

Sterke of zwakke functiescheiding van banken in crisistijd: De motieven voor Glass-Steagall legislation & The Volcker Rule

Samenvatting

Deze scriptie bespreekt de twee wetsonderdelen, die onderdeel zijn van bankreguleringen gedurende economische crises in de Verenigde Staten. Het betreft Glass-Steagall en de Volcker Rule. De vraag die beantwoord wordt is waarom de Volcker Rule in 2010 veel minder verstrekkend is dan de Glass-Steagall wetsonderdelen in 1933. Economische en politieke beweegredenen worden afgewogen tegen de wensen van belangengroepen. Er wordt betoogd dat Glass-Steagall een optelsom van verschillende motiveringen is, die elkaar ook nog eens hebben versterkt. Daarom is dat een forse bankhervorming geweest met enorme impact op het bankensysteem in de VS. De Volcker Rule is minder ingrijpend, omdat gebeurtenissen, belangen en politieke overwegingen een verstrekkendere maatregel onmogelijk maakten, hoewel daar wel maatschappelijk draagvlak voor aanwezig was.

Inhoud

| | |
|---|----|
| 1. Inleiding | 3 |
| 1.1 Methode | 4 |
| 1.2 Theorie..... | 6 |
| 1.3 Historisch debat..... | 8 |
| 2. Glass-Steagall..... | 11 |
| 2.1 Crisis en besluitvorming | 11 |
| 2.2 Financieel-economische argumenten in het publieke belang voor Glass-Steagall..... | 13 |
| 2.2.1 Het beschermen van de effectenbeurzen tegen bancaire geldstromen | 13 |
| 2.2.2 Het beschermen van het bankstelsel en klanten tegen risicovolle activiteiten en belangenverstrengeling..... | 17 |
| 2.3 Politieke motieven die inspelen op maatschappelijke sentimenten bij Glass-Steagall | 21 |
| 2.4 Belangengroepen die hun wensen doorvoeren in Glass-Steagall..... | 23 |
| 2.5 Motivering van Glass-Steagall | 25 |
| 3. Volcker Rule..... | 27 |
| 3.1 Crisis en besluitvorming | 27 |
| 3.2 Financieel-economische argumenten in het publieke belang voor de Volcker Rule | 28 |
| 3.3 Politieke motieven die inspelen op maatschappelijke sentimenten bij de Volcker Rule | 33 |
| 3.4 Belangengroepen die hun wensen doorvoeren in de Volcker Rule | 37 |
| 3.5 Motivering van de Volcker Rule | 40 |
| 4. Vergelijking en conclusie | 42 |
| 5. Bibliografie..... | 45 |
| 5.1 Literatuur..... | 45 |
| 5.2 Bronnen | 46 |

1. Inleiding

De teneur in de Verenigde Staten rond zowel de Grote Recessie van 2007-09 als de Grote Depressie van de jaren '30 was er een van boosheid over het gedrag van financiële instituties en de gevolgen die dat had voor de reële economie van landen. Bij beide crises werd er gewezen naar de onnodige risico's die genomen waren en speculatiedrift van financiële instellingen. Als reactie op de bankencrisis en de beurskrach in de Grote Depressie kwam de *Banking Act of 1933*, soms ook wel de 'Glass-Steagall Act' genoemd, tot stand.¹ Veelal worden enkel de vier onderdelen van die wet, die een functiescheiding in het bankensysteem bewerkstelligden, aangeduid als 'Glass-Steagall Legislation,' of kortweg 'Glass-Steagall.' Deze scriptie gaat enkel over die vier onderdelen, secties 16, 20, 21, en 32 van de wet en verwijst daarnaar als *Glass-Steagall*. Glass-Steagall zorgde voor een strikte scheiding tussen investment banks (investeringsbanken of zakenbanken) en commercial banks (consumentenbanken²) door bepaalde activiteiten en wederzijds bezit te verbieden. Consumentenbanken mochten niet meer in effecten handelen en mochten niet meer effecten garanderen, ook wel verzekeren, bij uitgiftes ('securities underwriting'). Zakenbanken daarentegen mochten geen spaargeld meer in beheer hebben. Sectie 32 maakte het onmogelijk voor medewerkers om bij beide soort banken tegelijkertijd in dienst te zijn. In 1999 is Glass-Steagall vervangen door de 'Financial Services Modernization Act of 1999' ook wel, zoals er hierna naar wordt verwezen, de *Gramm–Leach–Bliley Act*, waarmee een einde kwam aan de verplichte functiescheiding van de Amerikaanse banken.³

Na de financiële en economische crisis vanaf 2007 werd een concreet voorstel in het Congres ingediend om Glass-Steagall te herstellen, maar dit werd afgewezen.⁴ Wel werd opnieuw gepoogd de financiële sector op een juiste manier te beteugelen. De wet die in 2010 werd aangenomen, de 'Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,' kortweg *Dodd-Frank Act*, zorgde voor de grootste hervorming van het bankwezen en de financiële sector sinds Glass-Steagall. Onderdeel van de Dodd-Frank Act was de *Volcker Rule*, die banken verbood om bepaalde investeringen en handelsactiviteiten te doen, waardoor er ook wel naar werd gerefereerd als 'Glass-

¹ Niet te verwarren met de Glass–Steagall Act of 1932, een bankwet die de bevoegdheden van de Federal Reserve uitbreidde.

² Ik gebruik consumentenbank als vertaling voor het Amerikaans-Engelse 'commercial bank'. Het is een banksoort die aan consumenten en bedrijven traditionele bankdiensten aanbiedt met een matig risico, zoals leningen verstrekken, spaarrekeningen aanbieden en overschrijvingen regelen. Ik gebruik de term consumentenbank als vertaling, alhoewel die niet volledig de lading dekt, omdat de Nederlandse term consumentenbank ook kan betekenen een bank die enkel consumenten bedient, in het Engels ook wel retail bank of consumer bank geheten, of het onderdeel van een grote bank dat zich enkel met consumentendiensten bezig houdt. Bankdiensten aan bedrijven vallen onder 'wholesale banking' en commercial banks verlenen sommige diensten die daar onder vallen, zoals leningen verstrekken aan grote bedrijven. Het onderscheid tussen een investment bank en commercial bank is typerend voor de Amerikaanse situatie, die dankzij Glass-Steagall lange tijd heeft bestaan. In Nederland is dat functionele onderscheid tussen banken nooit van toepassing geweest. Nederland kent net als de meeste ontwikkelde economieën universele banken, die zowel consumenten- als investeringsdiensten aanbieden. Eveneens vertaal ik commercial banking als consumentenbankieren of -bankactiviteiten en investment banking als zakenbankieren of investeringsbankieren of -bankactiviteiten.

³ 106th US Congress, S.900 - *Gramm-Leach-Bliley Act*, Introduced April 28, 1999, <https://www.congress.gov/bill/106th-congress/senate-bill/900>.

⁴ U.S. Congress, House, *Glass-Steagall Restoration Act*, HR 4375, 111th Cong., 1st sess., introduced in House December 16, 2009, <https://www.congress.gov/111/bills/hr4375/BILLS-111hr4375ih.pdf>.

Steagall Lite.⁵ Het betrof een verbod op het doen van handel voor eigen rekening, ‘proprietary trading,’⁶ en het investeren in of bezitten van hedgefondsen of private-equityfondsen.⁷

1.1 Methode

Belangrijkste verschil tussen Glass-Steagall en de Volcker Rule is dat het wetsonderdeel uit 1933 veel verstrekkender was. Tal van banken moesten ofwel het aan hen geaffilieerde effectenbedrijf afsplitsen, zichzelf opsplitsen, ofwel de keuze maken om verder te gaan als investeringsbank of consumentenbank.⁸ De Volcker Rule zorgde er enkel voor dat een klein groepje investeringsbanken hun handelsafdeling moesten afstoten.⁹ Hoewel regulering, die een einde zou maken aan het probleem van Too-Big-To-Fail-systeembanken, zoals opsplitsing of inkrimping, ook een optie was.

Glass-Steagall was een ingrijpendere maatregel, die met overweldigende meerderheid werd aangenomen in het Amerikaanse Congres, terwijl de deels afgezwakte Volcker Rule met moeite door het parlement kwam.¹⁰ Dat verschil is te verklaren door te kijken naar de interactie tussen de politieke en economische motieven en de rol van belangengroepen. Afhankelijk daarvan kozen bedenkers en politici voor de wetsartikelen. Die drie overwegingen kies ik dan ook als indicatoren om de wetsonderdelen te vergelijken. Enerzijds laat ik zien hoe die overwegingen een rol speelden, anderzijds leg ik uit waarom het ene motief het andere versterkte, verzwakte of op een andere manier beïnvloedde en wat dat voor gevolgen had voor de gekozen wetsonderdelen. Ik leg uit hoe deze processen zich voltrokken en vergelijk ze om de verschillen aan te geven. Het antwoord op mijn hoofdvraag leid ik af uit die interactie.

Er zijn een aantal procedurele en contextuele overeenkomsten bij de politieke besluitvorming en politiek-economische parallellen tussen de maatregelen. Daardoor zijn een aantal factoren uit te sluiten of dusdanig overeenkomstig dat de doorslaggevende verschillen erdoor goed duidelijk worden. Zo zijn de wetten beide aangenomen gedurende bankencrises, maar lijken beide wetsonderdelen beperkt gericht op het aanpakken van de specifieke problemen en oorzaken van die financiële crises. Evenwel veroorzaakten de bijkomende economische crises sterke sentimenten bij

⁵ 109th US Congress, *H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Introduced February 12, 2010, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>; *The Economist*, “Obama and the banks - Glass-Steagall lite,” 22 januari 2010, bezocht op 25 oktober 2019, <https://www.economist.com/unknown/2010/01/22/glass-steagall-lite>.

⁶ Handel voor eigen rekening is het kopen en verkopen van obligaties, aandelen, commodity’s, valuta, en andere financiële producten met het geld van de financiële instelling zelf, en dus niet met het geld van klanten in opdracht van hen. Er is discussie over wat er precies onder valt. Market making, het opkopen van financiële producten of commodity’s om ze te verkopen met winst, valt er in principe niet onder als het gebaseerd is op een redelijkerwijs verwachte vraag van klanten. Maar de grens tussen market making en proprietary trading is niet altijd even duidelijk.

⁷ Private-equityfondsen of private-equityfirma’s worden ook wel participatiemaatschappijen genoemd.

⁸ Larry Neal and Eugene N. White, “The Glass–Steagall Act in historical perspective,” *The Quarterly Review of Economics and Finance* 52.2 (2012): 105, 111-112. Zo ontstond bijvoorbeeld uit J.P. Morgan & Co. (voorganger van het huidige JPMorgan Chase) de aparte investeringsbank Morgan Stanley.

⁹ Paul Volcker, “How to Reform Our Financial System,” *The New York Times*, January 31, 2010, <https://www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html>.

¹⁰ “Final Vote Results For Roll Call 413,” Clerk of the United States House of Representatives. <http://clerk.house.gov/evs/2010/roll413.xml> (bezocht op 9 juni 2019); David M. Herszenhornmay, “Bill Passed in Senate Broadly Expands Oversight of Wall St.,” *The New York Times*, 21 mei 2010, <https://www.nytimes.com/2010/05/21/business/21regulate.html?adxnnl=1&hpw=&adxnnlx=1274468424-GxWfvYMJmc8KDay0IN32jQ>; *The New York Times*, “Bank Reform Bill Swiftly Approved, 13 juni 1933, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/06/14/105392392.pdf>.

de bevolking, waardoor politieke actie in het financiële systeem gewenst was: evenredige periode-effecten. In het Amerikaanse Congres werden gedurende beide wetsprocessen vergelijkbare procedures gehanteerd. Zowel in 1933 als in 2010 waren er openbare hoorzittingen aan vooraf gegaan met veel media-aandacht.¹¹ Eveneens zijn er enkele opmerkelijke overeenkomsten tussen de achtergrond en denkrant van de hoofdrolspelers. Er is een vergelijkbare strijd tussen verschillende belangen(groepen), omdat beide wetsonderdelen banken met investeringstak raakten. Aldus beoordeel ik de impact van belangengroepen, kiezers, economische theorieën en de politieke atmosfeer op de politieke mechanismen en keuzes van de hoofdrolspelers.

