

Een tussenstand van de (voorgenomen) herstructureringsmaatregelen voor banken en eventuele lessen te leren voor (financiële herstructureringsmaatregelen van) ondernemingen in het algemeen¹

Johan Jol²

Inleiding

De in 2007 uitgebroken kredietcrisis waardoor overheden zich genoodzaakt voelden om (systeem) banken³ (en sommige andere financiële instellingen) te redden leidt op dit moment tot (de aankondiging van) een aantal initiatieven om te voorkomen dat banken in financiële moeilijkheden raken. Daarbij wordt tevens bezien op welke wijze schulden van banken langs contractuele weg en dus buiten een faillissement om, kunnen worden geherstructureerd. Dit artikel geeft een tussenstand van een aantal van deze initiatieven en behandelt voorts de vraag of, en zo ja hoe, deze initiatieven ook bij de herstructurering van de schulden van andere ondernemingen een rol zouden kunnen spelen. In dit artikel komen (achtereenvolgens) de volgende onderwerpen aan de orde: wat is Too Big To Fail, Too Big Too Fail afgezet tegen Too Big to be Rescued, wat zou gedaan kunnen worden aan het Too Big To Fail issue, de huidige tussenstand van initiatieven van (contractuele) herstructureringsmogelijkheden voor banken (inclusief een aantal concrete voorbeelden, vooral uit Zwitserland, Engeland en Nederland). Daarna volgt een verkenning om de bij banken verkregen inzichten te projecteren op (financiële herstructureringsmaatregelen van) ondernemingen buiten de bankensector. Het artikel sluit af met een conclusie.

Too Big to Fail

Het eerste gebruik van het begrip “too big to fail”⁴ wordt toegeschreven aan Congressman Mc Kinney die in al in 1984 tijdens de verhoren naar aanleiding van het onderzoek over het ingrijpen van de Amerikaanse overheid bij de bank Continental Illinois verzuchtte: “We have a new kind of bank. It is called too big to fail; and it is a wonderful bank”.⁵

Een bank kan om verschillende redenen geacht worden TBTF te zijn. Bepaalde banken vervullen een essentiële en niet (eenvoudig) te vervangen maatschappelijke rol in de economie van een bepaald land, zoals bijvoorbeeld bij de afhandeling van het betalingsverkeer, als depotbank voor de gelden van consumenten, of een zogenaamde

¹ Dit artikel is afgesloten op 24 juni 2011. Deze mededeling is vooral van belang omdat de initiatieven die hier besproken worden zogenaamde moving targets zijn en continue in beweging zijn. Hans Hofmeester, Lennard Mooij en Rolf Verhoeven waren zo vriendelijk een eerdere versie van hun commentaar te voorzien.

² Johan Jol is werkzaam als zelfstandig jurist en opleider onder de namen Legal Houdini en Legal Houdini Academy. De in dit artikel gebruikte verwijzingen naar internetbronnen zijn in de vorm van links via de website www.legalhoudini.nl te raadplegen.

³ In dit artikel wordt het begrip bank losjes gebruikt als aanduiding voor een financiële instelling. Dat onder financiële instellingen ook niet banken moet worden begrepen hebben we ook in de kredietcrisis geleerd. Ook andere financiële instellingen die geen bank zijn kunnen TBTF zijn zoals hedge funds (LTCM in 1998) en verzekeraars (AIG 2008).

⁴ Ik gebruik hierna ook “TBTF” als inmiddels redelijke ingeburgerde afkorting voor het begrip, ook de de term Systemically Important Financial Institution (“SIFI”) wordt regelmatig gebruikt. In een recent rapport van de IMF Staff wordt de term “Too-important-to-Fail” gebruikt om aan te geven dat niet alleen omvang maar ook de interconnectiviteit, de onmogelijkheid van substitutie en de complexiteit een instelling systeemrelevant kan maken, vergelijk: noot 2 pag. 3 van het IMF Staff rapport: The Too-Important-to-Fail conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve, te vinden op: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1112.pdf>

⁵ Congressman McKinney in Congressional hearings Continental Illinois, Too big to fail, the hazards of bank bailouts, Gary H. Stern and Ron J. Feldman, paperback edition (2009), p. 13 en het rapport van de Financial Crisis Inquiry Commission, Financial Crisis Inquiry report, p. 37, te vinden op www.fcic.gov

dealerbank voor meer professionele partijen.⁶ Indien er niet op korte termijn een vervanger kan worden gevonden, is een bank – in ieder geval op korte termijn – TBTF. Een bank kan ook te zeer verweven zijn met andere ondernemingen of instellingen. Het falen van de bank zou dan leiden tot het falen van andere ondernemingen, dit wordt wel aangeduid als “to interconnected to fail”.⁷ Het laten falen van de TBTF bank kan een negatieve impact hebben voor de gehele economie van een land. De overheid zal daarom vaak – kost wat het kost – trachten een dergelijke TBTF instelling te redden. Anders gezegd, de instelling beschikt over een impliciete, dat wil zeggen juridisch weliswaar niet afdwingbaar maar de facto wel bestaande, staatsgarantie. Ook de crediteuren van de TBTF instelling houden rekening met deze de facto staatsgarantie. Dit kan ertoe leiden dat deze crediteuren minder kritisch worden op de wijze waarop de instelling opereert.⁸ Ook het (senior) management van banken is zich terdege van bewust dat hun bank TBTF is. Dit kan weer leiden tot het nemen van additionele risico's door deze banken bij hun primaire commerciële processen.

Illustratief voor TBTF problematiek is het rapport dat in Zwitserland is uitgebracht door een Commission of Experts en dat de TBTF problematiek van de Zwitserse economie analyseert en tot aanpassing van de Zwitserse regelgeving concludeert.⁹ Het rapport introduceert het begrip “systemically important banks” en hanteert daarvoor de volgende definitie: “Systemically important banks are banks, financial groups and bank-dominated financial conglomerates whose failure would do considerable harm to the Swiss economy and the Swiss financial system”. De beoordeling van de vraag of een bank een systeembank is, geschiedt aan de hand van een aantal criteria, zoals het marktaandeel bank, in het bijzonder met betrekking tot deposito en betalingsdiensten in Zwitserland, de verhouding tussen de omvang van de balans van de bank en het bruto nationaal product van Zwitserland en het door de bank gehanteerde risicoprofiel. Het risicoprofiel wordt beoordeeld aan de hand van het business model van de bank, de samenstelling van de balans, de kwaliteit van de activa van de bank, de liquiditeit van de bank en de wijze waarop de bank met eigen dan wel vreemd vermogen is gefinancierd.

In de recente crisis is zoals gezegd gebleken dat niet alleen gewone handelsbanken TBTF zijn, maar ook andere banken en financiële instellingen, zoals (her)verzekeringsmaatschappijen.¹⁰ Maar, TBTF hoeft niet uitsluitend een financiële sector probleem te zijn. TBTF kan – in theorie – ook spelen bij andere sectoren in de economie, zoals ondernemingen die zijn

⁶ Zie How big banks fail and what to do about it, Darrell Duffie (2010), die vooral ook de positie in de Verenigde Staten belicht van de zogenaamde broker dealer banks.

⁷ “Bear Stearns, which is not that big a firm, our view on why it was important to save it—you may disagree—but our view was that because it was so essentially involved in this critical repo financing market, that its failure would have brought down that market, which would have had implications for other firms,” Bernanke told the FCIC, zie Financial Crisis Inquiry Report, p. 291; “AIG was so interconnected with many large commercial banks, investment banks, and other financial institutions through counterparty credit relationships on credit default swaps and other activities such as securities lending that its potential failure created systemic risk. The government concluded AIG was too big to fail and committed more than \$ 180 billion to its rescue. Without the bailout, AIG’s default and collapse could have brought down its counterparties, causing cascading losses and collapses throughout the financial system.” Zie Financial Crisis Inquiry Report, p. 352

⁸ Dit wordt ook omschreven als het Moral Hazard problem, zie Too big to fail, the hazards of bank bailouts, Gary H. Stern and Ron J. Feldman, paperback edition (2009), p. 2. Zie voor het bewijs van deze stelling ook in noot 3 genoemde IMF rapport figure 1, pagina 6 waaruit blijkt dat “Bigger Borrows Cheaper”.

