



Rabobank

On the Rocks

De kredietcrisis heeft forse gaten geslagen in de balansen van banken die miljarden moesten afboeken als gevolg van de Amerikaanse hypotheekcrisis. Vooral grote Amerikaanse banken kregen het zwaar te verduren. In de tweede helft van 2007 schreven de banken wereldwijd zo'n \$170 miljard af.¹ De meeste Amerikaanse banken wisten desondanks het hoofd boven water te houden, dankzij een goede uitgangspositie en de toestroom van nieuw aandelenkapitaal vanuit het Oosten. De eerste echte slachtoffers van de kredietcrisis vielen opmerkelijk genoeg aan de andere kant van de oceaan. De Britse bank Northern Rock werd zelfs genationaliseerd nadat deze in de problemen kwam als gevolg van de kredietcrisis. Lag die keuze van de Britse overheid voor de hand of geeft zij hiermee een verkeerd signaal af? Aan de hand van voorbeelden uit het verleden formuleren we in dit Themabericht een antwoord op deze vraag.

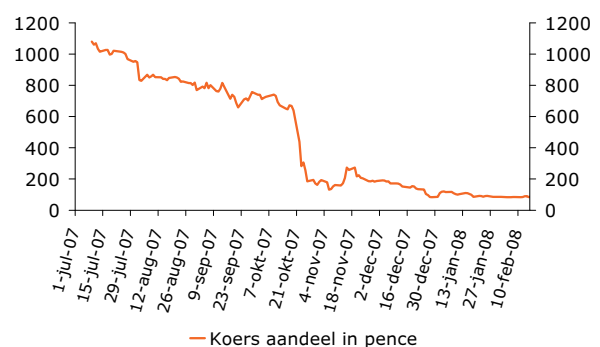
Slachtoffers van de kredietcrisis

Het eerste slachtoffer was het Duitse IKB dat vorige zomer gered moest worden van de ondergang door eigenaar en staatsbank KfW en een aantal andere banken. De bank verloor het vertrouwen van investeerders doordat zij had geïnvesteerd in Amerikaanse *subprime*-hypotheekleningen. In september vorig jaar viel het tweede slachtoffer. Het Britse Northern Rock strandde toen haar financieringsmogelijkheden opdroogden. De bank is één van de grootste hypotheekaanbieders in het Verenigd Koninkrijk. Voor de financiering van deze langlopende activiteiten gebruikte de bank voornamelijk korte termijnfinanciering (*wholesale money markets*). Die zogenaamde *maturity mismatch* ging lange tijd goed, totdat de hypotheekcrisis in de VS losbarstte in de zomer van 2007. Door de onzekerheid onder

¹ Meer informatie en achtergrond bij de kredietcrisis in het Themabericht 'DNB: Kredietcrisis strekt tot lering' (2008/14).

beleggers over waar de subprime-verliezen neerslaan, houdt een groot deel van hen de hand op de knip. Alle banken hebben daardoor moeite om geld uit de markt te halen. Dat geldt in het bijzonder voor Northern Rock, dat zich vooral bezighoudt met het verstrekken van hypotheekleningen en minder met andere bancaire activiteiten. De meeste andere banken beschikken nog over andere bronnen van vreemd vermogen, zoals spaargeld. Zo niet Northern Rock. Door de subprime-crisis is er een groot wantrouwen onder beleggers jegens alles wat met hypotheekleningen te maken heeft. De Britse Centrale Bank moest Northern Rock uiteindelijk te hulp schieten met een noodlening om de bank op de been te houden. Dat kon echter niet voorkomen dat rekeninghouders in lange rijen hun geld bij de bank kwamen opeisen toen op 14 september dat nieuws bevestigd werd. Het aandeel Northern Rock verloor op die dag bijna één derde van zijn waarde (figuur 1). Op de laatste handelsdag, 15 februari, had het aandeel Northern Rock meer dan 90 procent van zijn waarde verloren ten opzichte van een jaar eerder.