De aangenomen bankwetten zijn een product van de drie verschillende soorten motivering en van de crisisperiode waarin ze zijn doorgevoerd. Ik stel de hoofdvraag: *Waarom is wetsonderdeel Glass-Steagall veel verstrekkender dan de Volcker Rule?* Daarbij vergelijk ik de processen die leidden tot het aannemen van Glass-Steagall in 1933 (als onderdeel van de Banking Act of 1933) en de Volcker Rule in 2010 (als onderdeel van de Dodd-Frank Act).

Mijn onderzoek richt zich op de invloed op en beweegredenen van degene die de wet maakten, steunden en aannamen. Het is vooral op de Senaat gericht, omdat daar deze specifieke wetsvoorstellen werden ingediend en besproken in de commissiehoorzittingen. Ik beperk me hoofdzakelijk tot de belangrijkste personen in het politieke proces. Dat zijn bij Glass-Steagall president Franklin D. Roosevelt, senator en indiener van de wetsartikelen Carter Glass en zijn rechterhand, adviseur Henry Parker Willis, die meeschreef aan de Banking Act of 1933.¹² Daarnaast bespreek ik de rol die bankier Winthrop Aldrich speelde in de wetsbeïnvloeding als belangrijkste vertegenwoordiger van het Rockefeller-blok van banken.¹³ Bij de Volcker Rule zijn de hoofdrolspelers president Obama en vicepresident Biden, die de regel publiekelijk en achter de schermen hebben bepleit en instigator van het wetsonderdeel en regeringsadviseur Paul Volcker.¹⁴ Ook Republikeins senator Brown had een belangrijke rol.¹⁵

Congresleden die verder veel impact konden hebben op het besluitvormingsproces zijn leden van de bankencommissies. Hun beweegredenen zijn zichtbaar in de commissieverslagen, stemmingen en debatten. De (individuele) motieven van andere Congresleden behandel ik niet, omdat dat te

¹¹ Charles W. Calomiris, *US bank deregulation in historical perspective* (Cambridge: Cambridge University Press, 2006); Louise Story, "In Washington, Battles in Two Rings," *The New York Times*, 28 april 2010, <https://www.nytimes.com/2010/04/28/business/28goldman.html>.

Dealbook, "Democrats Use Goldman to Push Bank Bill" *The New York Times*, 28 april 2010, bezocht op 12 augustus 2019, <https://dealbook.nytimes.com/2010/04/28/democrats-use-goldman-to-push-bank-bill/?rref=collection%2Ftimestopic%2FLevin%2C%20Carl>; Michael Perino, *The Hellhound of Wall Street: How Ferdinand Pecora's Investigation of the Great Crash Forever Changed American Finance* (New York: Penguin, 2010); U.S. Congress, Senate, Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, April 13, 2011, 112th Cong., 1st sess., 2011, [https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20\(FINAL%205-10-11\).pdf](https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20(FINAL%205-10-11).pdf).

¹² Committee on the History of the Federal Reserve System (U.S.), *Register of Papers: Henry Parker Willis, Entry 168, Box 7, Folder 4, Item 33, Committee on the History of the Federal Reserve System*, accessed on August 13, 2019, <https://fraser.stlouisfed.org/archival/1342#471997|472017|458464>.

¹³ Alexander Tabarrok, "The separation of commercial and investment banking: the Morgans vs. the Rockefellers," *Quarterly Journal of Austrian Economics* 1.1 (1998): 1-18.

¹⁴ Paul Volcker and Christine Harper, *Keeping at it: The Quest for Sound Money and Good Government* (New York: PublicAffairs, 2018), Chap. 15, "The New Financial World: Breakdown and Reform, Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

¹⁵ John Cassidy, "The Volcker Rule, Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill," *The New Yorker*, July 26, 2010, <https://www.newyorker.com/magazine/2010/07/26/the-volcker-rule>.

uitgebreid onderzoek vergt. Om te laten zien waarom een beweegreden achter een wetsonderdeel ligt, ga ik een aantal malen in op alternatieve wetsmaatregelen waar ook voor gekozen had kunnen worden.

Deze scriptie legt de bronnen en artikelen van Glass-Steagall naast gebeurtenissen om een volledig beeld te scheppen van het politieke proces rondom die wetsonderdelen. Vervolgens stel ik dezelfde vragen over de besluitvorming rondom de Volcker Rule. Eerdere wetenschappelijke onderzoeken bevatten veel nuttig onderzoek en raadpleeg ik dikwijls. Ik gebruik de debatverslagen, rapporten en hoorzittingen van de onderzoekscommissies, ingesteld door het Congres. Ze bevatten de politieke en economische argumenten van bankiers, politici, ambtenaren en werpen een licht op hoe de wetsonderdelen tot stand kwamen. De acties van hoofdrolspelers bevatten objectieve waarheden, net als de specifieke gebeurtenissen bij beide wetten die een rol hebben gespeeld. Van belang is ook een precieze lezing van de tekst van de wetsonderdelen, omdat daar de effecten van de verschillende beweegredenen in terug komen. Ook maak ik veel gebruik van journalistieke werken die veel vertellen over maatschappelijke sentimenten en die het politieke proces en politici analyseren.

1.2 Theorie

De vraag die ik probeer te beantwoorden is wat de motieven van hoofdrolspelers waren achter de invoering van de wetsonderdelen en hoe die tegen elkaar opwegen. Ik onderscheid als mogelijke motieven: economische argumenten in het publieke belang, politieke argumenten op basis van maatschappelijke sentimenten en draagvlak en de invloed van belangengroepen, geïnspireerd door Posner en Macey.¹⁶ Een wet kan door meerdere redenen gemotiveerd zijn en er is soms sprake van overlap tussen de verschillende argumenten en keuzes die gemaakt worden.

Bij publieke belangenwetgeving wordt door makers een afweging gemaakt op basis van bewijsbare of bewezen voor- en nadelen. Bij bankregulering wordt specifiek een beslissing genomen aan de hand van financieel-economische argumenten.¹⁷ Financieel-economische maatregelen dienen het bancaire systeem veiliger, stabiel, eerlijker en/of efficiënter maken.¹⁸ De keuze voor het publiek belang is voor een belangrijk gedeelte af te lezen aan het feit dat eventuele schade die door een wet toegebracht wordt aan burgers of instellingen, door de wetsontwerper (moreel) gerechtvaardigd kan worden en/of relatief klein en proportioneel is, waardoor grotere schade kan worden voorkomen. Daarnaast zullen de bedenkers en makers van wetten er vanwege hun positie enige voldoening uit kunnen halen dat ze hun eigen ideeën over het algemeen belang kunnen doorvoeren. Deze morele overwegingen en legitimatie en eigen invulling van het publieke belang verklaren tevens waarom politici überhaupt kiezen voor het maken van wetten op deze gronden.¹⁹ Financieel-economische overwegingen komen voort uit heersende theorieën. Belangrijke nuancering bij deze casussen is dat de analyse van de financiële en economische crises beperkt was, vanwege de relatief korte termijn waarop de wetten zijn aanvaard. De eerste deelvraag die ik probeert te beantwoorden bij de wetten is: *Hoe werden deze wetsonderdelen gedreven vanuit een motivatie voor het algemene belang, met*

¹⁶ Richard A. Posner, "Theories of Economic Regulation," *The Bell Journal of Economics and Management Science* 5, no. 2 (1974): 335-358. doi:10.2307/3003113; Jonathan R. Macey, "Special Interest Groups Legislation and the Judicial Function: The Dilemma of Glass-Steagall," *Emory Law Journal* 33, no. 1 (Winter 1984): 1-40.

¹⁷ Macey, "Special Interest Groups Legislation and the Judicial Function," 19.

¹⁸ Posner, "Theories of Economic Regulation," 335-336.

¹⁹ *Ibid.*, 340-341.

financieel-economische redenen? Dat doe ik in hoofdstuk 2.2 voor Glass-Steagall en in 3.2 voor de Volcker Rule.

Een tweede drijfveer bij wetgeving is het inspelen op maatschappelijke sentimenten voor politieke doeleinden, die ik ook wel als politieke argumenten aanduidt. Sentimenten, zoals ik ze definieer aan de hand van Smith en Wilson, hebben veelal een morele lading. Het gaat om emoties, die zijn omgezet in overtuigingen zoals dankbaarheid, wrok of afkeuring.²⁰ Maatschappelijke sentimenten komen het duidelijkst tot uiting in verkiezingen en worden sterk beïnvloed door de media. Maatschappelijke sentimentwetgeving wordt niet zozeer op economische gronden gerechtvaardigd, maar heeft draagvlak onder de bevolking, vaak ten koste van belangengroepen, waarvan men denkt dat ze de wet kunnen blokkeren.²¹ Politici spelen in op die sentimenten omdat ze er publieke en politieke steun mee krijgen, wat zich kan vertalen in verkiezingswinst, maar ook omdat het de geloofwaardigheid van (de wensen van) belangengroepen kan verminderen. Het motief van maatschappelijke sentimenten definieer ik dus als besluiten nemen op basis van verondersteld draagvlak onder kiezers met als doel politiek gewin. Op basis van deze definitie is mijn tweede deelvraag: *Hoe werden deze wetsonderdelen gedreven door politieke beweegredenen op basis van maatschappelijke sentimenten?* Deze vraag beantwoord ik in hoofdstuk 2.3 voor Glass-Steagall en 3.3 voor de Volcker Rule. Economische argumenten zullen door politici worden ingezet als ondersteuning van wetten, als ze makkelijk uit te leggen zijn en populaire en geen impopulaire componenten bevatten. Het motief is dan dus wel anders: het gaat om het gebruiken en/of verwerven van draagvlak met politieke doeleinden en niet om financieel-economische verbeteringen an sich. Er kan ook nog sprake zijn van 'economische' gelegenheidsargumenten: de redenen die dan genoemd worden, zijn wel in economische termen geformuleerd, maar hebben maar hebben een zwakke economisch gefundeerde basis. Dan beschouw ik ze als politieke argumenten.

Er is sprake van een keuze voor een maatregel op basis van de wensen van belangengroepen als wetsontwerpers zich laten beïnvloeden door lobby's die een beperkte groep belangen vertegenwoordigen, maar die hun (economische) invloed kunnen laten gelden. Belangengroepen kunnen campagnes financieren of politici of banen aanbieden.²² De invloed van belangengroepen op wetgeving is veelal zichtbaar in de wetgeving.²³ De wensen van belangengroepen zijn vaak wat specifiekere dan maatschappelijke sentimenten of publieke belangen. Er kunnen wel politieke voordelen aan verbonden zijn, maar politici kiezen specifiek voor de wensen van bepaalde belangengroepen en niet voor maatschappelijk wensen of economische argumenten, tenzij die hetzelfde zijn. Er is meestal een strijd gaande tussen belangengroepen onderling, om de voordelen voor hun belangengroep te maximaliseren.²⁴ Ik ga hoofdzakelijk in op financiële instellingen als belangengroep, omdat zij zeer direct geraakt worden en hun invloed goed te onderzoeken is. Deze instellingen hebben financiële mogelijkheden om een disproportionele druk uit te oefenen en hebben grote belangen bij dit type wetgeving. Andere mogelijke belangengroepen zijn spaardersverenigingen, wiens belang echter ook vertegenwoordigd wordt door maatschappelijke sentimenten, omdat het gros van de bevolking spaarder was. De gevolgen van invloed van belangengroepen behandel ik met de vraag: *Hoe werden deze wetsonderdelen beïnvloed door belangengroepen?* Dat doe ik in hoofdstuk 2.4 voor Glass-Steagall en 3.4 voor de Volcker Rule.