⁹ Switzerland, Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Switzerland, Credit Suisse and UBS, te vinden op <http://www.sif.admin.ch/dokumentation/00509/00510/00622/00624/00695/index.html?lang=en>

¹⁰ “The Fed stated that “a disorderly failure of AIG could add to already significant levels of financial market fragility and lead to substantially higher borrowing costs, reduced household wealth, and materially weaker economic performance.”, Financial Crisis Inquiry Report, p. 350

betrokken bij de infrastructuur van het land (denk aan openbaar vervoer, elektriciteit¹¹ of aan de retail sector). Het eerdergenoemd rapport van de Zwitserse experts onderzoekt bijvoorbeeld niet alleen de vraag of banken TBTF zijn, maar kijkt ook naar verzekeraars en partijen, niet zijnde banken die betrokken zijn bij de infrastructuur van de financiële markten (zoals clearinginstellingen) en andere sectoren in de economie.¹²

Too Big To Fail or Too Big to be Rescued

De TBTF veronderstelling gaat uit van een de facto garantie van de centrale overheid van het land waarin de onderneming die TBTF is gevestigd is. Deze de facto garantie dekt de totale schuld van de onderneming. In sommige landen heeft de financiële sector inmiddels een omvang bereikt die – in verhouding tot de omvang van het land van herkomst – te groot is. Anders gezegd, de omvang van de schulden van de bankensector overstijgt het vermogen van het land waarin de sector gevestigd is om schulden van deze sector te absorberen. Men spreekt dan van een financiële sector (of een onderneming) die “Too Big To Be Rescued”¹³ is. Zo zijn zowel UBS als Credit Suisse in het rapport van de Zwitserse experts bestempeld als TBTF voor Zwitserland. In 2008 werd duidelijk dat IJsland niet in staat was haar banken te redden omdat de schuld van deze banken simpelweg te groot was voor dit land.¹⁴ Buitier en Sibert wijzen er in dit verband op dat de situatie in IJsland weliswaar extreem is, doch dat ook andere landen soortgelijke problemen hebben. Het zou volgens hen om landen gaan die een kleine open economie hebben, waarbij de bankensector beschikt over een omvangrijke internationale exposure, en de betrokken landen zelf – door hun beperkte omvang - over een te beperkte mogelijkheid beschikken om inkomsten te genereren door fiscale heffingen. Voorts is een land kwetsbaar als het een eigen valuta heeft, die niet (zoals bijvoorbeeld – nu nog¹⁵ – de dollar en de euro -) als een zogenaamde reserve currency functioneert.¹⁶ In dit verband stelt Buitier dat indien Ierland, België, Nederland en Luxemburg tijdens de afgelopen bankencrisis geen deel uit zouden hebben gemaakt van de Eurozone, “their banking systems might have been toast already”.¹⁷ Het hebben van een eigen valuta kan in sommige gevallen ook een zegen kan zijn voor landen die te kampen hebben met lage economische groei en relatief lage arbeidsproductiviteit. Een devaluatie van de eigen valuta (inflatie) leidt zowel tot een verbetering van de betalingsbalans (de export zal toenemen) als tot een verlichting van de schuldenlast van de overheid en private sector, althans voor zover die schulden in eigen valuta luiden.

Uit historisch onderzoek van Reinhart en Rogoff volgt dat overheden door het redden van banken zelf vaak in financiële problemen komen.¹⁸ Ook de huidige reddingspogingen van de

¹¹ Zie bijvoorbeeld het bericht van David Pilling in de Financial Times van 13 april 2011 over de problemen die door de aanbeving en daarop volgende tsunami in Japan zijn ontstaan bij Tokyo Electric Power, de grootste energieleverancier van Japan: “Tepco makes Lehman seem a mere bagatelle”

¹² Switzerland, Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Switzerland, Credit Suisse and UBS, p. 15 e.v.

¹³ Ook wel “TBTF”

¹⁴ Zie Ze’-ev E. Eiger en James R. Tanenbaum in Regulation of financial institutions, financial crises and rescue packages in Europe: the Iceland case, opgenomen in Global Financial Crisis (2009), p. 109 e.v. voor een korte heldere uiteenzetting van wat er in IJsland gebeurde.

¹⁵ Vergelijk Barry Eichengreen in Wall Street Journal van 2 Maart 2011: “Why the Dollar’s Reign is Near an End”

¹⁶ The Icelandic banking crisis and what to do about it: the lender of last resort theory of optimal currency areas, William H. Buitier and Anne Sibert, te vinden op: <http://www.cepr.org/pubs/policyinsights/PolicyInsight26.pdf>; Zou de recente afwaardering door Standard & Poor’s van de Amerikaanse Treasury securities van AAA stable naar AAA negative outlook het begin van het einde zijn? Zie Wall Street Journal 19 april 2011 “U.S. Warned on Debt Load”

¹⁷ William Buitier blog van 24 Juni 2009 Too big to fail, te vinden op: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/06/too-big-to-fail-is-too-big/>

¹⁸ FROM FINANCIAL CRASH TO DEBT CRISIS, Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, Working Paper 15795, te vinden op <http://www.nber.org/papers/w15795> en in This Time is different, eight centuries of financially folly, Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, 2009

EU om lidstaten zoals Ierland, Griekenland en Portugal financieel te redden, zijn niet zonder risico. Wat nu indien de perceptie van de rest van de wereld wordt dat de totale schuldenlast die de EU lidstaten op zich nemen door Ierland, Griekenland en Portugal te redden, niet door de EU is op te brengen? Op dit moment leidt deze discussie al tot heftige interne spanningen tussen EU lidstaten. Hier doet zich de solidariteitskwestie ten volle gevoelen: de donorlanden versus de ontvangende lidstaten. De donorlanden committeren zich bij bail-outs tot financiële toezeggingen, waarvan de omvang en de impact op hun eigen economie tot de nodige discussie leidt (zie bijvoorbeeld in Duitsland). De EU lidstaten die de financiële reddingsboei krijgen toegeworpen dienen zich te committeren tot soms vergaande bezuinigingen die een enorme impact kunnen hebben op het maatschappelijke leven (zie bijvoorbeeld Griekenland) en kunnen leiden tot diepe politieke crisis (zie bijvoorbeeld Portugal en Griekenland).

Kortom, het is raadzaam te onderzoeken of en zo ja hoe kan worden voorkomen dat het TBTF fenomeen gepaard gaat met of uitmondt in een TBTBR probleem. Daar komt nog bij dat door de recente crisis – vooral in Amerika - er nog een aantal TBTF instellingen bij is gekomen. Het risico is dus niet kleiner geworden maar eerder vergroot.¹⁹ Ik merk nog op dat het TBTBR probleem eigenlijk een curieuze paradox is. Want, als de crediteuren van de TBTF onderneming zelf ook inzien dat een TBTF onderneming voor een land TBTBR is, dan zou daarmee toch tevens de TBTF kwalificatie moeten verdwijnen, omdat de overheid in dat geval niet in staat wordt geacht om de TBTBR instelling te redden.

Maatregelen

Voorkom TBTF

Omdat voorkomen nu eenmaal beter is dan genezen, is het theoretisch gezien het beste dat wordt voorkomen dat een onderneming TBTF wordt. Is een onderneming eenmaal TBTF, dan moet in het algemeen worden voorkomen dat de TBTF onderneming gered moet worden. Het kan daarbij gaan om het beperken van de omvang en de activiteiten van de onderneming, het aanscherpen van risico-management en het wijzigen van de financiering van TBTF ondernemingen. De discussie over deze vragen woedt in alle hevigheid.

Ringfencing (Scheiding van activiteiten van banken)

Als maatregel om TBTF te voorkomen wordt voor banken gedacht aan het afsplitsen en het separaat onderbrengen van bepaalde bankactiviteiten. Zo opperde William Buiter: “Public utility banking’ with just retail deposits on the liability side and with reserves, sovereign debt instruments and bank loans (secured and unsecured) on the asset side would take care of the retail payment, clearing and settlement system and deposit banking”.²⁰ Maar, vanuit de Amerikaanse overheid klonk recentelijk een heel ander geluid: “The limited literature on combining traditional banking and nontraditional higher-risk operations does not support either strict separation or unrestricted mixing”.²¹ Ook in Zwitserland werd deze gedachte

¹⁹ Zie het IMF Staff rapport: The Too-Important-to-Fail conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve, pagina 4: “Some of these banks have become even bigger and more complex as a result of the exit of some competitors and through government-assisted mergers and acquisitions among troubled banks”