Figuur 1: Aandeel Northern Rock



Bron: Bloomberg

Een aantal partijen diende zich aan om de in zwaar weer gekomen bank over te nemen, maar de Britse regering wees uiteindelijk alle biedingen van de hand. De voorstellen zouden niet voldoen aan de voorwaarden die de overheid eraan had gesteld, in het bijzonder ten

aanzien van de terugbetaling van de miljardenlening aan de Bank of England. De regering besloot uiteindelijk op 17 februari dat de belastingbetaler het best zou zijn gediend door de bank publiek eigendom te maken. "Tijdelijk", zo zei de Britse minister van Financiën. Tijdelijk of niet, daarmee is de nationalisatie van de Britse bank een feit. De eerste nationalisatie in decennia, schreven de kranten. In werkelijkheid is het nog niet zo lang geleden dat banken werden genationaliseerd in Europa.

Tabel 1: Nationalisatie Scandinavische banken

Finland	Noorwegen	Zweden
Skopbank (1991)	Den norske Bank (1992)	Nordbanken (1992)*
Savings Bank of Finland (1992)	Christiania Bank (1991)	Gota Bank (1993)
	Fokus Bank (1991)	

* Bij het uitbreken van de crisis in 1991 was de staat al voor 71 procent aandeelhouder. In 1992 werd de bank volledig genationaliseerd.

Bron: *The Nordic banking crisis in the early 1990s – resolution methods and fiscal costs*, Knut Sandal in *The Norwegian Banking Crisis*, Norges Banks skriftserie, Occasional Papers nr. 33, 2004

Nationalisatie van banken niet nieuw

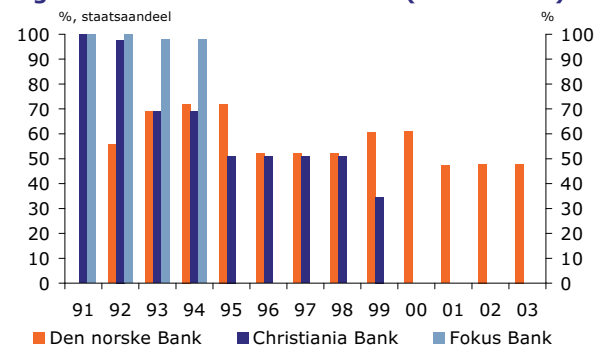
Nationalisatie werd in de tijd van het communisme en het socialisme in Oost-Europa en de Sovjet Unie veelvuldig toegepast als onderdeel van de economische politiek. In onze kapitalistische maatschappij is nationalisatie vooral een laatste redmiddel om een faillissement te voorkomen.

Dat kan op twee manieren: de overheid kan beslag leggen op de activa of zij kan deze kopen van de huidige eigenaren. Die laatste is de meest voorkomende manier. Ook in dat geval heeft de huidige eigenaar echter vaak geen keuze om het aanbod al dan niet te accepteren of om te onderhandelen over de prijs.² Dat laatste zou in het geval van Northern Rock nog wel eens tot rechtzaken kunnen leiden. De Britse overheid heeft een commissie ingesteld die de hoogte van de vergoeding moet vaststellen die aandeelhouders

² *Privatisation and nationalisation*, Jean-Pierre Dupuis, OECD, oktober 2005

voor hun belang krijgen. Het is maar de vraag of dat overeenkomt met wat de aandeelhouders verwachten.

Figuur 2: Noorse staatsbanken (1991-2003)



Bron: *Management of the banking crisis and state ownership of commercial banks*, Hans Petter Wilse in *The Norwegian Banking Crisis*, Norges Banks skriftserie, Occasional Papers nr. 33, 2004

Hoewel nationalisatie van een groot bedrijf een zeldzaam verschijnsel is in de Westerse wereld, is het nog niet zo lang geleden dat Europese banken geheel of gedeeltelijk tot staats eigendom werden gemaakt. De Scandinavische landen werden aan het eind van de jaren tachtig en begin jaren negentig getroffen door een bankencrisis. De crisis volgde op een periode waarin de bankensector in de Scandinavische landen werd geliberaliseerd en de kredietverlening in rap tempo toenam, en had veel weg van andere financiële crises uit het verleden, inclusief de huidige hypotheken crisis.³ De president van de Zweedse Centrale Bank, Stefan Ingves, trok onlangs in een toespraak nog parallellen tussen de crisis in Zweden begin jaren negentig en de huidige hypotheken crisis.⁴ Zo zouden de financieringsmaatschappijen in die tijd in bepaalde opzichten een vergelijkbare rol hebben gespeeld als de *special investment vehicles* (SPV) in de subprime-crisis.⁵