²⁰ Vernon L. Smith and Bart J. Wilson, *Humanomics: Moral Sentiments and the Wealth of Nations for the Twenty-First Century* (Cambridge: Cambridge University Press, 2019), doi:10.1017/9781108185561, 21-25.

²¹ Macey, "Special Interest Groups Legislation and the Judicial Function," 19.

²² Posner, "Theories of Economic Regulation," 347.

²³ Macey, "Special Interest Groups Legislation and the Judicial Function," 19.

²⁴ Posner, "Theories of Economic Regulation," 336.

1.3 Historisch debat

De Amerikaanse financiële sector is vrij complex gereguleerd, waardoor wetmatige aanpassing soms onverwachte effecten heeft, ten opzichte van de oorspronkelijke bedoelingen.²⁵ Een aantal steeds terugkerende conclusies in het debat over Glass-Steagall zijn de volgende. Carter Glass was de drijvende kracht achter het wetsonderdeel en kreeg de Democratische Partij zover om de verplichte functiescheiding van banken te steunen, nadat hij er al jaren voor had gepleit.²⁶ Glass en economisch adviseur Parker Willis geloofden in de juistheid van de financieel-economische en monetaire theorie 'the real bills doctrine,' die als inspiratie diende voor het wetsonderdeel.²⁷ Meltzer, Perkins en More stellen dat Glass bevestiging van deze theorie zag in de beursdalingen tussen 1929 en 1933. Jarenlang hadden consumentenbanken via geaffilieerde effectenhuizen²⁸ ('security affiliates') effecten verhandeld, door zijn federale bankregels te omzeilen.²⁹ Met Glass-Steagall moesten de banken hen afscheiden, waarmee Glass dacht aan misstanden, belangenverstrengeling en verkeerde geldstromen een einde te maken.³⁰

Er is vooral discussie over welke financieel-economische argumenten nou de boventoon voerden bij Glass en binnen de bankencommissie. Econoom Benston wijst op basis van de Congresonderzoeksverslagen erop dat de verschillende Senaatshoorzittingen geen goede economische rechtvaardiging van een functiescheiding gaven en sommige situaties bewust verkeerd voorstelden.³¹ Dat betekent mijns inziens echter niet dat politici niet alsnog door die overtuigingen gemotiveerd werden. Veel politiek-historische analyses gaan er wel van uit dat de Pecora-hoorzittingen forse impact hadden op maatschappelijke (anti-bank)sentimenten, de geloofwaardigheid van zakenbanken en daarmee hun invloed. Politici waren minder vatbaar voor hun argumenten, raakten zelf sterker overtuigd en wilden met bankregulering op die sentimenten inspelen.³²

²⁵ Charles W. Calomiris and Stephen H. Haber, *Fragile by design: The political origins of banking crises and scarce credit*, Vol. 48 (Princeton: Princeton University Press, 2014); Philip A. Wallach, "Competing Institutional Perspectives in the Life of Glass-Steagall," *Studies in American Political Development* 28, no. 1 (2014): 26-48.

²⁶ Edwin J. Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History," *Banking Law Journal* 88 (1971): 518; "The Democratic Party Platform June 30, 1932", Pepperdine School of Public Policy, bezocht op 17 juni 2019, <https://publicpolicy.pepperdine.edu/academics/research/faculty-research/new-deal/1930s-party-platforms/democ.htm>;

²⁷ George J. Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered* (London: Macmillan, 1990), 29, 216-217; Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 501, 516-517.

²⁸ Ik spreek over geaffilieerde effectenbedrijven of effectenhuizen als vertaling van security affiliates. Het gaat om ondernemingen die geen officieel deel uitmaken van hun moederbank, maar wel toegang hebben tot het kapitaal ervan en door hetzelfde bestuur worden aangestuurd. Een 'branch' vertaal ik als een filiaal, omdat het juridisch een hele ander betekenis heeft dan een 'affiliate' in de Amerikaanse bankensituatie.

²⁹ Allan H. Meltzer, *A History of the Federal Reserve. Vol. 1, 1913-1951 / with a Forew. by Alan Greenspan* (Chicago, IL: University of Chicago Press, 2003), 417; Dan More, "The Virtues of Glass-Steagall: An Argument against Legislative Appeal," *Columbia Business Law Review* 1991, no. 3 (1991): 440-442; Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 499-500.

³⁰ Eugene Nelson White, "Before the Glass-Steagall Act: An analysis of the investment banking activities of national banks," *Explorations in Economic History* 23.1 (1986): 39; Meltzer, *A History of the Federal Reserve*, 53, 70-71, 417; David Glasner, "The real-bills doctrine in the light of the law of reflux," *History of Political Economy* 24.4 (1992): 867-868, 876-877. Charles W. Calomiris, "The political lessons of Depression-era banking reform," *Oxford Review of Economic Policy* 26.3 (2010): 540-542, 549.

³¹ Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking*, 13-14, 18-19, 22, 46-48.

³² Tabarrok, "The separation of commercial and investment banking," 7; Susan Estabrook Kennedy, *Banking Crisis of 1933* (Lexington: University Press of Kentucky, 2014), Accessed June 21, 2019, ProQuest Ebook Central,

Wat betreft de invloed van belangengroepen zijn er ook een aantal belangrijke werken geweest. Onder andere op basis van persoonlijke correspondentie van FDR, Glass en een aantal prominente bankiers laten Tabarrok en Prins zien dat de wetsonderdelen ook werden gesteund en gestuurd door een belangrijke belangengroep, namelijk banken die onderdeel waren van de zogenaamde Rockefeller-group.³³ Dit blok van bedrijven en banken probeerde met de wetgeving de macht van concurrent J.P. Morgan & Co. en aanverwante banken te breken, waarvan het verdienmodel juist was gebaseerd op het combineren van consumentenactiviteiten en investeringsactiviteiten.³⁴ Ferguson laat zien hoe en waarom deze belangengroep zich achter de Democraten had geschaard in die periode.³⁵ Macey en Shughart stellen dat de belangengroep investeringsbankiers consumentenbanken konden uitschakelen als concurrent, doordat de laatste groep in een zwakke onderhandelingspositie zat.³⁶

Over de politieke besluitvorming over de Volcker Rule en de Dodd-Frank Act is nog nauwelijks academisch debat gevoerd. Wel hebben veel onderzoeksjournalisten, biografen en andere media de gebeurtenissen verslagen en becommentarieerd. Er is door hen vastgesteld dat de aankondiging van de Volcker Rule een reactie was op een tussentijdse verloren Senaatsverkiezing. De regering-Obama besloot daarom tot een strengere aanpak van banken, waarvan de redding met honderden miljarden belastinggeld nog vers in het geheugen van de kiezer lag, met de keuze voor de Volcker Rule. Skeel en Gary maken de koppeling tussen de politieke wensen en de gevolgen van de wetgeving. Zij zien het als logische maatregel tegenover het Too-Big-To-Fail probleem, maar merken ook op dat banken er relatief beperkt door geraakt werden.

Het boek van Eichengreen vergelijkt de reactie van overheden in de Grote Depressie en Recessie, maar neemt een veel breder perspectief wat betreft wetgeving (alle doorgevoerde maatregelen en het monetaire beleid van de centrale banken) en wat betreft landen.³⁷ Zijn belangrijkste conclusie is dat de Grote Recessie uiteindelijk veel minder schade veroorzaakte bij het bankwezen, waardoor steun voor echt radicale maatregelen ontbrak. Daarom is volgens hem de Dodd-Frank Act, waar de Volcker Rule onderdeel van uitmaakte, ook veel minder ingrijpend dan de Banking Act of 1933.³⁸

Eerdere publicaties hebben weliswaar het besluitvormingsproces beschreven, de politieke actoren en hun acties, maar hebben geen uitgebreide analyse van de congresverhoren en debatten gedaan of opgenomen in het eindwerk. Anderen hebben wel zo'n analyse gedaan, zoals Benston, maar hebben die niet toegespitst op de vraag die ik stel. Ik probeer te kijken in hoeverre de verschillende motivaties nou een rol speelden en zich tot elkaar verhielden. Bijvoorbeeld: Als de hoorzittingen inderdaad de weg vrij maakten voor de functiescheiding, terwijl ze daar (volgens veel economen)

<https://ebookcentral.proquest.com/lib/uunl/detail.action?docID=1915807>, 204-205, 212-213, 223; Ron Chernow, *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance* (New York: Grove Press, 2010), Ebook, Chap. 18, "Midget;" Perino, *The Hellhound of Wall Street*.

³³ Alexander Tabarrok, "The separation of commercial and investment banking: the Morgans vs. the Rockefellers," *Quarterly Journal of Austrian Economics* 1.1 (1998): 1-18.

³⁴ Nomi Prins, *All the Presidents' Bankers: The Hidden Alliances that Drive American Power*, (New York: Nation Books, 2014), Ebook, Chap. 6, "The Early 1930s: Tenuous Times, Tax-evading Titans."

³⁵ Thomas Ferguson, "From Normalcy to New Deal: Industrial Structure, Party Competition, and American Public Policy in the Great Depression," *International Organization* 38, no. 1 (1984), <http://www.jstor.org/stable/2706601>, 41-94.

³⁶ Macey, "Special Interest Groups Legislation and the Judicial Function," 4-5, 15; William F. II Shughart, "A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933," *Cato Journal* 7, no. 3 (Winter 1988): 605-606, 608-610, 612.

³⁷ Barry Eichengreen, *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses-And Misuses-of History* (Cary: Oxford University Press, Incorporated, 2015). ProQuest Ebook Central, Introduction: 1-14.

³⁸ Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 318.

financieel-economisch geen directe aanleiding voor gaven, hoe heeft dat zich dan afgespeeld? Zo leken de commissieverhoren paradoxaal genoeg wel fundamenteel voor de kanteling van de publieke opinie ten faveure van strenge bankwetgeving.³⁹ Economen hebben zich hoofdzakelijk gericht op de correctheid van de economische theorieën, de argumenten van de betrokkenen en de gevolgen van het financiële systeem. Maar ik probeer meer te kijken of politici overtuigd zijn van hun economische argumentatie. En ik kijk in hoeverre ze zich verhouden tot politieke, morele en culturele argumenten, die ook in de samenleving speelden. Daarnaast probeer ik deze motiveringen te balanceren met de invloed van belangengroepen.

³⁹ Charles W. Calomiris, *US bank deregulation in historical perspective*.

2. Glass-Steagall

2.1 Crisis en besluitvorming

Ik zal eerst de gebeurtenissen en besluitvorming samenvatten. Het Amerikaanse bankwezen was een ingewikkelde lappendeken van regels en toezichthouders. Er bestonden banken met een federale banklicentie, onderdeel van het Federale Reserve System.⁴⁰ Daarnaast waren er banken met een banklicentie van een staat, die enkel door de desbetreffende staat gereguleerd en gecontroleerd werden.⁴¹ De grote meerderheid van de Amerikaanse banken had maar één filiaal, omdat beide type banken onderhevig waren aan restricties van hun staten wat betreft bankfiliaaluitbreiding, 'branching'.⁴² Deze kleine banken, zogenaamde 'unit banks,' konden door het gebrek aan schaal nauwelijks risico's spreiden en gingen vaak failliet.⁴³

Consumentenbanken, vooral in de grote steden, waren aan het begin van de 20^e eeuw gaan diversifiëren met nieuwe verdienmogelijkheden. De uitgifte van de 'Liberty Bonds', staatsobligaties tijdens de Eerste Wereldoorlog, was een belangrijke katalysator. Het was de intrede van consumentenbanken in de effectenhandel. Staatsobligaties waren echter de enige effecten waar consumentenbanken direct in mochten handelen. Daarom stapten veel banken in de jaren '20 via een aan hen geaffilieerd effectenbedrijf, in de handel in effecten.⁴⁴ Ze gingen aandelen en obligaties kopen, verkopen en garanderen ('underwriting'⁴⁵).⁴⁶ Deze effectenhuizen vielen niet onder de strenge bankwetgeving, maar onder de gewone bedrijfswetgeving van staten. Vooral banken met federale banklicenties maakten gebruik van deze constructie.