²⁰ Zie noot 17

²¹ Study of effects of size and complexity of financial institutions on capital market efficiency and economic growth, January 2011, p. 47 te vinden op: <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/Section123-FINAL.pdf> ; vergelijk (zeer) kritisch daarover: Simon Johnson, Tunnel Vision, or Worse, From Banking Regulators, New York Times 20 Januari 2011, te vinden op: <http://economix.blogs.nytimes.com/2011/01/20/tunnel-vision-or-worse-from-banking-regulators/>. Daar staat overigens tegenover dat de als gevolg van de zogenaamde Volcker rule aan banken in de Verenigde Staten die deposito’s

verworpen.²² In het voorlopig rapport van de Independent Commission on Banking van Het Verenigd Koninkrijk komt een soort tussenoplossing naar voren, het zou mogelijk moeten blijven om de zogenaamde Retail en SME activiteiten²³ en de meer risicovolle activiteiten in eenzelfde bank groep onder te brengen, maar de Retail en SME activiteiten zouden dan wel in een separate juridische entiteit moeten worden ondergebracht.²⁴ Zelfs voordat het rapport definitief is, heeft de huidige regering van het Verenigd Koninkrijk bij monde van George Osborne al laten weten dit plan te onderschrijven²⁵. In Nederland had de Commissie De Wit in aanbeveling 12 voorgesteld om de nutsactiviteiten van een bank (omschreven als betalen, sparen en lenen) door middel van ringfencing af te schermen van zakenbankactiviteiten.²⁶ De regering nam in de op de 22 december 2010 uitgebrachte reactie op het rapport deze aanbeveling niet over en handhaafde haar eerder in 2009 ingenomen standpunt dat een scherpe scheiding moeilijk te realiseren zou zijn en ook negatieve gevolgen zou hebben voor de Nederlandse consumenten, het Nederlandse bedrijfsleven en de banken zelf.²⁷ Ook in het debat van 7 maart 2011 met de Tweede Kamer over het standpunt van de regering met betrekking tot de Commissie De Wit heeft de regering het standpunt ingenomen dat een scheiding tussen een consumentenbanken en andere bankactiviteiten niet wenselijk is. De regering stelt dat ook pure consumentenbanken zeer risicovol kunnen zijn juist omdat deze banken het geld van de consumenten weer zouden moeten uitzetten in andere activiteiten en ze voor risicobeheer afhankelijk zouden blijven van zakenbanken.²⁸ De regering verwijst in haar reactie ook naar een rapport van de Wereldbank, “Bank activity and funding strategies” en concludeert op basis van dit rapport dat ongescheiden banken stabiel zijn.²⁹

Versterking governance en risicomanagement

Los van de discussie over separeren van bepaalde activiteiten, spreekt het voor zich dat het raadzaam is om er voor te zorgen dat systeem relevante ondernemingen trachten hun risicomanagement zo in te kleden dat zij uitsluitend aanvaardbare risico's lopen. In dat opzicht zijn de suggesties die de Commissie De Wit doet in haar aanbevelingen 2 tot en met 9 zonder meer verstandig.³⁰ Daartoe behoren de suggesties tot verbetering van de corporate governance (inclusief risk management bij ondernemingen) en het verbieden van beloningselementen die het nemen van excessieve risico's stimuleren. Van belang is ook dat de risico's die genomen worden in een organisatie steeds open en transparant tot stand komen volgens vooraf vastgestelde en ook door de toezichthouder goedgekeurde procedures. Daarbij

aanvaarden, bepaalde beperkingen op gelegd krijgen voor wat betreft de het voor eigen rekening en risico mogen handelen en het doen van investeringen in hedge funds en private equity funds, zie daarover Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 92

²²“Measures placing direct constraints on business models have also been rejected, i.e. narrow banking requiring deposit-taking banks to hold only low-risk, liquid assets, as these would essentially preclude risk-taking, one of the key economic functions performed by banks.”, Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Switzerland, Credit Suisse and UBS, p. 46

²³ Zie Annex 7: Illustration of structural reform Interim report Independent Commission on banking (2011) voor hoe de Independent Commission deze tweedeling ziet, te vinden op

<http://s3-eu-west-1.amazonaws.com/htcdn/Interim-Report-110411.pdf>

²⁴ Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 95 e.v.

²⁵ Zie Financial Times 14 juni 2011, “Osborne backs high street bank firewalls”, volledige tekst van zijn speech te vinden op: <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8578168/Chancellor-George-Osbornes-Mansion-House-speech-in-full.html>

²⁶ Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4, p. 18

²⁷ TK 2010-2011, 31980, nr. 16. p. 13 e.v.

²⁸ TK 2010-2011, 31980, nr. 18, p. 76 te vinden op

http://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/dossiers/kabinetsreactie_commissie_de_wit.jsp

²⁹ Zie voor vindplaats: <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-4837>. Mijn persoonlijk lezing van de conclusies van het rapport is overigens dat dit er niet met zoveel woorden staat, vgl. in het bijzonder p. 29 en 30 van het rapport en oordeel zelf.

³⁰ Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4

moet vooral ook worden voorkomen dat in een traject waarin een beslissing moet worden genomen, uitsluitend wordt getracht een bepaalde beslissing “er door te krijgen” zonder dat de beslisser alle voors en tegens van de beslissing te horen krijgt. Slechts als de goede procedures worden nageleefd kunnen de daarin ingebouwde checks and balances hun werk doen.

Maar, we moeten ons realiseren dat we simpelweg niet in staat zijn alle risico’s in kaart te brengen die ondernemingen (en banken) lopen. Ter illustratie, ook in het hiervoor genoemde voorstel van Buiter met betrekking tot public utility banking worden sovereign debt instruments (dus: vorderingen op overheden) als activa genoemd. Immers, ook deze instrumenten zijn niet onder alle omstandigheden zonder risico.³¹ Bovendien, aan de activa zijde van de Buiter bank staan ook leningen aan ondernemingen. Ook daar kunnen, zeker in tijde van crisis, ernstige verliezen op worden gelopen.

Zou er een manier bestaan om helemaal te voorkomen dat een bank niet in staat is om aan zijn verplichtingen te voldoen? Ja, die methode bestaat: zorg ervoor dat de aanspraken die belanghebbende hebben op de activa van een bank uitsluitend niet meer worden uitgedrukt in nominale vorderingen maar uitsluitend in eigen vermogen aanspraken. Kotlikoff werkte dit idee verder uit en noemt het Limited Purpose Banking.³² Maar, het is in hoge mate een theoretisch model en de kans van slagen om een dergelijke model is uiterst klein.³³

Beperk omvang van de failure

Indien het onder alle omstandigheden voorkomen van failure onmogelijk blijkt te zijn, wat zijn dan de andere mogelijkheden om het risico dat er een systeemcrisis ontstaat te beperken? Een optie is om te voorkomen dat een onderneming – gemeten naar de omvang van de landelijke economie – te groot wordt. Dus, beperk de omvang van de instelling. In de Verenigde Staten heeft men deze weg gekozen door in de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act een beperking op te nemen dat geen van de zogenaamde financial companies³⁴ verplichtingen mag hebben die 10% van de som van alle financiële verplichtingen van financial companies overstijgen.³⁵ Het gaat hier overigens om een zogenaamde concentratielimiet, dat wil zeggen de financial company die deze omvang overstijgt, mag geen andere ondernemingen meer overnemen of daarmee fuseren indien de limiet is bereikt. Zogenaamde autonome groei blijft echter wel mogelijk³⁶. In het voorlopig rapport van de Independent Commission on Banking van Het Verenigd Koninkrijk is bewust niet voor een dergelijke absolute limiet gekozen.³⁷ Ook in Zwitserland is dit idee niet

³¹ Vergelijk de huidige discussie over de afwaardering van de schulden van Griekenland, de zogenaamde haircut; Zie bijvoorbeeld ook het artikel in Wall Street Journal van 11 maart 2011, Europe’s Banking Blindfolds waarin naar aanleiding van een downgrading door Moody’s van de schuld van de Spaanse overheid wordt gewezen op het feit dat het potentiële overheidsschuldprobleem van Europa onmiddellijk gevolgen zal hebben voor de balans van de banken die over veel overheidspapier beschikken.

³² Laurence J. Kotlikoff in Jimmy Stewart is dead, ending the world’s ongoing financial plague with limited purpose banking (2010)

³³ Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 99

³⁴ Zie page 5 van de in noot 35 genoemde study voor wat er onder financial companies wordt verstaan

³⁵ Zie hierover Study & Recommendations Regarding Concentration Limits on Large Financial Companies, Section 622 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, te vinden op:

www.treasury.gov/initiatives/Documents/Study%20on%20Concentration%20Limits%20on%20Large%20Firms%2001-17-11.pdf. Zie ook Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 99 e.v.

³⁶ “The concentration limit does not limit internal growth by a financial company (i.e., growth other than through acquisitions, consolidations or mergers).”, zie pag 5 van het rapport

³⁷ “However, hard size limits are blunt tools. They are difficult to set, calibrate and change, and, if applied to organic growth, they risk distorting incentives for banks approaching the maximum limit. They pose legal challenges if applied

overgenomen.³⁸ De Commissie De Wit neemt weliswaar in Aanbeveling 13 op dat bij overnames en fusies de beoordeling van de financiële stabiliteit van het totale stelsel moet worden getoetst, maar daarbij bestaat er dus (nog?) geen absolute maximumgrens.³⁹

Let wel, de beperking van de omvang leidt er niet toe dat de bank daardoor als zodanig wordt gered. Er wordt uitsluitend voorkomen dat een falen van de bank ook leidt tot een falen van een overheid.