³ *Is the 2007 U.S. Sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison*, Carmen M. Reinhart en Kenneth S. Rogoff, NBER Working Paper 13761, januari 2008

⁴ *Can the authorities manage crisis in the financial system?*, Stefan Ingves, Stockholm, 13 maart 2008

⁵ Zie voor een omschrijving van de rol van de SPVs het Themabericht 'Tweedehands hypotheek: securitisatie' (2008/12).

In Noorwegen, Zweden en Finland was de crisis zo ernstig dat ze een bedreiging vormde voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Alle grote banken verkeerden in de problemen. De overheid moest dan ook prompt en krachtig ingrijpen. Veel grote banken kregen liquiditeitssteun. In alle drie de landen werden bovendien banken genationaliseerd (tabel 1). In veel gevallen werd het aandelenkapitaal daarbij volledig afgeschreven. Uiteindelijk werden alle banken weer geprivatiseerd (figuur 2).

Geen windeieren

In Noorwegen bleven de banken langer in publiek eigendom na de crisis dan in de andere Scandinavische landen. De Noorse overheid heeft dan ook kunnen profiteren van een waardeverhoging van haar aandeel in de banken na de crisis. Waar de andere landen door de crisis op kosten werden gejaagd, was de belastingbetaler in Noorwegen uiteindelijk netto beter af nadat de staat al haar aandelen in de banken had verkocht.⁶

Dat wil niet zeggen dat er geen kosten verbonden zijn aan het feit dat de bank (tijdelijk) in publieke handen is. Sandal (2004) noemt ten minste drie potentiële kosten van staats-eigendom: (i) een potentieel belangenconflict tussen de rol van eigenaar en toezichthouder, (ii) het risico dat de overheid ingrijpt in kredietbeslissingen en (iii) het ontbreken van een winstogmerk kan leiden tot inefficiëntie en het ontbreken van adequate interne controlemechanismen. Zo is het opvallend dat recentelijk in Duitsland met name banken in overheidseigendom in de problemen zijn gekomen door de subprime-crisis. Het resultaat is natuurlijk afhankelijk van de manier waarop de overheid haar rol als eigenaar uitvoert. Zo heeft zij er in het geval van Northern Rock voor gekozen om de bank 'at arms' length' (op afstand) te besturen als een commercieel bedrijf. Dat zou er in ieder

geval voor moeten zorgen dat de kans op (ii) en (iii) klein is. Sandal (2004) vindt hiervoor ook bewijs. De auteur heeft de prestaties van de Noorse staatsbanken (Den norske Bank en Christiania Bank) vergeleken met hun private tegenhangers. Conclusie: het staatseigendom heeft de prestaties van de banken niet substantieel beïnvloed.

Daarbij is het goed om op te merken dat de Noorse overheid bij de nationalisatie van de drie grootste banken van het land eigenlijk geen andere keus had. Vanwege hun omvang –de gezamenlijke activa van Den norske Bank, Christiania Bank en Fokus Bank bedroegen 54 procent van de totale activa van de Noorse bankensector in 1991⁷– waren de banken systeemrelevant; een faillissement vormde een bedreiging voor de stabiliteit van het gehele financiële stelsel. Er waren bovendien geen private oplossingen voorhanden. En precies hier verschilt de situatie met die van Northern Rock. Daar waren zulke oplossingen er wél: de Britse durfinvesteerder Virgin had een bod uitgebracht op de bank en ook het toen zittende management van Northern Rock diende een reddingsplan in. Op advies van financieel adviseur Goldman Sachs besloot de overheid echter dat nationalisatie in het beste belang zou zijn van de belastingbetaler. Met een balanstotaal van ruim £100 miljard was Northern Rock eind 2007 de zevende grootste bank in het VK. De Britse toezichthouder FSA en de Bank of England hebben naar aanleiding van de problemen bij Northern Rock een inschatting gemaakt van de ernst van de bedreigingen voor het financiële systeem. Beiden kwamen tot de conclusie dat de positie van Northern Rock en het risico op 'besmetting' voldoende ernstig waren om de steun van de centrale bank te rechtvaardigen.⁸ De autoriteiten waren dus van mening dat Northern Rock wel degelijk een bedreiging vormde voor de stabiliteit van het gehele financiële systeem.