De McFadden Act, ingevoerd in 1927, zorgde voor een extra stimulans, door het volledig verbieden van het bezitten van bankfilialen in andere staten dan het hoofdkantoor van de desbetreffende bank.⁴⁷ Dat maakte het nog aantrekkelijker om geaffilieerde (effecten)bedrijven te openen.⁴⁸ Die telden immers niet als bankfiliaal. Door de constructie konden banken kredietverstrekking en sparen

⁴⁰ Ze werden National banks genoemd en hadden ook national in de naam zitten, bijv. National City Bank. Ze heten National banks omdat ze vielen onder de National Banking Act of 1864, die zorgde voor een federale banklicentie met federale regulering en toezicht. Na de Federal Reserve Act van 1913 werden ze verplicht onderdeel van het Federal Reserve System.

⁴¹ De Amerikaanse term is 'state-chartered banks,' of soms 'state banks.'

⁴² Ook een National bank was binnen een staat gebonden aan de regels van die staat wat betreft branching etc.

⁴³ Calomiris, *Fragile by design*, 154, 182-183.

⁴⁴ Ik gebruik de term geaffilieerde of gelieerde effectenhuizen of effectenbedrijven als vertaling van 'security affiliates'. Dit om het te onderscheiden van een bankfiliaal, in het Amerikaans 'branch,' die juridisch wel onderdeel is van een bank.

⁴⁵ Underwriting is het garanderen of verzekeren van de prijs van een effect (aandeel of obligatie) bij de uitgifte ervan, bijvoorbeeld bij een IPO. De underwriter krijgt geld voor de garantie dat hij de effecten zal opkopen tegen een van tevoren bepaalde prijs, als de potentiële kopers niet of te weinig geïnteresseerd blijken te zijn.

⁴⁶ White, "Before the Glass-Steagall Act: An analysis," 33.

⁴⁷ Federal Reserve Bank of St. Louis. "Law Department, The McFadden bill (H. K. 2)," in *Federal Reserve Bulletin* (Maart 1927): 181-186.

https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=20663&filepath=/docs/publications/FRB/1920s/frb_031927.pdf

⁴⁸ H. Parker Willis, "The Banking Act of 1933--An Appraisal," *The American Economic Review* 24, no. 1 (1934): <http://www.jstor.org/stable/1805893>, 104.

combineren met investeringsactiviteiten.⁴⁹ Het aantal aan consumentenbanken geaffilieerde effectenhuizen was in 1931 meer dan vertienvoudigd ten opzichte van 1922.⁵⁰

Op *Zwarte Donderdag*, 24 oktober 1929, kelderden de Amerikaanse beurzen en begon de Grote Depressie. De Amerikaanse bancaire sector werd hard geraakt in de periode na de beurskrach. Tot en met 1933 vielen 10.000 banken om. De kleine banken met een staatslicentie, veelal agrarische banken, ver weg van New York, werden het hardst getroffen in deze bankencrisis. Van de failliete banken had 88% een kapitaal van minder dan \$100,000.⁵¹

De toen nog Republikeinse Senaat stelde in 1931 een subcommissie van de vaste bankencommissie aan met als bedoeling maatregelen te onderzoeken om stabiliteit terug te brengen in het bankensysteem.⁵² Als logische vervolgstap nam de Senaat een jaar later een resolutie aan om de vaste bankencommissie hoorzittingen te laten houden ten behoeve van een nieuwe bankenwet, die eindigden op 30 maart 1932.⁵³ Destijds gedane wetsvoorstellen van Glass om de effectenbedrijven te scheiden van de banken, strandden echter in het Congres.⁵⁴

President Hoover had ondertussen de val van de aandelenkoersen lange tijd aangekeken, maar vroeg pas in februari 1932, aan de vaste bankencommissie om ook de effectenhandel te onderzoeken.⁵⁵ Hij wilde vooral iets laten doen aan short selling, waarmee handelaren profiteerden van de beursdalingen.⁵⁶ De Republikeinse voorzitter Norbeck van de vaste bankencommissie kreeg echter geen belangrijke misstanden boven tafel. Ondertussen zorgden de verkiezingen in november '32 voor een Democratische Senaat, President en dus ook bankcommissievoorzitter, maar die namen hun plek pas in vanaf maart 1933. Norbeck hoopte op een laatste kans van slagen toen hij vlak na de verkiezingen advocaat Ferdinand Pecora vroeg om het onderzoek te volbrengen.⁵⁷ Pecora verrichte in de eerste maanden van 1933 een wonder. Hij onthulde tal van misstanden in de effectenhandel en bij investeringsbanken door felle ondervraging tijdens de hoorzittingen.⁵⁸

Op 4 maart namen het nieuwe Congres, de nieuwe bankencommissie en de nieuwe president hun plek in.⁵⁹ Pecora werd vanwege zijn succes herbenaemd in zijn onderzoeksopdracht.⁶⁰ Op de dag na

⁴⁹ Randall S. Kroszner and Raghuram G. Rajan, "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933," *The American Economic Review* 84, no. 4 (1994): 812.

⁵⁰ James S. Ang and Terry Richardson, "The underwriting experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act: A re-examination of evidence for passage of the act," *Journal of Banking & Finance* 18.2 (1994): 356-357; White, "Before the Glass-Steagall Act: An analysis," 34-36.

⁵¹ Shughart, "A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933," 599-600, 602.

⁵² U.S. Congress, Senate, Subcommittee of the committee on Banking and Currency, *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Hearings before a Subcommittee on Banking and Currency*, 71th Cong., 3rd sess., 1931, Part 1: Front Page, Part 4: 561.

⁵³ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Hearings before a Committee on Banking and Currency on a bill*, 72th Cong., 1st sess., March 23-25, 1932, Part 1: Front page.

⁵⁴ Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking*, 219.

⁵⁵ Perino, *The Hellhound of Wall Street*, chap. 1.

⁵⁶ Arthur M. Schlesinger, *The Coming of the New Deal: 1933-1935, The Age of Roosevelt, Vol. 2* (New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2003), chap. 27, I; U.S. Congress, Senate, Committee/Subcommittee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices: Hearings before the (Sub)Committee on Banking and Currency*, 72nd Cong., 1st sess., April 11, 1932 – January 12, 1933, <https://fraser.stlouisfed.org/title/87>, Part 1:1.

⁵⁷ Perino, *The Hellhound of Wall Street*, chap. 1.

⁵⁸ Ibid., chap. 4.

⁵⁹ U.S. Congress, Senate, (Sub)Committee, *Stock Exchange Practices: Hearings*, 1932, 1.

⁶⁰ Ibid., Part 9: Front Page.

zijn inauguratie sloot Roosevelt alle banken uit voorzorg tot de invoering van een noodbankwet, vier dagen later. Twee dagen daarna introduceerde Glass een permanente bankwet in het congres.⁶¹ Op 16 juni werd deze Banking Act of 1933, inclusief de Glass-Steagall onderdelen, aangenomen.⁶²

De Glass-Steagall wetsonderdelen die worden besproken, waren secties 16, 20, 21, en 32. Consumentenbanken werd geheel verboden om met spaargeld effecten kopen, tenzij in opdracht van de klant. Ook mochten ze geen effecten meer garanderen bij uitgiftes. Een consumentenbank kon nog maar een klein percentage van zijn totale kapitaal investeren in aandelen of obligaties, met uitzondering van enkele veilig geachte investeringen. Andersom werd investeringsbanken die in effecten handelden, de mogelijkheid ontzegd om spaarrekeningen te beheren. Verder bepaalde de wet dat banken niet geaffilieerd meer mochten zijn met (meerderheidsaandeel bezitten van) een effectenbedrijf. Zo werd de constructie die voor de crisis zo populair was, onmogelijk gemaakt. Sectie 32 zorgde ervoor dat mensen niet tegelijkertijd in dienst mochten zijn van een effectenbedrijf en een bank.⁶³

2.2 Financieel-economische argumenten in het publieke belang voor Glass-Steagall

Deze paragraaf gaat in op de vraag: *Hoe werd Glass-Steagall gedreven vanuit een motivatie voor het algemene belang, met financieel-economische redenen?* Ik zal uitleggen waarom de makers en medestanders van de wetsonderdelen daadwerkelijk en cruciaal ook financieel-economisch gemotiveerd werden met oog voor het publieke belang. Belangrijkste bron om te zien of hoofdrolspelers gemotiveerd werden en handelden na afweging van financieel-economische argumenten, zijn de hoorzittingen van de bankencommissie van de Senaat en het eindrapport ter voorbereiding van deze wetgeving. Hierin komen bankiers, wetenschappers aan het woord die worden bevraagd door de senatoren. Daarnaast maak ik gebruik van verslagen van het Pecora-onderzoek, publieke uitspraken en journalistieke verslaglegging van de gebeurtenissen. Voorts beschouw ik eerdere Congressionele verslagen en wetenschappelijke becommentariëring van de economische argumenten en het wetsproces.

Ik bespreek twee financieel-economische argumenten voor de Glass-Steagall wetsonderdelen die zijn aangevoerd door de hoofdrolspelers: de bescherming van de effectenhandel tegen overmatige geldstromen en de bescherming van consumenten en het bankensysteem door de problemen die samenvallen met functievermenging in een bank weg te nemen.

2.2.1 Het beschermen van de effectenbeurzen tegen bancaire geldstromen

Een van de twee financieel-economische beweegredenen voor de functiescheiding, die door Glass cum suis is aangevoerd, gaat als volgt. Het is het financiële en monetaire argument dat consumentenbanken geen geld zouden moeten steken in de effectenhandel. Via de aan hen geaffiliëerde effectenhuizen konden consumentenbanken spaargeld pompen in de effectenmarkten,

⁶¹ Perino, *The Hellhound of Wall Street*, Epilogue.

⁶² U.S. Congress, House, *Banking Act of 1933*, HR 5661, 73rd Cong., 1st sess., introduced in House May 19, 1933,

https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_hrep150.pdf.

⁶³ Federal Reserve Bank of St. Louis. *Banking Act of 1933* (June 16, 1933),

https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=15952&filepath=/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf.

terwijl dat een 'kunstmatige' stimulans van de effectenprijzen en -markten was. Daardoor werden fondsen weggedreven van fysieke productie en handel, wat kwalijk was volgens de real bills doctrine.⁶⁴ Deze real bills doctrine is zowel een monetaire als bancaire theorie met wortels in het werk van Adam Smith. Het centrale idee is dat als banken enkel lenen tegen producten met 'reële waarde', de waarde van geld evenredig blijft en de bankactiva dus ook hun waarde behouden. In deze denktrant bestonden er dus reële en niet-reële waardepapieren ('(non)real bills').⁶⁵ Ik zal eerst aangeven waaruit blijkt dat Willis, Glass en andere senatoren door deze argumenten gedreven werden en het niet enkel gelegenheidsargumenten waren. Vervolgens zal ik bespreken in hoeverre deze economische argumenten zijn gewogen en leidden tot de wetsonderdelen.

Het idee dat de banken met federale licentie, die daardoor ook geldschepper waren, geen geld zouden moeten steken in de effectenhandel, maar enkel in de handel en industrie leefde al langer bij Glass en deze ideeën waren door hem en financieel adviseur Parker Willis deels verwerkt in de Federal Reserve Act of 1913.⁶⁶ Glass zag een volledige en zeer strikte functiescheiding dan ook als geheel in lijn met "intentions of Congress in instituting it," blijkens twee stukken in The New York Times nog voor de beurskrach.⁶⁷ Glass had al in 1925, bij het bespreken van de McFadden Act, bezwaar gemaakt tegen de investeringsactiviteiten van consumentenbanken. Destijds werd een amendement ingediend (maar niet aangenomen) om de constructie te legaliseren door alle banken toe te staan (direct) in effecten te gaan handelen. Glass vond het ongepast om een wetsontwijkende praktijk te legaliseren en twijfelde openlijk of staten wel voldoende beperkingen oplegden aan de activiteiten van banken in de effectenhandel.⁶⁸ Twee maanden voor Zwarte Donderdag sprak Glass in een ingezonden brief in The New York Times nog zijn zorgen uit over bankleningen aan effectenhandelaren en excessieve speculatie.⁶⁹ Hij wenste beperkingen op de mogelijkheden van banken om mee te doen in de effectenhandel.⁷⁰ Na de plotselinge daling van de beurskoersen pleitte hij direct voor het straffen van banken die daarbij betrokken waren, vanwege hun onverschilligheid ten opzichte "the real commercial and industrial interests of the nation."⁷¹

Zijn naaste medewerker, Columbia-professor Parker Willis was adviseur van de bankencommissie.⁷² Hij zei in hoorzittingen van de bankencommissie in 1928 dat een bank zijn kapitaal in de juiste kanalen moest inzetten, waar de belangen van een samenleving mee gediend waren.⁷³ In zijn analyse

⁶⁴ Perkins, "The divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 507; White, "Before the Glass-Steagall Act: An analysis," 39.