Meer aansprakelijk vermogen

Het aansprakelijk vermogen van de onderneming (en dus van een bank) is bedoeld om verliezen op te vangen. In de crisis zijn overheden veel banken tegemoet te komen. Het lijkt dan ook logisch te veronderstellen, dat dit nodig was omdat het aansprakelijk vermogen van de banken tijdens de vorige crisis onvoldoende is geweest. De les is dus dat de banken meer aansprakelijk vermogen moeten aanhouden.

Er bestaat inmiddels geen verschil van mening dat banken meer aansprakelijk vermogen zullen moeten aanhouden terwijl voor TBTF banken nog eens extra vermogenseisen zullen worden gesteld. Naar de huidige voorstellen van Basel III zullen banken als aansprakelijk vermogen dat voor toezichtsdoeleinden moeten gaan aanhouden tot 10,5 % van de zogenaamde risico gewogen activa van een bank per 1 januari 2019⁴⁰. Maar, er bestaat onder de vigeur van Basel III nog geen zekerheid over hoeveel en in welke vorm precies extra aansprakelijk vermogen moet worden aangehouden door TBTF banken. De voorstellen van Basel III daarover volgen later dit jaar⁴¹. De Independent Commission on Banking stelt in haar voorlopig rapport en stelt een zogenaamde “SIFI surcharge” voor van 3% voor TBTF banken⁴². Zwitserland heeft inmiddels uitgewerkte concept-regels, inhoudende dat een TBTF bank (inclusief de hierna te noemen Cocos) 6% additioneel aansprakelijk vermogen moet hebben en stelt voorts voor dat het totaal aansprakelijk vermogen naar 19% gaat⁴³. De Commissie De Wit beveelt verhoging van de minimumkapitaaleisen aan conform de voorstellen van Basel-III in aanbeveling 11. Daarbij merkt de Commissie De Wit op dat “het bij de kapitaaleisen gaat om minimumeisen en dat het DNB dus vrij staat om individuele instellingen hogere eisen op te leggen vanwege micro- of macro-prudentiële redenen”⁴⁴. Een separaat voorstel voor een TBTF toeslag is er voor Nederland op dit moment niet. De laatste

retrospectively below the level of the current largest bank, and they are not without cost, especially in the transition.”, Interim report Independent Commission on banking (2011), nr. 4.128

³⁸“Measures such as the dismantling of big banks and imposing direct size restrictions, either at the level of total assets or market share, have been rejected as disproportionate.” Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Switzerland, Credit Suisse and UBS, p. 46

³⁹ TK 2010-2011, 31980, nr. 3-4, p. 19

⁴⁰ Voor de stand van Basel III per juni 2011 vergelijk: Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - post BCBS meeting - revised version June 2011, te vinden op: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

Vergelijk voor een uitleg over wat Basel III inhoudt, van de nieuwe Basel III eisen en hoe deze (juridisch) geïmplementeerd zullen worden, Client Memo van Shearman & Sterling d.d. 30 maart 2011, te vinden op:

<http://www.shearman.com/files/Publication/f4e80b99-f0a1-4e3a-90f0-3bf21c7d0ce0/Presentation/PublicationAttachment/8d4e19cc-1ba3-4501-8fe6-63a6633d5b6b/FIA-033011-The new Basel III framework Implications for banking organizations.pdf>

⁴¹ Vergelijk nr 32 e.v. van het onder noot 40 genoemde rapport van Juni 2011 van Basel III.

⁴² Interim report Independent Commission on banking (2011), zie 4.33 e.v.

⁴³ Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Switzerland, p. 31 en de grafische illustratie van de verschillen tussen Basel III en Zwitserland op pagina 59 van het rapport. UBS denkt volgens een bericht van de Financial Times van 26 mei 2011 “UBS’s investment bank” als gevolg van de strengere eisen na over de lokatie van haar investment bank. Ondertussen dringt de Zwitserse toezichthouder al aan op het aanhouden van extra kapitaal, zie Wall Street Journal bericht van 16 juni 2011: “SNB Urges UBS, Credit Suisse To Step Up Capital-Building Efforts”

⁴⁴ Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4, p. 18

berichten in de pers over de te verwachten voorstellen van Basel III wijzen op een toeslag tussen de 2,5% en 3,5% boven het hiervoor genoemde percentage⁴⁵.

Basel III bevat overigens nog andere maatregelen die moeten leiden tot minder risicovolle financiering door banken, zoals een Net Stable Funding Ratio en een Liquiditeits Ratio, die hieronder worden toegelicht.

Minder mismatch

Alleen het hebben van additioneel extra aansprakelijk vermogen wordt niet voldoende geacht.⁴⁶ Een van de problemen die tijdens de crisis ontstonden was het feit dat banken dreigden niet meer aan hun opeisbare verplichtingen te kunnen voldoen (dus: een liquiditeitsprobleem). Het is algemeen bekend dat banken in zoverre inherent instabiel zijn omdat ze doorgaans meer korte termijn verplichtingen hebben dan dat een bank korte termijn activa heeft. Dit wordt ook wel de mismatch genoemd, dat wil zeggen het verschil dat bestaat tussen de looptijd van de activa (van kort naar lang) en passiva (van kort naar lang), waarbij de looptijd van de passiva doorgaans korter is dan die van de activa bij een bank.

Tijdens de recente crisis bleek dat de banken zich liquiditeitstechnisch gezien te scherp aan de wind hadden gevaren, met alle risico's van dien. Dit liquiditeitsprobleem is veelal door de overheid opgelost doordat de overheid tijdelijke financieringen verstrekke. Basel III zal de eisen voor minimumliquiditeit aanscherpen. Zo introduceert Basel III een tweetal nieuwe instrumenten om te toetsen of een bank voldoende liquide is, te weten de zogenaamde Liquidity Coverage Ratio en de zogenaamde Net Stable Funding Ratio die moeten zorgen voor een liquiditeitsbuffer die voldoende is om een stressperiode van 30 dagen door te komen en de banken minder afhankelijk maakt van korte termijn funding door een verminderde mismatch tussen looptijden van activa en passiva van banken.⁴⁷ Zwitserland blijft haar regels toetsen aan de liquiditeitseisen van Basel III.⁴⁸ Omdat ook in Engeland de regels al waren aangescherpt, doet de Independent Commission on Banking geen eigen voorstel over liquiditeitsvoorschriften.⁴⁹ In Nederland is in artikel 4 van de Code Banken het zogenaamde liquiditeitsbeslag als essentieel onderdeel van het risicomanagement opgenomen.⁵⁰ De Commissie De Wit stelt in aanbeveling 3 een verdere aanscherping van het risicomanagement van de banken. Onderdeel van het risicomanagement is het managen van het zogenaamde liquiditeitsrisico.⁵¹

Andere maatregelen

⁴⁵ Vergelijk Financial Times 14 jun 2011, "Biggest banks face capital clampdown" waarin 2,5% wordt genoemd. Bloomberg bericht van 17 juni 2011 gaat uit van 3,5%: "Basel Is Said to Consider 3.5 Percentage Point Fee to Curb Growth of Banks"

⁴⁶ Vergelijk nr 34 e.v. van het onder noot 40 genoemde rapport van Juni 2011 van Basel III

⁴⁷ Vergelijk nr 38 van het onder noot 40 genoemde rapport van Juni 2011 van Basel III; "... to promote short-term resilience of a bank's liquidity risk profile by ensuring that it has sufficient high quality liquid resources to survive an acute stress scenario lasting for one month. The Committee developed the Liquidity Coverage Ratio (LCR) to achieve this objective". En "...to promote resilience over a longer time horizon by creating additional incentives for a bank to fund its activities with more stable sources of funding on an ongoing structural basis. The Net Stable Funding Ratio (NSFR) has a time horizon of one year and has been developed to provide a sustainable maturity structure of assets and liabilities."

⁴⁸ Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Switzerland, Credit Suisse and UBS, p. 34

⁴⁹ Interim report Independent Commission on banking (2011), nr. 3.20

⁵⁰ Zie in het bijzonder art. 4.1 en art. 4.2 van de Code Banken, te vinden op: <http://www.commissiecodebanken.nl/scrivo/asset.php?id=541085>

⁵¹ Zie aanbeveling 2 Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4

Er is een groot aantal andere voorstellen gedaan om te trachten te voorkomen dat financiële instellingen zullen omvallen. Een daarvan - die alom lijkt te worden gesteund - is het instellen van centrale clearinghuizen voor derivaten.⁵² Overigens, dat gaat wel meteen gepaard met een nieuwe TBTF instelling te weten het clearing huis zelf. Het clearing huis zal dus zo moeten worden ingericht dat het inderdaad niet kan omvallen.⁵³

Verdere initiatieven zijn onder meer: algemene versterking van de corporate governance (inclusief risk management bij ondernemingen) en het trachten te voorkomen van elementen van beloning van werknemers die het nemen van excessieve risico's stimuleren.⁵⁴

Wat als toch falen dreigt?