⁶ *The Nordic banking crisis in the early 1990s – resolution methods and fiscal costs*, Knut Sandal in *The Norwegian Banking Crisis*, Norges Banks skriftserie, Occasional Papers nr. 33, 2004, p. 104

⁷ Idem, p. 88

⁸ *Financial Stability Report*, Issue No. 22, Bank of England, oktober 2007, p. 11

Op basis van de bovenstaande conclusies lijken er dus goede redenen te bestaan voor de nationalisatie van Northern Rock. Bovendien kan nationalisatie, op basis van de ervaringen in Noorwegen, positief uitpakken voor de belastingbetaler, als de overheid haar aandelen uiteindelijk weer met voldoende rendement kan verkopen. Op dit moment is echter nog veel onduidelijk over de uiteindelijke kosten die de problemen bij Northern Rock met zich meebrengen. Op 31 december 2007 had Northern Rock al £26,9 miljard geleend van de Bank of England.⁹ Door uitstaande garanties kan dat bedrag nog fors oplopen. Bovendien is nog niet duidelijk voor welk bedrag de Britse overheid de aandeelhouders zal vergoeden. Behalve dat laatste zou er bij een private overname echter weinig aan die situatie veranderen. De onzekerheid over of en wanneer Northern Rock de leningen kan terugbetalen was juist een belangrijke reden voor de Britse overheid om de bank te nationaliseren. Zo kon zij strenge eisen stellen aan de reorganisatie van de bank om de risico's voor de belastingbetaler zoveel mogelijk te beperken. Zo beschouwd lijkt de keuze van de Britse overheid een logische.

Conclusie

De overheid speelde een grote rol bij de oplossing van de bankencrisis in Scandinavië begin jaren negentig door banken te nationaliseren. Dat moest ook wel, want veel grote banken waren destijds in de problemen. Daarin verschilt de crisis in Scandinavië van de huidige situatie in het VK waar slechts één bank in de problemen is geraakt. Toch koos de overheid ook daar voor nationalisatie. Hoewel daarvoor goede redenen bestonden, moet de Britse overheid met een aantal belangrijke zaken rekening houden.

In Noorwegen wist de overheid haar aandelen in de banken weer met winst te verkopen, waardoor zij de kosten van de crisis uiteindelijk

wist om te zetten in winst voor de belastingbetaler. Daar stond tegenover dat banken in Noorwegen relatief lang in publieke handen bleven. Aan dat staatseigendom zijn mogelijk ook kosten verbonden als gevolg van belangenverstrengeling of inefficiënt opereren. Andere banken in het VK roeren zich bovendien omdat ze vrezen voor oneerlijke concurrentie. De Europese Commissie heeft inmiddels een onderzoek ingesteld. De Britse overheid zal dus een afweging moeten maken tussen de voor- en de nadelen van het in staatseigendom houden van Northern Rock.

In Scandinavië waren het met name de beleggers en, behalve dus in Noorwegen, de belastingbetalers die opdraaiden voor de kosten van de crisis. De Scandinavische autoriteiten wilden destijds het probleem van moral hazard –een te lage inschatting van de risico's– voorkomen en veel aandeelhouders van de banken bleven daarom met lege handen achter. Het moral hazard probleem ligt ook in het geval van Northern Rock op de loer. Bij de bepaling van de vergoeding van de aandeelhouders van Northern Rock moet de Britse overheid er rekening mee houden dat de aandeelhouders jarenlang hogere rendementen nastreefden door extra risico te nemen. Dat het dan ook weleens mis kan gaan, blijkt in het geval van Northern Rock. Een extra beloning door middel van een (te) hoge vergoeding door de overheid zou moral hazard in de hand werken.

april 2008

Anke Struijs (030 - 2165166)

A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

www.rabobankgroep.nl/kennisbank

⁹ Northern Rock Annual Report and Accounts 2007