⁶⁵ David Glasner, "The real-bills doctrine in the light of the law of reflux," *History of Political Economy* 24.4 (1992): 867-868, 876-877.

⁶⁶ Glasner, "The real-bills doctrine in the light of the law of reflux," 867-868, 876-877.

⁶⁷ *The New York Times*, "Glass Scores Drift Of Reserve System," 7 juni 1928, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1928/06/07/95582953.pdf>; Carter Glass, "Stock Gambling: Senator Glass's Views Differ From Those of Dr. Meeker," *The New York Times*, 21 augustus 1929, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/08/21/91923188.pdf>.

⁶⁸ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Consolidation of National Banking Associations: Hearings before the Committee of Banking and Currency on S. 3316 and H. R. 8887*, 68th Cong., 2nd sess., January 19, 1925, <https://hdl.handle.net/2027/umn.31951d01284818m>, 110-112; Edwin J. Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History," *Banking Law Journal* 88 (1971): 494-495.

⁶⁹ Perkins, "The divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 498-499.

⁷⁰ Glass, "Stock Gambling: Senator Glass's Views Differ From Those of Dr. Meeker."

⁷¹ Carter Glass, "Glass Urges Curb on Stock Gambling: Senator Glass's Letter," *The New York Times*, 9 november 1929, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/11/09/94204544.pdf>.

⁷² Perkins, "The divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 501, 516-517.

⁷³ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Brokers' Loans, Hearings before the Committee of Banking and Currency on S. 113*, 70th Cong., 1st sess., February 9, 29 and March 7, 1928, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1928sen_brokersloans.pdf, 23-25.

in 1930 van de beurskrach schreef Willis: "our Federal Reserve System [...] was fundamentally and primarily a cause of the panic of 1929 by permitting the use of banking funds in an unduly large degree and without adequate protection, in promoting speculation."⁷⁴ Ook hij wees naar de aan banken geaffilieerde effectenbedrijven als problematische constructies, waar bankmiddelen niet meer werden gebruikt voor "sound commercial paper."⁷⁵ In zijn rechtvaardiging van de Banking Act achteraf schreef hij: "The failure to insist upon the pursuit of commercial practices in banking and the pretense of an absence of commercial paper in member banks led to the development of the huge speculative account [...] which was so notorious as a primary cause of the speculative debacle of the late twenties."⁷⁶

Glass en Willis waren dus al ruim voor aanvang van de beurskrach overtuigd dat consumentenbanken niet via geaffilieerde effectenbedrijven de effectenmarkten op moesten gaan. In de bankencommissie van de Senaat zaten meer aanhangers van de real bills doctrine, zoals Brookhart en Fletcher en vond Glass steun voor zijn argument.⁷⁷ Brookhart "said he was in favor of a law that would forbid the widespread use of banking resources in speculation."⁷⁸ Als reactie op de instortende aandelenmarkten diende Glass in 1930 een eerste wetsvoorstel in om, in zijn woorden, een veiliger en effectiever gebruik van de middelen van banken te verzekeren, om onnodig gebruik voor speculatieve activiteiten te voorkomen. Dit voorstel beperkte leningen van banken aan hun geaffilieerde effectenhuizen tot 10 procent van het eigen vermogen.⁷⁹ Dit voorstel haalde het niet, maar was wel de eerste aanzet tot het onderzoek en de uiteindelijke wetsartikelen. Er moest iets gedaan worden aan de hoeveelheid geld die banken hadden geleverd voor de effectenhandel, aldus Glass.

Deze economische overweging en ideeën over maatregelen zijn uitgebreid bediscussieerd en gewogen. In hoorzittingen van de Senaatscommissie tussen 1931 en 1933 over hervorming van het bankensysteem ontstond al vrij snel een consensus dat de constructie van geaffilieerde effectenhuizen aangepakt diende te worden. Er heerste bij senatoren van beide partijen nogal onvrede over het feit dat consumentenbanken op deze manier de wet ontweken, en daar ook nog eens geld mee verdienden, via het speculeren met spaargeld.⁸⁰ Dat maakte ze gevoelig voor het theoretisch geladen financieel-economische argument dat de effectenhandel niet met overmatig veel geld van banken moest worden gefinancierd. Ze leken onderwijl overtuigd dat speculatieve activiteiten van de ongereguleerde geaffilieerde effectenhuizen mede debet waren aan de beursval, ook al omdat er niet of nauwelijks toezicht op was.⁸¹ Fed-bestuurder Miller getuigde: "If we had not had these affiliated institutions in 1928 and 1929, we should not have had as bad a situation,

⁷⁴ H. Parker Willis, "Who Caused the Panic of 1929?," *The North American Review* 229, no. 2 (1930), <http://www.jstor.org/stable/25110946>, 177.

⁷⁵ Willis, "Who Caused the Panic of 1929?," 180.

⁷⁶ Willis, "The Banking Act of 1933--An Appraisal," 103.

⁷⁷ *The New York Times*, "Congress Inquiry Likely Into Stock Speculation: Mitchell Explains Stand, Glass Attack Supported – Norris and Fletcher Join Demand That Mitchell Quit Reserve Post.," 30 maart 1929, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/03/30/95896908.html>.

⁷⁸ *The New York Times*, "Congress Inquiry Likely Into Stock Speculation."

⁷⁹ *The New York Times*, "Glass Offers Bill to Nip Speculation," 18 juni 1930, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1930/06/18/97806924.pdf>.

⁸⁰ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 14-22, 116-117, 235-236, 307.

⁸¹ *Ibid.*, 14-22, 116-117, 120-121, 147-148, 235-236, 298-300, 342.

speculatively, as we have had.”⁸² De tweede ronde hoorzittingen keek dan ook specifiek naar het voorkomen van misbruik van geld voor speculatieve praktijken en betere controle daarvan.⁸³

De voorgestelde functiescheiding van banken met investeringsactiviteiten en banken met spaargeld kon echter niet rekenen op steun van alle geïnterviewde personen en commissieleden.⁸⁴ Senatoren wilden sowieso wel iets doen aan de (problemen van) geaffilieerde effectenbedrijven, maar zagen ook beter toezicht en regulering als mogelijke oplossing.⁸⁵ De bankiers die door de commissie gehoord werden, vonden de overmatige speculatie eveneens een probleem, maar zagen de geaffilieerde (effecten)bedrijven toch als nuttig instrument om extra financiële diensten aan te bieden.⁸⁶ Sommige bankiers en medewerkers van de spraken zich uit tegen een functiescheiding, vanwege de mogelijke deflationaire effecten daarvan.⁸⁷ Alhoewel ook enkele bankiers de constructie van effectenbedrijven en moederbanken als onwenselijk zagen.⁸⁸

De bankiers weerspraken dus niet het gevormde beeld dat er door middel van de constructie gemakkelijk teveel geld van banken naar de effectenhandel kon gaan, met inflatie als gevolg: “WILLIS. NO undue inflation or attempt to advance local stock, or anything of that kind? Mr. ROBINSON (bankier). Through the affiliates? Mr. WILLIS. Yes; through the affiliates with the use of the bank's money. Mr. ROBINSON. NO; I know of no instance. I am surprised it has not happened.”⁸⁹ Zo ontstond binnen de bankencommissie steun voor het argument dat banken minder geld in effectenhandel moesten steken en het idee dat een functiescheiding daar aan bij zou dragen. De real bills doctrine beïnvloedde de denktrant. In het eindrapport van het onderzoek naar het bankensysteem van de Senaat stond dat er te laks bankbeleid was gevoerd en dat leningen voor effectenhandel waren ingezet in plaats van commerciële activiteiten.⁹⁰

De gebeurtenissen leken de argumentatie bovendien extra gewicht te geven. Een blik op de effectenmarkten wees immers naar geaffilieerde effectenbedrijven als probleemveroorzaker. Het aandeel van consumentenbanken in de effectenhandel was namelijk enorm gestegen in de jaren '20.⁹¹ Het feit dat die markt in 1930 totaal instortte betekende een correlatie. Perkins wijst er daarnaast op dat progressieven in die tijd geloofden dat teveel competitie op de effectenmarkten had geleid tot de speculatiemanie, die dus was aangezwengeld door de intrede van consumentenbanken.⁹² De uitspraken in de hoorzittingen deden weinig af aan deze these. De zorgen hierover en de afkeuring van de senatoren over de wetsontwijking maakte al snel dat de focus lag op de nadelen van de specifieke constructie. Terwijl private effectenhandelaren net zo goed leningen

⁸² Ibid., 148.

⁸³ U.S. Congress, Senate, Committee, *Operation of the Banking Systems: Hearings on a bill*, Part 1: Front page.

⁸⁴ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 301-302; U.S. Congress, Senate, Committee, *Operation of the Banking Systems: Hearings on a bill*, 42-43.

⁸⁵ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 258, 264-265, 272, 280, 342.

⁸⁶ Ibid., 183-186, 191-194, 416.

⁸⁷ U.S. Congress, Senate, Committee, *Operation of the Banking Systems: Hearings on a bill*, 17-20, 23-28, 46-47, 82, 91, 142; Perkins, “The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History,” 510-11.

⁸⁸ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 231.

⁸⁹ Ibid., 340.

⁹⁰ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Report (to Accompany S. 631)*, 73rd Cong., 1st sess., 1933, S. Rep. 77, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_senrep77.pdf, 4.

⁹¹ Perkins, “The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History,” 499-500; Meltzer, *A History of the Federal Reserve*, 417; White, “Before the Glass-Steagall Act: An analysis,” 33, 37.

⁹² Perkins, “The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History,” 502.

konden krijgen van consumentenbanken, gefinancierd met spaargeld. Alhoewel banken dat wellicht niet meer aandurfd na die woelige beursperiode.

De Glass-Steagall wetsartikelen maakten het bezit van effectenbedrijven onmogelijk en maakten het dus voor consumentenbanken moeilijker om geld uit te geven aan effectenhandel. Daardoor zou de effectenmarkt stabiel worden en beter de waarde van beursgenoteerde bedrijven weergeven, was de gedachte. Eveneens werd de geldhoeveelheid meer ingezet voor de juiste doeleinden. Toch was het afscheiden van de effectenhuizen alleen niet voldoende om te zorgen dat banken geen krediet meer zouden verstrekken aan de effectenhandel.⁹³ Ook in de hoorzittingen werd Glass gewaarschuwd dat deze wens van hem onmogelijk was. Bankier Wells zei dat wettelijk niet voorkomen kon worden dat er geld bankkrediet werd gebruikt voor de effectenhandel.⁹⁴ Daarom werden in de Banking Act ook andere maatregelen opgenomen. Sectie 3 verplichtte de Fed om toezicht te houden op het leengedrag van banken, om te voorkomen dat krediet werd ingezet voor speculatieve effectenhandel en sectie 11 verbood bemiddeling van banken tussen effectenhandelaren.⁹⁵

Concluderend is wel duidelijk dat senatoren redelijk overtuigd waren van het financiële argument, hoewel de weging van argumenten enigszins beperkt werd door de tunnelvisie, veroorzaakt door de real bills doctrine en de afkeer van de geaffilieerde effectenbedrijven. Door de beurskrach kwamen veel senatoren en ook bankiers tot de conclusie over de impact van teveel bancair spaargeld op de effectenbeurzen en de oplossing die dat teniet zou moeten doen. Uit het feit dat Glass en adviseur Willis al veel langer waarschuwden voor teveel inmenging van bancair geld in de effectenhandel blijkt wel dat de functiescheiding niet enkel een politieke zet was, al maakte de beurskrach de politieke overtuigingskracht van dit economische argument veel groter.