Ondanks alle initiatieven zal er rekening mee moeten worden gehouden dat in sommige gevallen er toch daadwerkelijk falen zal dreigen omdat de bank grote verliezen heeft geleden die het garantievermogen hebben aangetast. In de bestaande initiatieven is ook daarin voorzien. Zo worden er maatregelen voorgesteld die bij dreigend falen kunnen worden ingezet om te komen tot een herfinanciering van de financiële instelling (ook wel going-concern instrumenten), of die ertoe moeten leiden dat de val van nadelen van de val van de financiële instelling georchestreerd plaatsvindt om de schade zoveel mogelijk te beperken (gone-concern maatregelen)⁵⁵. Hierna worden uitsluitend de instrumenten besproken die gericht zijn op zogenaamde going concern maatregelen en die er dus op gericht zijn dat de bank financieel wordt geherstructureerd binnen de juridische entiteit waarin de onderneming van de bank wordt gedreven. Geen aandacht zal worden besteed aan interventie maatregelen die ten doel hebben (een deel van) de ondernemingsactiviteiten van de bank onder te brengen in een andere rechtspersoon.

Going Concern instrumenten

De bedoeling van deze instrumenten is dat ze hun werking hebben vóór het moment dat het falen van de instelling daar is. Het resultaat van deze going concern instrumenten moet een herkapitalisatie van de onderneming in dezelfde juridische entiteit zijn en wel aldus dat de markt niet meer aan het voortbestaan van de onderneming twijfelt.⁵⁶ De solvabiliteit van de bank moet hersteld worden op een dusdanige manier dat er weer vertrouwen in de bank is. Juist dat vertrouwen speelt een essentiële rol omdat zodra het vertrouwen wegvalt, er een bankrun kan ontstaan⁵⁷.

⁵² Zie bijvoorbeeld Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4, p. 22, Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 57 en 58 en Final report of the Commission, p. 45 of Experts for limiting the economic risks posed by large companies

⁵³ Zie noot 49 op pagina 45 van Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies. Zie Appendix A van How big banks fail and what to do about it, Darrell Duffie (2010) over hoe een dergelijke clearing instelling zou moeten worden ingericht. Verder is interessant de conclusie van Duffie dat een centraal clearing huis de exposures van de verschillende partijen uit hoofde van de derivaten doet verminderen, maar dat deze vermindering aanzienlijk minder is, indien er verschillende clearing huizen worden gebruikt, zie Hoofdstuk V onder Central Clearing of OTC Derivatives.

⁵⁴ Zie aanbeveling 2 tot en met 9 Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4,

⁵⁵ Zie rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, p. 3 e.v.

<http://www2.goldmansachs.com/ideas/global-markets-institute/featured-research/contingent-capital-doc-gmi-01-03-2011.pdf>.

In het Interim report Independent Commission on banking (2011) worden de begrippen contingent capital respectievelijk bail-inable debt gebruikt, vgl. pag. 67 e.v.

⁵⁶ Zie How big banks fail and what to do about it, Darrell Duffie (2010), hoofdstuk 5, zie Mark J. Flannery What to do about TBTF, te vinden op; http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/10fmc_flannery.pdf

⁵⁷ Zoals bijvoorbeeld bij Lehman, Fortis, DSB en Northern Rock

De going concern instrumenten zijn op vreemd vermogen gerichte instrumenten die, indien aan een bepaalde voorwaarden wordt voldaan (vergelijk hierna) van karakter veranderen en meer risicodragend worden. In sommige gevallen worden de vreemd vermogen instrumenten omgezet in eigen vermogen en in sommige gevallen zelfs (al dan niet tijdelijk) afgestempeld. Het voordeel van deze instrumenten boven op eigen vermogen gerichte instrumenten is voor banken dat vreemd vermogen goedkoper is dat het aantrekken van eigen vermogen, onder meer als gevolg van de fiscale aftrekbaarheid van rente ten opzichte van de niet aftrekbaarheid van dividend, de vergoeding op het ter beschikking stellen van eigen vermogen.

Bij sommige instrumenten heeft het in vervulling gaan van de voorwaarde een automatische afboeking van een gedeelte van de vordering van een crediteur tot gevolg (ook wel: “loss absorptie”). Het gevolg van het gebruik van dit instrument is dat indien de voorwaarde in vervulling gaat dit deel van het verlies van de onderneming niet door de aandeelhouder wordt gedragen, doch juist door deze crediteur. In sommige gevallen is de loss absorptie tijdelijk, dat wil zeggen, indien het weer goed gaat met de bank wordt het aanvankelijk afgeschreven deel van de lening weer bijgeschreven. Deze instrumenten worden ook wel temporary write-down bonds genoemd of step-up step-down bonds.⁵⁸ In dit opzicht is voor deze instrumenten de term contingent capital, althans vanuit de positie van de houder van het instrument, verwarrend, want het gevolg van het in vervulling gaan van de voorwaarde is niet dat de houder van het instrument er een aandeel in het eigen vermogen voor terug krijgt, integendeel, de houder raakt eenvoudigweg zijn vordering (al dan niet tijdelijk) kwijt.

Er zijn ook instrumenten die, zodra de voorwaarde intreedt, automatisch worden omgezet van vreemd vermogen in eigen vermogen. Dus: een vooraf contractueel overeengekomen debt for equity swap.

Bij de loss absorptie mogelijkheid blijft de verstrekker van het eigen vermogen buiten schot en profiteert van het verlies dat wordt geleden door de crediteuren die het instrument houden waaraan de loss absorptie is gebonden. Dat is in strijd met de gebruikelijke methode waarbij de verliezen eerst door de verstrekkers van het eigen vermogen worden genomen en daarna pas door die van het vreemd vermogen.⁵⁹ Om die reden had ik verwacht dat potentiële investeerders in de instrumenten een voorkeur zouden hebben voor de instrumenten waarbij de schuld wordt vervangen door een aandeel. Uit een research rapport van Goldman Sachs over deze instrumenten blijkt echter het tegenovergestelde, Goldman Sachs verwacht dat een belangrijke groep van investeerders, fondsen die in vastrentende waardes investeren een voorkeur hebben voor loss absorptie⁶⁰.

De Independent Commission on Banking noemt in haar rapport zowel de loss absorptie mogelijkheid als ook de mogelijkheid van conversie van vreemd vermogen in aandelen.⁶¹ Het rapport van de Zwitserse Commission of Experts spreekt alleen over conversie van vreemd vermogen in eigen vermogen. De Commissie De Wit beperkt zich in haar rapport tot de aanbeveling 14 waarin wordt voorgesteld dat er een uitbreiding komt voor de overheid om zelf in te grijpen bij de instelling bij acuut gevaar voor de liquiditeit en solvabiliteit van de

⁵⁸ Zie Deutsche Bank Research Contingent Convertibles, Bank bonds take a new look van 23 mei 2011, te vinden op:

http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000273597.pdf?dbiquery=null:cocos

⁵⁹ Zie rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, p. 9 en 10; “... effectively invert the priority of claims of the capital structure”.

⁶⁰ Zie rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, p. 9 en 14: “Most traditional fixed-income investors dislike conversion to equity because their fund mandates preclude them from holding convertible securities or equities”

⁶¹ Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 73, nr 4.41 e.v. en p. 180 nr. 7 e.v.

instelling.⁶² Inmiddels is het concept-wetsvoorstel voor een Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen verschenen.⁶³ Dit wetsvoorstel richt zich op situaties waarin sprake is van een gone-concern situatie waarin deze going concern ideeën (nog?) niet zijn verwerkt. Twee andere initiatieven op dit gebied zijn het informele consultatiedocument van de Europese Commissie⁶⁴ en de door Basel III voorgestelde regels met betrekking de kwaliteit van het kapitaal van financiële instellingen⁶⁵. Ook deze initiatieven zijn ook vooral gericht te zijn op gone-concern maatregelen, doch besteden wel aandacht aan beide vormen van contingent capital instrumenten. Het informele consultatiedocument van de Europese Commissie moet uiteindelijk leiden tot voor de EU geharmoniseerde wetgevingsprincipes die door de verschillende lidstaten worden geïmplementeerd in hun lokale wetgeving⁶⁶. In dit consultatiedocument wordt in Annex I gesproken over debt write-down instruments waarbij dan zowel de loss absorptie mogelijkheid als ook de mogelijkheid van conversie in kapitaal worden besproken. Ook de voorstellen van Basel III gaan uit van beide mogelijkheden⁶⁷.

Er is een discussie gaande over de vraag hoe de voorwaarde voor conversie of write off moet worden bepaald, en in het geval er sprake is van toepassing van de conversie, wat de conversieprijs is.

