezicht van monetaire en financiële autoriteiten ineffectief. Gebrekkige informatie, reguleringsdialectiek en reguleringsarbitrage liggen hieraan ten grondslag.

Uiteraard is een betere interne en externe controle bittere noodzaak. Voor wat betreft de interne controle hebben wij gewezen op het gevaar van functievermenging en de onbekendheid met handelsactiviteiten bij de relatie-georiënteerde bankbestuurders. Voor wat betreft externe controle is het van belang om de nadruk te leggen op het objectief beoordelen

en testen van interne risicomanagementsystemen van banken. Maar de weg van meer regelgeving en toezicht loopt dood. Primair dienen de banken te onderkennen dat hun handelsactiviteiten het relatie-georiënteerde bankbedrijf ondermijnen. Uit puur eigenbelang hebben banken er dan baat bij de handelsactiviteiten af te zonderen. Dit zal het toezicht vergemakkelijken en juist de ontbrekende marktdiscipline een impuls geven. Immers, bij afgezonderde handelsactiviteiten hebben marktpartijen er belang bij om de posities en risico's in de gaten te houden. De druk op regulering en toezicht is dan dienovereenkomstig geringer.

Zelfs als banken niet inzien dat de pure handelsactiviteiten de echte toegevoegde waarde van henzelf bedreigen, dan nog zouden zij zich zorgen moeten maken over de dreiging van meer regels en toezicht als zijzelf geen orde op zaken stellen. Strenger toezicht en meer regels beperken immers de toegevoegde waarde van banken en daarmee hun slagvaardigheid en concurrentiepositie.

Arnoud Boot
Jeroen Ligterink
Bert Scholtens