2.2.2 Het beschermen van het bankstelsel en klanten tegen risicovolle activiteiten en belangenverstrengeling

Een tweede financieel-economische argument betrof de veiligheid en stabiliteit van het financiële systeem. Glass en anderen waren er van overtuigd dat er belangenverstrengeling zou kunnen optreden in universele banken. Daaraan gerelateerd was er het meer cultureel geladen argument dat een fiduciaire rol van de bankier ten opzichte van de klant niet te rijmen viel met een rol als verkoper of verzekeraar van effecten aan diezelfde klant.⁹⁶ Daarnaast was er de claim dat investeringsactiviteiten, zoals effecten kopen en garanderen, risicovol waren en gevaren voor de banken en het banksysteem veroorzaakten. Tezamen vormen dit het financieel-economische argument dat banken intern geen verschillende functies dienden te combineren vanwege de onveiligheid en belangenverstrengeling die het met zich mee zou brengen.

Er is door senatoren veel gespeculeerd en gediscussieerd over de geclaimde belangenverstrengeling, maar uiteindelijk was de weging ervan nogal beperkt doordat vooral aanklager Pecora niet echt een economisch debat faciliteerde. Het Pecora-onderzoek (naar misstanden in de effectenhandel) stelde aan de kaak dat bankleningen voor de aandelenbeurzen ook een gevaar voor het bankstelsel zelf

⁹³ U.S. Congress, Senate, Committee, *Operation of the Banking Systems: Report*, 10, 13, 14.

⁹⁴ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 422.

⁹⁵ Federal Reserve Bank of St. Louis. *Banking Act of 1933*; Willis, "The Banking Act of 1933--An Appraisal," 107-108.

⁹⁶ U.S. Congress, Senate, Committee, *Stock exchange Practices: Report*, 89, 113.

opleveren.⁹⁷ Toch werd er maar één voorbeeld besproken van een bankfaillissement als gevolg van activiteiten in de effectenhandel: “securities affiliates were identified as a proximate cause of failure only in the case of the Bank of the United States.”⁹⁸ In de hoorzittingen werd het ook vaak aangehaald als casus, City Bank voorzitter Mitchell, prominent voorstander van de geaffilieerde effectenhuizen, zei erover: “We saw it in the case of the Bank of the United States where there was the custom of forming an affiliate to take over any bad loan. [...] the number of their affiliates ran to 50 or 60. [...] Those corporations took over faulty assets and immediately borrowed from the bank—a very dangerous practice.”⁹⁹

Andere problemen bij vermenging van verschillende bankactiviteiten kwamen ook aan bod. De National City Co., het geaffilieerde effectenhuis van de National City Bank, verkocht slecht presterende effecten van bedrijven aan klanten, waar de moederbank van profiteerde, omdat die zaken deed met de desbetreffende bedrijven.¹⁰⁰ Ook had het effectenbedrijf National City Co. gehandeld in aandelen van de National City Bank. Pecora sprak hier schande van, omdat dit volgens de wet aparte bedrijven waren, en omdat er zo bij deze aandelenspeculatie belangenverstrengeling optrad.¹⁰¹ Uiteindelijk bleek het effectenbedrijf die aandelen schromelijk te hebben overgewaardeerd, wat ten koste ging van andere investeerders. Maar zoals ook Pecora in 1934 in zijn eindrapport opmerkte, betekende dat net zo goed een verlies voor het effectenbedrijf National City Co. en daarmee dus van de moederbank.¹⁰² Daarnaast had de verkoop van slecht presterende effecten uiteraard zijn weerslag op de reputatie van het effectenbedrijf, waardoor het marktmechanisme dit soort praktijken kon corrigeren. Met andere woorden, de belangenvermenging leverde nauwelijks oneerlijk voordeel op. Desondanks wijzen historici naar deze zaak als argument voor de functiescheiding en het is ook waarschijnlijk dat dit een rol speelde in de Congressionele beoordeling van de constructie en functievermenging in het algemeen.¹⁰³

Benston heeft overtuigend duidelijk gemaakt dat problemen wel besproken werden, maar dat nauwelijks bewijs werd geleverd voor daadwerkelijke belangenverstrengeling, competitievervalsing of systeemgevaren door de consumentenbanken en geaffilieerde effectenbedrijven.¹⁰⁴ De methode van advocaat Pecora was vooral gericht op de morele en juridische beoordeling van bankiers en hun daden. Bepaalde onrechtmatige of controversiële praktijken kwamen aan het licht, maar die hielden geen direct verband met belangenverstrengeling.¹⁰⁵ Ook gingen Pecora noch bankiers echt in op de specifieke wetgeving rondom de mogelijk aanstaande splitsing van investerings- en consumentenbankactiviteiten.¹⁰⁶ Senator Barkley vroeg zich op een gegeven moment af: “Mr.

⁹⁷ Ibid., 1-4.

⁹⁸ Shughart, “A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933,” 600.

⁹⁹ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 307. Dat hij voorstander was blijkt o.a. uit uitspraken op pagina 310: “is there any reasonable limit to the number of affiliates that a bank ought to have? Mr. MITCHELL. I would not want to see prohibitory legislation with regard to that. I think a bank should have as many affiliates as there is a good, sound reason for.”

¹⁰⁰ U.S. Congress, Senate, Committee, *Stock exchange Practices: Report*, 164-168.

¹⁰¹ U.S. Congress, Senate, Subcommittee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices: Hearings before the Subcommittee on Banking and Currency*, 72d Cong., 3rd 1st sess., February 15 - March 2, 1933. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_1_pt05.pdf & https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_1_pt06.pdf, Part 5&6: 1880-1887.

¹⁰² U.S. Congress, Senate, Committee, *Stock exchange Practices: Report*, 168-173.

¹⁰³ Kennedy, *Banking Crisis of 1933*, 212-213.

¹⁰⁴ Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking*, 13-14, 18-19, 46-48, 60-88, 91.

¹⁰⁵ Kroszner and Rajan, “Is the Glass-Steagall Act Justified? Universal Banking Before 1933,” 810.

¹⁰⁶ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Stock Exchange Practices: Hearings*, 1531-1534, 1980-1981, 2026-2027.

Chairman, may I suggest that the Glass bill is on the calendar of the Senate, and I would like to know if we are going into hearings on that bill, or are we going to pursue the stock market investigation?.”¹⁰⁷ Het Pecora-onderzoek was wel goed in de aandacht verschuiven van de Senaat naar mogelijke misstanden en belangenverstremgeling bij zakenbanken en consumentenbanken met geaffilieerde effectenhuizen, maar woog de argumenten maar zeer matig.

Het onderzoek naar het bankensysteem van de Senaat ging een aantal malen in op belangenverstremgeling en systeemgevaren. Er werd door commissieleden vooral een punt gemaakt van het feit dat de effectenhuizen ook handelden in de aandelen van hun moederbank, een vorm van belangenverstremgeling.¹⁰⁸ Daarnaast maakte Glass zich zorgen over bankleningen die gebruikt waren voor effectenhandel, ‘security loans.’ Een teveel daarvan zou risico’s opleveren voor de consumentenbank.¹⁰⁹

Wat wel samenhang met de financieel-economische overweging van bescherming van klanten en het systeem tegen belangenverstremgeling en risicovolle activiteiten is de rol die een bankier had. Breed gedragen was het idee dat bankiers een fiduciaire rol en verantwoordelijkheid hadden ten aanzien van klanten.¹¹⁰ Dat hield in dat die klant de bankier volledig kon vertrouwen, omdat de bankier oog had voor zijn belangen op de lange termijn en dus ook rekening hield met risico’s voor klant en bank en niet enkel handelde uit winstbejag. Het verstrekken van leningen en spaarrekeningen was dan ook vooral een nutsfunctie. Dat stond in schril contrast met de rol van een investeringsbankier die meer keek naar de korte termijn, zoals bij het garanderen van de prijs van aandelen bij uitgiftes. De zakenbankier die in effecten handelde, kon bovendien geld verdienen als investeerders, wat ook toen al steeds vaker ‘gewone mensen’ waren, een effect overwaardeerden of door hem misleid werden. Deze activiteiten noodzaakten een heel andere houding van de investeringsbankier, die meer verkoper en handelaar was.¹¹¹ Een bankier kon niet beide rollen en verantwoordelijkheden aannemen en zou bovendien eerder geneigd zijn de korte termijn verkopers- en speculatiehouding mee te nemen naar een gewone klant dan andersom. In de memoires van Pecora verklaarde hij dat de traditionele fiduciaire rol van bankiers verloochend werd en dat de ongereguleerde, heimelijke geaffilieerde effectenbedrijven daar in belangrijke mate debet aan waren.¹¹² Hij zei: “Most of the characteristic evils [...] flourished here in equally glaring fashion: the use of affiliate corporations, to do indirectly that which the bank could not legally do directly; huge, overstuffed salaries; financing stock market pools; “insiders’ profits; dealings in the bank’s own stock.”¹¹³ Voorts kwamen enkele hartverscheurende voorbeelden naar voren van mensen die hun spaargeld hadden verloren door verkeerd investeringsadvies van banken. Pecora leidde daar uit af dat de intrede van investeringstakken de traditionele ouderwetse bankiersmentaliteit had gecorrumpeerd.¹¹⁴ Hier was sprake van een cultureel en ethisch argument, wat wel economische implicaties had. Het getuigde in elk geval van een motivering voor het algemene belang, omdat geprobeerd werd klanten en een gezonde bankcultuur te beschermen.

¹⁰⁷ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices: Hearings before the Committee on Banking and Currency*, 73rd Cong., 1st sess., May 23, 1933 – June 9, 1933, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_2_pt01.pdf, Part 1: 20.

¹⁰⁸ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 339-340, .

¹⁰⁹ *Ibid.*, 12-13.

¹¹⁰ U.S. Congress, Senate, Committee, *Stock exchange Practices: Report*, 89, 163.

¹¹¹ *Ibid.*, 113-114, 165.

¹¹² Ferdinand Pecora, *Wall Street under oath: The story of our modern money changers* (New York: Simon and Schuster, 1939), 130, 283-284.

¹¹³ *Ibid.*, 39-40, 135.

¹¹⁴ *Ibid.*, 88-89.