Zo zou de voorwaarde voor de conversie (ook wel de trigger) een besluit van de toezichthouder van de bank kunnen zijn⁶⁸. Zowel in de voorstellen van Basel III als ook in het informele consultatiedocument van de EU wordt een besluit van de toezichthouder als uitgangspunt genomen⁶⁹. Het nadeel van een dergelijke optie is dat hierdoor de (volledige) controle in handen van de toezichthouder komt. Het gedrag van de toezichthouder is dan een onzekere factor die door de houders van het instrument niet van te voren te bepalen is. Marktpartijen Goldman Sachs en Deutsche Bank wijzen deze oplossing voor contingent capital in beginsel dan ook af, zij het dat Goldman Sachs een uitzondering maakt voor het geval dat er sprake zou zijn van disorderly markets.⁷⁰ Ook de toezichthouder zelf is naar alle waarschijnlijkheid helemaal niet happig dit instrument te gebruiken in verband met daarmee verband houdende aansprakelijkheidsrisico's. Recentelijk is in een rapport van Clifford Chance juist verdedigd dat een besluit van de toezichthouder wenselijk is omdat het onwaarschijnlijk zou zijn dat de houders van deze instrumenten ermee in zouden stemmen dat ze afhankelijk zouden zijn van een besluit van het verantwoordelijke

⁶² Zie aanbeveling 14 Rapport Commissie De Wit, TK 31980, nr 3-4

⁶³ Te vinden op: <http://www.rijksoverheid.nl/nieuws/2011/03/04/consultatie-wetsvoorstel-bijzondere-maatregelen-financiele-ondernemingen-interventiewet.html>

⁶⁴ DG Internal Market and Services WORKING DOCUMENT TECHNICAL DETAILS OF A POSSIBLE EU FRAMEWORK FOR BANK RECOVERY AND RESOLUTION, te vinden op: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/crisis_management/consultation_paper_en.pdf

⁶⁵ Final elements of the reforms to raise the quality of regulatory capital issued by the Basel Committee, te vinden op: <http://www.bis.org/press/p110113.htm>

⁶⁶ Zie voor een korte samenvatting van het consultatiedocument: Tomasic, Roman A., The Emerging EU Framework for Bank Recovery and Resolution (April, 11 2011). Corporate Rescue and Insolvency, pp. 40-42, April 2011, te vinden op: <http://ssrn.com/abstract=1807032>

⁶⁷ Zie Final elements of the reforms to raise the quality of regulatory capital issued by the Basel Committee, p. 3

⁶⁸ Bij gone concern maatregelen is dat gebruikelijk, zie Interim report Independent Commission on banking (2011), p. 184 nr 20.

⁶⁹ Zie Final elements of the reforms to raise the quality of regulatory capital issued by the Basel Committee, p. 3: "The terms and conditions of all non-common Tier 1 and Tier 2 instruments issued by an internationally active bank must have a provision that requires such instruments, at the option of the relevant authority, to either be written off or converted into common equity upon the occurrence of the trigger event",

⁷⁰ Zie rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, p. 11 en Deutsche Bank Research Contingent Convertibles, Bank bonds take a new look, p. 7. Voor de uitzondering, vgl. Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, p. 9: "It is worth noting that investors and regulators might be able to find some common ground on the trigger: investors might not object to giving regulators the flexibility to halt a trigger for a set period of time in disorderly markets. This would permit regulators to use their discretion to act in the best interests of the financial system."

management van de bank. Ik ben het daar in zoverre mee eens dat een van de bank onafhankelijke derde een rol moet spelen bij de vaststelling dat er een triggermoment is, doch dat hoeft niet de toezichthouder te zijn.⁷¹

Een andere oplossing is om het triggermoment afhankelijk te laten zijn van het zichtbare eigen vermogen op de balans dan wel de het kapitaal dat ten opzichte van de risico gewogen activa beschikbaar is⁷². Ook deze oplossing kent nadelen. Cijfers worden niet voortdurende opgesteld maar slechts periodiek. De voorschriften van toepassing op het opstellen van cijfers zijn niet over de hele wereld identiek en zijn bovendien onderhevig aan commerciële en politieke druk⁷³. Een bijkomende probleem is dat een aantal financiële instellingen die in de Verenigde Staten in de problemen kwamen bij de recente crisis naar objectieve maatstaven vlak voor hun val nog voldoende gekapitaliseerd leken⁷⁴. Het triggermoment moet dus in ieder geval voldoende vroeg worden gekozen (dat wil zeggen op een moment dat de markt nog niet denkt aan dreigende insolventie van de onderneming) om te voorkomen dat er alsnog een bankrun ontstaat. De constatering van een van de onderneming onafhankelijke derde dat de trigger geraakt wordt, zou in een dergelijk geval kunnen worden bevestigd door – bijvoorbeeld – de onafhankelijke accountant van de bank.

Een andere mogelijkheid voor het bepalen van het triggermoment is – voor beursgenoteerde ondernemingen – dat men een bepaalde – zeer lage – beurskoers wordt geraakt of - voor zover er zogenaamde credit default swaps van de onderneming worden verhandeld - een bepaalde maximum credit default swap prijs wordt bereikt. Omdat het hier gaat om openbare marktgegevens, kan het raken van de trigger steeds objectief aan de hand van deze marktgegevens worden vastgesteld door een van de bank onafhankelijke derde. Deze mogelijkheden hebben als belangrijk nadeel dat door bepaalde sentimenten en partijen in de markt er een kunstmatige beïnvloeding van de prijs kan plaatsvinden die een omzetting van schuld in eigen vermogen dan ten onrechte kan veroorzaken⁷⁵. Pennacchi, Vermaelen en Wolff denken voor dit probleem een oplossing te hebben gevonden voor banken met beursgenoteerde aandelen door het introduceren van de zogenaamde COERC's, de zogenaamde Call Option Enhanced Reverse Convertibles, obligaties waarbij de conversie

⁷¹ Zie Legal Aspects of Bank Bail-Ins, Clifford Chance May 2011, te vinden op: http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2011/05/legal_aspects_ofbankbail-ins.html. In het rapport van Clifford Chance wordt aandacht gevraagd voor het probleem dat kan ontstaan indien de toezichthouder van het land de conversie zou willen afdwingen terwijl het recht dat het instrument beheerst een ander recht is dat deze mogelijkheid niet kent. In verband daarmee stelt het rapport van Clifford Chance (op pagina 13) het volgende voor: "The bank would then be required to ensure that for any bail-in eligible creditor whose claims were governed by any other law, it should be required to include in the agreement with that creditor a term to the effect that the creditor agreed to be bound by that law, and to obtain legal opinions that the term would be recognised under the applicable law of the agreement." Zie voor een voorbeeld ook door Clifford Chance in het rapport genoemde geval van Fir Tree Capital en Anglo Irish Bank Corporation over de vraag wat de gevolgen zijn van het gebruik maken door de Ierse autoriteiten van hun bevoegdheden op de notes die onder Amerikaans recht door Aglo Irish Bank Corporation zijn uitgegeven, zie <http://namawinelake.wordpress.com/2011/02/15/4069/> waar ook de complaint te vinden is.

⁷² Zie Deutsche Bank Research Contingent Convertibles, Bank bonds take a new look van 23 mei 2011, p. 7

⁷³ Denk aan de verschillende regels die bestaan onder IFRS en GAAP, zie over de politieke druk: Robert L. Mc Donald in Contingent Capital with a Dual Price Trigger, pag. 23, te vinden op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1553430

⁷⁴ In het rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities worden op pag. 7 als voorbeelden genoemd: Lehman, Bear Stearns en Washington Mutual. Pennacchi, Vermaelen en Wolff noemen – mede naar aanleiding van Duffie – Citibank als voorbeeld in Contingent Capital: The Case for CORCs, te vinden op: <http://knowledge.insead.edu/documents/TVcocobonds.pdf>. Zie ook Mark Flannery in een op 9 juni 2011 gehouden presentatie gehouden voor het AIF, die verwijst naar de Tier 1 ratio's van Bear Stearns, Washington Mutual, Lehman Brothers, Wachovia, Merrill Lynch die ten tijde van hun redding tussen de 12,3% en 16,1% lagen. Sheets zijn te vinden via: <http://www.aif.nl/4104.aspx>

⁷⁵ Zie rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, pag. 8 en How big banks fail and what to do about it, Darrell Duffie (2010), hoofdstuk 5, dit wordt ook wel de Death spiral genoemd.

prijs voor de verplichte omzetting van de obligaties in aandelen op een niveau wordt gezet die veel lager is dan de trigger prijs. De triggerprijs zelf is op de marktwaarde van de aandelen is gebaseerd (dus: op de beurskoers van de aandelen). De conversiekoers is echter lager. Het gevolg daarvan is dat bij conversie de aandeelhouders van de onderneming veel meer verwateren (immers, de uitgiftekoers is kunstmatig laag, als gevolg waarvan de obligatiehouders relatief meer aandelen krijgen). De aandeelhouders kunnen echter aan dit nadeel voorkomen door de obligatiehouders gewoon tegen de nominale waarde van de obligatie terug te betalen.⁷⁶ De veronderstelling van Pennacchi, Vermaelen en Wolff is dat aandeelhouders vrijwel altijd van deze mogelijkheid gebruik zullen maken.