De weging en een grondig onderzoek naar belangenverstremgeling en systeemgevaren ontbrak dus. Toch blijkt dat senatoren wel van het economische argument overtuigd waren geraakt, ook al omdat zij consumentenbankactiviteiten en zakenbankactiviteiten als fundamenteel anders zagen. Zo werd in het eindrapport van het onderzoek naar het bankstelsel gesuggereerd dat door de forse posities van consumentenbanken in de effectenhandel, tal van banken failliet waren gegaan. Terwijl dat feitelijk totaal onjuist was.¹¹⁵ Er werd eveneens opgemerkt dat toezichthouders en wetgevers de groei van de investeringsactiviteiten van consumentenbanken hadden gelegitimeerd, door het niet aan te pakken.¹¹⁶ Tezamen met het idee van een dienstbare bankier die vanuit een vertrouwensrol een dienst levert voor de lange termijn en niet op een kortere termijn handelt en speculeert voor winstbejag, is het niet verwonderlijk dat in de hoofden van de politici een functiesplitsing noodzakelijk was. Zoals Willis in de beoordeling in de *American Economic Review* over (zijn) Banking Act of 1933 schreef, was de scheiding zowel een bescherming voor het grote publiek als verbetering van bankverantwoordelijkheid. Door het limiteren van het gebruik van kredieten, afkomstig van de Federal Reserve, voor speculatieve doeleinden, werd het publiek beschermd. Door het afscheiden van de geaffilieerde effectenbedrijven en verwijderen van bankmedewerkers ervan zouden banken zich verantwoordelijker gaan gedragen.¹¹⁷ Hun idee werd nog versterkt door het volgende. Enkele bankiers spraken publiekelijk uit dat ze het aan hun bank geaffilieerde effectenhuis zouden afscheiden en dat ze hun verzet staakten tegenover de functiescheiding.¹¹⁸ Daarmee werd een soort bevestiging gegeven aan de aanklacht dat binnen een bank niet twee soorten functies dienden te worden gecombineerd. In het debat voorafgaand aan de aanneming werd zelfs geopperd dat banken hun geaffilieerde effectenbedrijven wel binnen een jaar zouden kunnen afstoten, in plaats van de in het voorstel opgenomen periode van twee jaar. Er werd namelijk op gewezen dat Chase in een mum van tijd zijn effectenbedrijf afsplitste.¹¹⁹

Er waren daarmee uiteindelijk vier rechtvaardigingen van deze economische beweegredenen voor het besluit van senatoren. Ten eerste was er het faillissement van de Bank of the United States, waardoor de stabiliteit van het banksysteem in het geding leek door de functievermenging. Ten tweede was er het publieke afstand nemen van hun effectenhuisen door prominente consumentenbanken, met als reden dat die functievermenging voor problemen zorgde. Als derde aanleiding waren er de hoorzittingen onder leiding van Ferdinand Pecora, waar het gedrag van bankiers, vooral ten aanzien van investeringsactiviteiten, in een heel slecht daglicht kwam. En een vierde oorzaak was het idee dat de twee verschillende rollen niet te combineren leken te zijn door een bankier, wat bij een splitsing onmogelijk werd gemaakt. Wat ook een rol speelde is dat deze vier argumenten het volgende idee bevestigden en versterkten, dat ook door de real bills doctrine werd geconstrueerd. Het was het idee dat investeringsbankactiviteiten en leen- en spaaractiviteiten fundamenteel anders waren voor een bank en dat een functiescheiding dus 'logisch' was. Terwijl

¹¹⁵ Shughart, "A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933," 600; Calomiris, *Fragile by design*, 187-189; Randall S. Kroszner and Philip E. Strahan, "Regulation and deregulation of the US banking industry: causes, consequences, and implications for the future," *Economic Regulation and Its Reform: What Have We Learned?* (Chicago: University of Chicago Press, 2014), 535.

¹¹⁶ U.S. Congress, Senate, Committee, *Operation of the Banking Systems: Report*, 8.

¹¹⁷ Willis, "The Banking Act of 1933--An Appraisal," 105.

¹¹⁸ Winthrop Aldrich, "Banking Reform," *The New York Times*, 12 maart 1933, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/03/12/105117724.pdf>; *The New York Times*, "National City Bank to Drop Affiliate," 8 maart 1933, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/03/08/105115819.html?pageNumber=1>.

¹¹⁹ "Senate debate on the Regulation of Banking," *Congressional Record*, 73rd Cong., 1st sess., May 12 to May 25, 1933, Vol. 77, pt. 4, <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-CRECB-1933-pt4-v77,3725-3726>.

banken zowel via aandelen, obligaties als leningen kapitaal verstrekken aan bedrijven en andere instellingen, met uiteenlopende risico's afhankelijk van verschillende factoren.

2.3 Politieke motieven die inspelen op maatschappelijke sentimenten bij Glass-Steagall

Deze paragraaf gaat in op de vraag *Hoe werd Glass-Steagall gedreven door politieke beweegredenen op basis van maatschappelijke sentimenten?* Ik ga ervan uit dat deze motieven poogden populaire maatregelen te vinden die inspeelden op maatschappelijke sentimenten.

De belangrijkste politieke reden om Glass-Steagall aan te nemen was dat het een verkiezingsbelofte van de Democraten was. Franklin D. Roosevelt en de Democraten wonnen in 1932 zeer overtuigend zowel de presidents- en Congresverkiezingen.¹²⁰ Het Democratisch partijprogramma van toen bevatte expliciet het plan om investeringsbankactiviteiten en consumentenbankactiviteiten te scheiden, waar FDR ook in campagnespeeches voor pleitte.¹²¹ Dat zou zorgen voor "protection of depositors and the prevention of the use of their moneys in speculation to the detriment of local credits."¹²² De Republikeinse Partij pleitte destijds in hun verkiezingsprogramma enkel voor een onderzoek naar de aan banken geaffilieerde bedrijven.¹²³ De eerste belangrijkste constatering is dan ook dat met Glass-Steagall een belangrijke verkiezingsbelofte werd ingelost. Bijkomend voordeel aan Glass-Steagall en de Banking Act was ook dat Democraten zich ermee konden distantiëren van het beleid van de impopulaire voorgaande President Hoover, die had geweigerd om in te grijpen in het bankenstelsel.¹²⁴ Wel is er een enkele nuancering te plaatsen bij de uitvoering van de verkiezingsbelofte als politiek antwoord op maatschappelijke sentimenten. Hoewel de kiezer wellicht wel wat zag in een splitsing van bankactiviteiten, had hij net zo goed om andere redeneren op de Democraten gestemd kunnen hebben. Toch ligt het wel voor de hand dat de Democraten in iedere geval een deel van hun verkiezingsprogramma wilden uitvoeren bij aanvang van het Congres. Roosevelt kondigde in zijn inauguratie maatregelen aan die een einde zouden moeten maken aan speculatie met andermans geld en de schade die de door de oude orde ongecontroleerde bank- en investeringsactiviteiten hadden veroorzaakt.¹²⁵ Na de verkiezing was er een fors mandaat voor hervormingen door de Democraten en daarmee verstomde de roep om enkel aangescherpt toezicht of betere inspecties van de geaffilieerde effectenbedrijven.¹²⁶

Het omvallen van de Bank of the United States was een belangrijke gebeurtenis geweest in het kerk van de publieke opinie tegen het geaffilieerde effectenhuissysteem. Dit was het grootste bankfaillissement in de geschiedenis van de VS en kreeg daarom nationale maatschappelijke aandacht. Er was 200 miljoen aan spaargeld verloren gegaan, omdat enorme sommen geld waren gebruikt om speculatieve zaken te financieren. De pers schreef het grotendeels toe aan het systeem

¹²⁰ "Party Divisions of the House of Representatives"; "Party Division."

¹²¹ "The Democratic Party Platform June 30, 1932;" Franklin D. Roosevelt, "File No. 490 1932 August 20 Columbus, OH - Campaign Speech," in *Franklin D. Roosevelt - "The Great Communicator" The Master Speech Files, 1898, 1910-1945 Series 1*, bezocht op 17 juni 2019, <http://www.fdrlibrary.marist.edu/resources/images/msf/msf00502>, 32.

¹²² "The Democratic Party Platform June 30, 1932."

¹²³ "Republican Platform of 1932."

¹²⁴ Kennedy, *Banking Crisis of 1933*, 24-26.

¹²⁵ Franklin D. Roosevelt, "Inaugural Address Online by Gerhard Peters and John T. Woolley," *The American Presidency Project*, bezocht op 17 juni 2019, <https://www.presidency.ucsb.edu/node/208712>.

¹²⁶ Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 519-520.

van geaffilieerde effectenhuizen en daardoor werd het grote publiek extra wantrouwig tegenover deze constructie.¹²⁷ En politici waren bewust van de publieke impact van dit bankroet.¹²⁸

Wat evenzeer een rol heeft gespeeld, is dat op 13 maart 1933, toen de banken net weer open mochten gaan, er steun kwam uit onverwachte hoek. Op die dag deed Winthrop Aldrich, voorzitter van Chase National Bank met een aankondiging enorm veel stof opwaaien. Hij gaf aan dat het geaffilieerde effectenbedrijf de Chase Securities Company zou worden ontkoppeld van de moederbank.¹²⁹ Hij verklaarde daarbij dat de gebeurtenissen in de 10 voorafgaande jaren hadden laten zien dat een nauwe samenwerking tussen commercial en investment banking onvermijdelijk tot misstanden leidde.¹³⁰ Blijkbaar waren bankiers ook overtuigd en politici konden daar gemakkelijk naar verwijzen om aan te geven dat ook de bancaire sector inzag dat ze moest veranderen.¹³¹

De volgende constatering die ook door veel historici is gedaan, is dat na de Pecora-hoorzittingen banken zeer impopulair waren geworden. Er is vrij goed gedocumenteerd, o.a. door mediaonderzoek, dat de hoorzittingen een forse impact hadden op het publiek en daarmee op de stemming. Voorts is wel duidelijk dat het anti-(investerings)banksentimenten vergrootte. De hoorzittingen genereerden in korte tijd enorme media-aandacht omdat Pecora met goede vragen bankiers in een hoek wist te plaatsen.¹³² Pecora gaf veel negatieve morele oordelen over banken.¹³³ De bevolking wilde actie zien tegen de bankiers en had waarschijnlijk alle mogelijke wetsmaatregelen die op de een of andere wijze de goedlopende, rijke, relatief grote banken aan zouden pakken, gesteund. Elke maatregel die enigszins leek op een straf, of een inperking van hun macht of mogelijkheden inhield, zou waarschijnlijk met gejuich ontvangen zijn.

Onder andere door de Pecora-hoorzittingen hadden de zakenbanken op Wall Street een belabberde reputatie gekregen, als medeveroorzakers van de bankencrisis, terwijl daar geen aanleiding toe was. Zoals door veel auteurs ook is betoogd, had de functiescheiding vooral effect op de grotere stedelijke banken, die grotendeels ongeschonden door de bankencrisis waren gekomen en minder betrokken waren geweest bij de financiering van de falende landbouw en industrie.¹³⁴ Zakenbankiers hadden Glass en andere bankcommissieleden ook op het feit gewezen dat de grote banken met geaffilieerde effectenhuizen merendeels overeind waren gebleven in de bankencrisis.¹³⁵ Toch weerhield dat wetgever Steagall er niet van om zich in het Congres populistisch (maar feitenvrij) uit te spreken over de grote stedenbanken: "want to tell you that the entire banking structure of the United States was dragged down by a few city banks. That is a matter of history."¹³⁶ Deze uitspraak geeft wel goed weer hoe van zakenbanken een zondebok werd gemaakt om politieke steun voor het voorstel te verwerven. Het wetsonderdeel was ook niet de oorzaak van het herstel van vertrouwen en stabiliteit in het bankstelsel. Dat gebeurde door een ander wetsonderdeel van de Banking Act of 1933, namelijk de instelling van een depositogarantiestelsel. Willis gaf later toe dat met dat gedeelte, en

¹²⁷ Ibid., 496-497; Perino, *The Hellhound of Wall Street*, chap. 10.

¹²⁸ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems: Hearings*, 307.

¹²⁹ *The New York Times*, "Aldrich Hits at Private Bankers In Sweeping Plan for Reforms," 9 Maart 1933, <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/03/09/105385630.html?pageNumber=1>.

¹³⁰ Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking*, 220-221.

¹³¹ "Senate debate on the Regulation of Banking," *Congressional Record* 77, pt. 4: 3725-3726.

¹³² Perino, *The Hellhound of Wall Street*, chap. 12.

¹³³ Pecora, *Wall Street under oath*, 39-40, 134-135.

¹³⁴ Perkins, "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History," 513-514; Ang and Richardson, "A re-examination of evidence for passage of the act," 351-395; Calomiris, "The political lessons of Depression-era banking reform," 553.

¹³⁵ U.S. Congress, Senate, Subcommittee, *Operation of the Banking Systems Hearings*, 7.