Praktijkvoorbeelden

Rabobank

Rabobank gaf in 2010 en 2011 voor een bedrag van Euro 1,25 miljard respectievelijk Euro 2 miljard een (achtergestelde en eeuwigdurende⁷⁷) obligatielening uit waarin het hiervoor beschreven loss absorptie mechanisme was opgenomen. Het mechanisme treedt in werking (ook wel trigger moment of, zoals bij Rabobank gedefinieerd: “Loss Absorption Event”) indien – kort gezegd - het eigen vermogen van Rabobank lager wordt dan een bepaalde drempelwaarde. Bij (in ieder geval) het in 2011 uitgegeven instrument geldt dat de loss absorptie ook in werking treedt indien de drempelwaarde nog niet is bereikt, maar hetzij Rabobank hetzij de toezichthouder verwacht wordt dat deze “in de near term” bereikt wordt⁷⁸. Nadien hebben Unicredit en Intesa Sanpaolo ook dergelijke instrumenten uitgegeven waarbij – voor wat betreft de door Intesa Sanpaolo uitgegeven instrument – het mogelijk was dat de loss absorptie weer teruggedraaid werd⁷⁹.

Credit Suisse

Een voorbeeld van instrument waarbij een achterstelde en eeuwigdurende schuld kan worden omgezet in eigen vermogen is de uitgifte door Credit Suisse in februari 2011 aan twee strategische investeerders van CHF 6 miljard zogenaamde contingent capital notes, ook wel Cocos⁸⁰. Het triggermoment waarop de omzetting plaatsvindt, is ook hier gekoppeld aan een bepaalde kapitaalratio en als de trigger plaats heeft, worden de obligaties omgezet in gewone

⁷⁶ George Pennacchi, Theo Vermaelen en Christian C.P., Contingent Capital: The Case for CORC onder andere te vinden via de volgende link (waarbij tevens verhelderende sheets zijn te vinden): <http://www.aif.nl/4104.aspx>

⁷⁷ Eeuwigdurend, ook wel perpetual betekent dat er geen einddatum aan vast gekoppeld wordt. Doorgaans wordt aan de uitgevende instelling wel de mogelijkheid gegeven om onder bepaalde voorwaarden de lening af te lossen een zogenaamde call date.

⁷⁸ De exacte voorwaarden van de twee emissies verschilden. Bij de emissie in 2010 bedroeg de door Rabobank te betalen coupon 6,875 %. Indien het kapitaal op de balans van Rabobank onder een bepaalde ratio zou komen zou 75% van de hoofdsom van de obligaties onmiddellijk verdwijnen (dus gekweten zijn) en zou Rabobank nog 25% uitbetalen, maar dan wel meteen in cash (althans zo blijkt uit het rapport van Goldman, Appendix B). De in 2011 uitgegeven obligaties kennen geen beperking in de loss absorptie, vgl. de volgende passage uit de risk factor paragraaf van het prospectus: “Investors may lose all or part of their investment upon the occurrence or, as appropriate, the continuation of one or more of the following events (each a “Loss Absorption Event”): (a) as a result of losses incurred by the Rabobank Group as reported in its Relevant Accounts, the Issuer’s Equity Capital Ratio falls or remains below 8 per cent.; or (b) there has been such a significant reduction in the retained earnings or similar reserves of the Issuer or the Rabobank Group causing a significant deterioration in the financial and regulatory solvency position of the Issuer and the Rabobank Group that the Issuer determines, or the Dutch Central Bank has notified the Issuer in writing that it believes, that the Issuer’s Equity Capital Ratio will fall below 8 per cent. in the near term.” Equity Capital Ratio werd gedefinieerd als “the ratio of the Equity Capital divided by the Risk Weighted Assets, calculated by the Issuer on a consolidated basis”. Prospectus van 24 februari 2011 is te downloaden via: http://www.rabobank.com/content/images/Rabobank_Final%20Prospectus_tcm43-134160.pdf

⁷⁹ Zie rapport Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, Appendix B

⁸⁰ Technisch gezien gaat het echter over de omzetting op termijn van een ander schuldinstrument. Dit bestaande schuldinstrument wordt op termijn omgezet in een contingent convertible.

aandelen Credit Suisse⁸¹. Het gaat hier dus om een vooraf afgesproken omzetting van schuld in eigen vermogen. Dat betekent dat bij de obligatie-uitgifte reeds alle maatregelen in acht moeten worden genomen om ervoor te zorgen dat bij conversie de obligaties worden omgezet in aandelen⁸². Het betekent ook dat al op voorhand bepaald is wat de voorwaarden van de conversie op het trigger moment zijn.⁸³

Toepassing van de initiatieven op (financiële herstructurerings van) ondernemingen in het algemeen

Wat kunnen we leren van de (voorgenomen) maatregelen van de overheden bij banken voor (financiële herstructurerings van) ondernemingen in het algemeen?

Een eerste les lijkt me dat er ook andere ondernemingen kunnen zijn die TBTF zijn en dat ook daar dergelijke problemen kunnen spelen. Het lijkt daarom verstandig dat de Nederlandse overheid, zoals de Zwitserse overheid dat heeft gedaan, tracht in kaart te (laten) brengen welke in Nederland gevestigde ondernemingen voor Nederland TBTF zijn en of daar wellicht ook – voor Nederland – TBTBR ondernemingen bij zijn. In dat onderzoek zou dan ook kunnen worden betrokken de vraag welke ondernemingen in Nederland noodzakelijk zijn om de bestaande maatschappelijke infrastructuur te handhaven en wat het gevolg van het falen van deze ondernemingen zou zijn voor de Nederlandse economie. Voor zover uit dat onderzoek zou blijken dat bepaalde ondernemingen TBTF en/of TBTBR zijn, lijkt het raadzaam te onderzoeken hoe dit probleem gemitigeerd kan gaan worden, bijvoorbeeld door er voor te zorgen dat bepaalde ondernemingen worden afgesplitst en/of op een stand-alone basis zouden moeten gaan functioneren, daarbij beschikkend over voldoende liquiditeit en (al dan niet voorwaardelijke) solvabiliteit. Het is ook mogelijk dat voor de onderneming geldt dat uitsluitend de gewone faillissementsregels voldoende bescherming voor handhaving van de bestaande maatschappelijke infrastructuur, simpelweg omdat in een insolventieprocedure de onderneming nog even kan doordraait en vervolgens een oplossing kan worden gezocht (al dan niet aangevuld met speciale gone-concernmaatregelen). In dat geval zijn deze ondernemingen dus niet TBTF.

Voor de andere lessen geldt naar mijn mening dat deze niet alleen relevant kunnen zijn voor TBTF ondernemingen maar ook voor ondernemingen in het algemeen.

Zo zijn de bevindingen van de overheden dat de banken ten tijde van het uitbreken van de credit crisis beschikten over onvoldoende liquiditeit en solvabiliteit beschikten, voor andere ondernemingen van toepassing, ook al zijn deze wat mij betreft minder vernieuwend. Als altijd zal moeten worden bezien wat voor een bepaalde onderneming nu eigenlijk een gewenste solvabiliteit en/of liquiditeitsratio is. Dat zal in belangrijke mate afhankelijk zijn van de aard van de onderneming en de in de door de onderneming verrichte activiteiten en de daaraan verbonden risico's.

⁸¹ Zie de infokit van Credit Suisse te vinden op:

https://www.credit-suisse.com/investors/en/20110214_contingent_capital.jsp.

⁸² Zie hierover nader Johan Jol op pag. 25 e.v. in de Insolad bundel 2010. De insolvente vennootschap, gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?

⁸³ Aan het rapport van Goldman Sachs Contingent Capital Possibilities, problems and opportunities, Appendix B ontleen ik dat ook hier een dubbele trigger is opgenomen: "The securities will convert into CS equity if (1) the group's reported Basel 3 common equity Tier 1 ratio falls below 7% or (2) if FINMA determines that CS "requires public sector support to prevent it from becoming insolvent, bankrupt or unable to pay a material amount of its debts, or other similar circumstances." The notes will convert at "the higher of five days volume weighted average in the period preceding the notice of conversion or a floor price of \$20 / CHF20 per share, subject to customary adjustments." Omdat in de bodemprijs een zogenaamde floor is opgenomen, is de maximale verwatering voor de bestaande aandeelhouders gegeven. De houders van de coco dragen het risico dat in werkelijkheid om het moment dat de conversie de waarde van de aandelen lager is.

Meer in het algemeen geldt dat het voor iedere onderneming raadzaam is om zich voortdurend te bezinnen over welk risicoprofiel men heeft en of het al dan niet opstarten van een nieuwe activiteit additionele risico's met zich mee brengt, en zo ja of en hoe deze risico's kunnen worden gemitigeerd. In dit verband is de veelal gehanteerde praktijk dat bepaalde nieuwe risicovolle activiteiten ondergebracht worden in een separate rechtspersoon, zonder meer raadzaam te noemen. Echter, deze nieuwe activiteit dient dan wel ook separaat (en dus stand-alone) gefinancierd te worden en er moet voor gezorgd worden dat er geen financiële kruisverbanden ontstaan. Ook door het afgeven van zogenaamde 403-verklaringen ten behoeve van de nieuwe rechtspersoon en het totstand brengen van fiscale eenheden met de nieuwe rechtspersoon ontstaan er vaak alsnog kruisverbanden die in goede tijden weliswaar een positief effect hebben, doch in slechte tijden de ontvlechting van de nieuwe activiteit ernstig bemoeilijken. In de praktijk wordt dat regelmatig vergeten zodat het falen van het nieuwe onderdeel alsnog via de (financierings)verbindingen ertoe kan leiden dat ook de overige activiteiten gevaar lopen.

De suggesties om de algemene versterking van de corporate governance (inclusief risk management bij ondernemingen) te bevorderen en om die beloningselementen te trachten te voorkomen die het nemen van excessieve risico's stimuleren, kunnen ook zonder meer worden toegepast op andere ondernemingen. Interessant daarbij is de discussie die met een zeker regelmaat weer terugkomt over de vraag of (als onderdeel van de beloning) bestuurders en/of commissarissen opties en/of aandelen zouden moeten hebben. Uit een recente rondgang door het FD bij Nederlandse beursfondsen blijkt dat niet alleen bestuurders maar ook commissarissen aandelen houden in de fondsen waar zij bestuurder en/of commissaris zijn. De lange termijn binding met de onderneming wordt daardoor bevestigd, zo wordt gesteld (zij het dat dit – voor wat betreft de commissarissen – ten koste kan gaan van de onafhankelijkheid)⁸⁴. Dat het hebben van uitsluitend opties door de leden van de raad van commissarissen en raad van bestuur tot pervers gedrag aanleiding kan geven door de asymmetrie van de optie, is inmiddels voldoende bekend⁸⁵. Maar, ook het hebben van aandelen hoeft niet altijd tot de beste besluitvorming voor de onderneming te leiden. Zo beschikte het management van vele financiële instellingen ten tijde van de crisis over aanzienlijke (aandelen)belangen in de instelling waar het werkzaam was en dat heeft hen niet verhinderd om risico's te nemen die achteraf gezien onverantwoord waren.

Contractuele regelingen die het onder bepaalde voorwaarden mogelijk maken om een financiële herstructurering automatisch - althans zonder dat daarvoor een besluit van de houders van de relevante instrumenten nodig is - plaats te laten vinden, kunnen in theorie uitstekend toegepast kunnen worden bij de financiering van andere ondernemingen. Deze instrumenten kunnen dan tevens voorkomen dat een faillissement nodig is om dwarsliggende individuele financiële crediteuren te dwingen in te stemmen met een bepaalde herstructurering. In dit opzicht gaan deze instrumenten nog een stap verder dan de instrumenten met zogenaamde "collective action clauses" waarbij voor een eventuele afstemming van een gedeelte van de vordering en/of de omzetting van een gedeelte van de vordering in eigen vermogen een besluit nodig is van de meerderheid van de houders van het instrument⁸⁶. Indien de crediteuren na de automatische conversie van schuld in aandelen de meerderheid van de aandelen in de onderneming krijgen, kunnen zij vervolgens bepalen wat er met (het

⁸⁴ Vergelijk FD 18 april 2011, pag. 10, Aandelen populair bij rvc.

⁸⁵ Vergelijk Johan Jol in FIP 2011, nr 3, voor een vergelijking tussen een bestuurder met opties en een curator die voor de boedel als advocaat procedeert.

⁸⁶ Zie hierover en over de begrippen "in or out of the money" zoals in dit artikel gebruikt nader: Johan Jol in de Insolad jaarbundel 2010. De insolvente vennootschap, gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?

management van) de onderneming gaat geschieden. Daar staat wel tegenover dat de houders van deze nieuwe instrumenten zich op voorhand hebben ingestemd met een omzetting van hun vordering in garantievermogen van de onderneming. Bij de financiële herstructurering van gewone ondernemingen hebben we in de huidige crisis gezien dat de financiële crediteuren in bepaalde gevallen bereid waren te accepteren dat gewone handelscrediteuren voor 100% voldaan werden, doch dat de financiële crediteuren niet (volledig) werden voldaan en de pijn onderling verdeelden. In dat opzicht is er een verschil met hiervoor genoemde voorbeelden van Rabobank en Credit Suisse. Deze instrumenten vertegenwoordigden ook voor de conversie (of loss absorptie) al achtergesteld vermogen terwijl doorgaans de financiële crediteuren tot zekerheid voor de nakoming van hun vorderingen pand en hypotheekrechten verkrijgen op activa zodat zij zich bij voorrang op deze activa kunnen verhalen. Dit zal, voor zover financiële crediteuren van gewone ondernemingen al bereid zouden zijn op voorhand door acceptatie van contractuele bepalingen mee te werken, betekenen dat zij aan deze bereidheid een (hoog) prijskaartje zullen verbinden. Voorts zal door de financiële crediteuren als eis worden gesteld dat ook andere (deels) “out of the money” crediteuren zich verbinden op voorhand al mee te werken aan omzetting van hun vordering in eigen vermogen en dat ook de aandeelhouders instemmen dat zij – vrijwel - volledig verwateren. Daarbij zou dan het (relatieve) aandeel in het eigen vermogen dat de aandeelhouders en de crediteuren krijgen gebaseerd moeten zijn op de vraag: wie van welke belanghebbende is “in or out of the money”. Op deze wijze komt dan een vooraf afgesproken consensuele herstructurering tot stand. Maar, dat vereist dus afspraken met de aandeelhouders en alle relevante crediteuren en het is de vraag of dat praktisch haalbaar is. Ook voor eenvoudig (al dan niet tijdelijk) afscheid nemen van een vordering zonder er iets voor terug te krijgen, zijn wellicht mogelijkheden, maar ook daarvoor zal de crediteur een aanzienlijke additionele vergoeding worden gevraagd en voorts zou ik menen dat de crediteur dan als voorwaarde zal stellen dat de bestaande aandeelhouder het bestaande verlies aanzuivert (en/of zijn aandelen (deels) inlevert bij de crediteur). Waarom zou uitsluitend de crediteur een offer doen zonder er iets voor terug te krijgen?

Anders gezegd, in theorie lijken de conversie en loss absorptie instrumenten toepasbaar, maar de praktische uitvoering zal op de nodige bezwaren stuiten.

Conclusie

De recente kredietcrisis leidt ertoe dat met vernieuwd risicobesef naar banken wordt gekeken. Voor banken zijn er op dit moment allerlei initiatieven gaande om de bestaande risico's van het falen van banken in kaart te brengen en deze beter onder controle te krijgen. Daarbij gaat vooral ook aandacht uit naar de TBTF banken. Als maatregelen worden voorgesteld (en deels als geïmplementeerd): verbetering van de solvabiliteit, versterking van de liquiditeit, beter risico management, het voorkomen van excessieve beloningen en de versterking van de corporate governance van de bank. Voorts zijn er initiatieven om in het geval een bank door verliezen insolvent dreigt te worden, te komen tot een omzetting van vreemd vermogen in eigen vermogen zonder dat daarvoor een besluit nodig is van de crediteur die het vreemd vermogen aan de bank heeft verstrekt.

Naast TBTF banken kunnen er ook andere ondernemingen zijn die TBTF zijn. Een onderzoek in Nederland naar welke ondernemingen TBTF en ook eventueel TBTR zijn, is gewenst.

De initiatieven van verbetering van de solvabiliteit, versterking van de liquiditeit, beter risk management, voorkomen van excessieve beloningen en versterking van de corporate governance van de banken, kunnen ook als inspiratiebron fungeren voor een herstructurering

of reorganisatie van gewone ondernemingen (dan wel het opstarten van nieuwe activiteiten door gewone ondernemingen). In theorie kunnen ook de voor banken voorgestelde going concern instrumenten waarbij de verstrekker van vreemd vermogen reeds op voorhand instemt met een eventuele omzetting in eigen vermogen of zelfs met tijdelijke afstempeling toegepast worden op gewone ondernemingen. De financiële crediteuren hebben doorgaans een door zekerheden gedekte vordering hebben en zullen willen dat de aandeelhouders en de overige crediteuren in de pijn delen en dus ook hun medewerking op voorhand verlenen. Het is - zeker voor wat betreft de overige crediteuren - nog maar de vraag of een en ander praktisch te realiseren is.