¹³⁶ Representative Steagall, Speaking on HR 5661, *Congressional Record* 77, pt. 4: 3839.

niet zozeer door de functiescheiding, de spaarder beschermd werd en stabiliteit en veiligheid terugkeerde.¹³⁷

Naar aanleiding van de gebeurtenissen, de Pecora-hoorzittingen en uitspraken van senatoren kwamen zakenbanken en consumentenbanken met geaffilieerde effectenbedrijven dus in de (negatieve) aandacht te staan, waardoor maatregelen gepast leken, ook om de beurzen te kalmeren. Tegelijkertijd lag er sinds de verkiezingen een plan klaar om die financiële instellingen op te splitsen, waar door de bevolking voor was gestemd. Zo was er een gegronde politieke motivering voor het wetsvoorstel, die complementair was aan de andere beweegredenen.

2.4 Belangengroepen die hun wensen doorvoeren in Glass-Steagall

Deze paragraaf gaat in op de vraag *Hoe werd Glass-Steagall beïnvloed door belangengroepen?* Door veel analisten is vastgesteld dat de bank J.P. Morgan & Co. wel erg hard geraakt werd door Glass-Steagall. Daarentegen hoefden veel consumentenbanken zich enkel te ontdoen van een verlieslatend effectenbedrijf, vanwege de slechte situatie op de effectenbeurzen. Dat heeft een aantal historici ertoe gebracht te onderzoeken of er belangengroepen achter Glass-Steagall zaten, die het besluitvormingsproces hebben beïnvloed. Ik maak van hun onderzoek gebruik, omdat zij toegang hebben gehad tot persoonlijke correspondentie van betrokkenen: Roosevelt, Aldrich en Glass. Eruit blijkt dat er een gezamenlijke inspanning is gedaan om Glass-Steagall erdoor te krijgen, vooral sectie 32. Het was het onderdeel, ooit voorgesteld door bankier Broderick, om niet meer toe te staan dat mensen tegelijkertijd directeur bij een bank en het aan hen geaffilieerde effectenhuis waren.¹³⁸ Eveneens zal ik toelichten waarom ze dat deden.

Prins stelt dat bestuursvoorzitters Perkins (National City Bank) en concurrent Winthrop Aldrich (Chase National Bank) het op een akkoordje hadden gegooid met Roosevelt. Ze kondigden op 7 en 8 maart aan dat hun banken hun effectenhuis zouden afstoten, een dag voor het Congres weer bijeen kwam, wetende dat die splitsing er toch aan zat te komen.¹³⁹ Bovenal was het een manier om prominente concurrent J.P. Morgan uit te schakelen. De investeringsbankier J.P. Morgan jr. had tot dan toe juist de nauwste banden met (Republikeinse) presidenten gehad. Aldrich en Perkins gingen gezamenlijk achter Glass-Steagall staan, omdat het de positie van de Morgan Bank fors zou verzwakken, om twee redenen. In de eerste plaats was die bank veel afhankelijker van spaargeld en leningen dan Chase en National City, die hun geld veelal bij investeerders ophaalden. Perkins zou erdoor het belangrijkste gedeelte van zijn bank in tact houden en in ruil zou hij Roosevelt steunen in zijn wetgevingsplannen (of niet tegenwerken). Daarnaast lobbyde Aldrich ervoor dat sectie 32 onderdeel zou gaan uitmaken van de wet. Die sectie maakte dat bankdirecteuren niet verschillende petten op mochten hebben. Sectie 32 was ontzettend schadelijk voor J.P. Morgan. Van de tien partners bij Morgan waren de helft ook directeur bij een consumentenbank en hetzelfde gold voor bankiers van andere aan Morgan gelieerde banken. Het onderdeel dat directeuren van banken en geaffilieerde effectenbedrijven liet kiezen tussen hun twee posities was een verrassende op het laatste moment ingevoegd gedeelte. Chernow heeft uit de persoonlijke correspondentie van Glass opgehaald dat hij eigenlijk tegen dit onderdeel was, maar door Roosevelt overruled werd.¹⁴⁰ Opvallend genoeg gaf Glass in Pecora-hoorzittingen na de wet toe dat Aldrich deze delen van de wet

¹³⁷ Willis, "The Banking Act of 1933--An Appraisal," 105.

¹³⁸ U.S. Congress, Senate, Committee, *Operation of the Banking Systems: Hearings on a bill*, 42.

¹³⁹ *The New York Times*, "Aldrich Hits at Private Bankers In Sweeping Plan for Reforms;" *The New York Times*, "National City Bank to Drop Affiliate."

¹⁴⁰ Chernow, *The House of Morgan*, Ch. 18, "Midget."

geschreven had. "Senator GLASS. Section 21; yes. Section 32 reads as follows: [...] You drew this, and if there is any inconsistency between this section and section 21 you are responsible for it. Mr. ALDRICH. Senator, this is not in the form I drew it."¹⁴¹

Bestuursvoorzitter Aldrich en Perkins zouden aan hun steun een luisterend oor in het Witte Huis over houden.¹⁴² Roosevelt stuurde bedankbrieven naar Perkins en Aldrich. Wat ook een rol speelde was dat Aldrich ervan overtuigd was, dat de consumentenbankactiviteiten de toekomst hadden en dat Chase van de banken daarin het sterkst stond.¹⁴³ Daarbij kwam nog dat het effectenhuis van Chase nauwelijks winsten maakte in de Depressie en dat het op het punt stond onderzocht te worden door Pecora. Het was ook een manier om het imago van Chase te verbeteren, dat beroerd was geworden onder voorganger van Aldrich, Albert Wiggin.¹⁴⁴ Hetzelfde gold voor National City Bank.

In tijden van ongelimiteerde campagnegelden, konden invloedrijke families gemakkelijk de politieke besluitvorming sturen. J.P. Morgan verkocht bijvoorbeeld aandelen onder marktprijzen aan prominente politici, zoals in de Pecora-hoorzittingen aan het licht kwam.¹⁴⁵ Er zat een fundamentele strijd achter tussen de banken gerelateerd aan de Rockefeller's en banken gerelateerd aan J.P. Morgan. John D. Rockefeller jr. had als belangrijke troef Winthrop Aldrich en vader Nelson Aldrich, aangezien hij getrouwd was met de dochter van Nelson, een belangrijke Republikeinse senator.¹⁴⁶ De Rockefeller's bezaten geld en macht, maar hadden ook posities in andere industrieën en banken. J.P. Morgan had niet zozeer heel veel geld, maar had vooral een strategische positie in de economie van de VS, als bankier en adviseur van fusies en herstructureringen in de spoorwegen en nuts- en staalbedrijven.¹⁴⁷ Tabarrok geeft goed weer op welke manier Morgan en zijn partners te werk gingen. J.P. Morgan and Company, de investeringsbank, was niet groot, maar kon grote aandelenuitgiftes financieren, met weinig noodzakelijke kapitaalreserves. Als een groot bedrijf aandelen wilde uitgeven, zou Morgan ze kopen, gefinancierd met een lening van een gerelateerde grote consumentenbank. Het bedrijf had niet direct al het kapitaal nodig en zou daarom de fondsen die ze bij Morgan hadden vergaard, stallen bij een aan Morgan gelieerde consumentenbank. Vervolgens zou investeringsbank Morgan and Company de effecten op de markt brengen en de opbrengsten storten. Andere investeringshuizen konden niet zulke grote aandelenuitgiftes financieren, omdat ze niet de connecties hadden met de grote consumentenbanken, die als enige in staat waren zulke grote sommen geld beschikbaar te stellen. Morgan had een informatievoordeel – anders hadden alle zakenbanken zo'n grote lening kunnen aangaan. Maar in een wereld met hoge transactiekosten en moral hazard (in dit geval het risico dat zakenbanken onzorgvuldig met de fondsen van commercial banks omgaan), hadden zakenbanken zonder nauwe banden met consumentenbanken veel minder kans op grote kredieten.¹⁴⁸ Morgan's kracht was dus mede gebouwd op uitwisseling van directeuren en gezamenlijke bankactiviteiten, veel meer dan de Rockefeller-groep.¹⁴⁹ De Rockefeller-groep had minder te verliezen. "This explains why Aldrich lobbied for the separation of commercial and investment banking, even though it meant that Chase would be split along with J.P. Morgan and

¹⁴¹ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices: Hearings before the Committee on Banking and Currency, 73th Cong., 2nd sess., November 23, 1933 – December 7, 1933*, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_2_pt08.pdf, Part 8: 4031-4032.

¹⁴² Prins, *All the Presidents' Bankers*, "The Second Alliance: FDR and Chase's Winthrop Aldrich".

¹⁴³ Ibid., "Federal Deposit Insurance."

¹⁴⁴ Chernow, *The House of Morgan*, Ch. 18 "Midget."

¹⁴⁵ Prins, *All the Presidents' Bankers*, "FDR's Secret Meeting with Banker James Perkins."

¹⁴⁶ Tabarrok, "The separation of commercial and investment banking," 3-4.

¹⁴⁷ Ibid., 4.

¹⁴⁸ Ibid., 8-9.

¹⁴⁹ Chernow, *The House of Morgan*, Ch. 18, "Midget."

Company.”¹⁵⁰ Het House of Morgan slaagde er ondanks verwoede lobby pogingen niet in om de president of het Congres te overtuigen. Ze zetten angsttactieken in, maar die werkten averechts, ook al omdat revelaties tijdens de Pecora-hoorzittingen heel slecht voor het imago van de bank waren geweest.¹⁵¹ Zo speelden belangengroepen dus evenzeer een belangrijke rol bij het aannemen van de Glass-Steagall wetgeving. Ze gaven een flinke duw in de rug van Roosevelt en Glass in hun wens een concurrent een hak te zetten.

2.5 Motivering van Glass-Steagall

Een destijds breed gedragen economische en monetaire theorie was de aanzet om iets te doen aan bankleningen aan de effectenhandel. Eveneens was er sterke onvrede bij politici over de geaffilieerde effectenhuizen van banken, waarmee de wet werd ontweken. Na de beurskrach kreeg dit argument extra lading. Aldus werd het een motivering voor een strikte functiescheiding van banken. Het feit dat Glass al in de periode voor de beurskrach, dezelfde economische argumenten over bancair geld naar de effectenhandel bezigde, geeft aan dat de culminatie daarvan in de wetsartikelen meer dan enkel een politieke zet was. Anders had het ook enkel een politieke overweging kunnen zijn, namelijk om een zondebok aan te wijzen voor de dalende beurzen om in te spelen op sentimenten in crisistijd. Er is een gebruikelijk Senaatscommissieonderzoek geweest van de economische problemen en tegenargumenten, waarin veel van de (voor)oordelen van senatoren bevestigd werden. Enkele voorbeelden van misstanden bij vermenging sterkten senatoren in de gedachte dat daar een eind aan moest komen. Daar kwam de publiekelijke en geheime steun van belangengroepen bij.

De wetsartikelen waren een perfect storm van de drie verschillende soorten van motiveringen. Glass en andere aanhangers van de real bills doctrine wilde een einde aan de directe bancaire geldstromen naar de effectenhandel en twee aparte banksystemen creëren. Democraten wilden met hun verkiezingsbelofte een politieke slag slaan en gebruikmaken van sentimenten, die door Pecora en uitspraken van bankiers waren aangewakkerd, tegen de stedelijke (investerings)banken. Het Rockefeller-blok van banken wilden de macht van concurrent J.P. Morgan breken. Alle drie deze doelstellingen werden met de rigoureuze functiescheiding door de Glass-Steagall wetsartikelen behaald.

De motieven versterkten elkaar en bij een enigszins onnauwkeurige analyse van de crisis en het bankensysteem leken gebeurtenissen en vooroordelen elkaars gelijk te bevestigen. De gedachte dat investeringsbanken risicovol waren, zorgde ervoor dat ze gemakkelijk aangewezen werden als crisisveroorzaker, wat in hoorzittingen werd bevestigd. Veel overtuigingen hadden een morele ondertoon en dat is zichtbaar bij de uitspraken van de congresleden. Ook wilden senatoren snel en zichtbaar reageren op een roep om hervormingen en regulering van banken vanuit de kiezer.¹⁵² Samen met andere onderdelen van de Banking Act zorgde Glass-Steagall ervoor dat banken nauwelijks nog geld konden lenen aan effectenhuizen en -handelaren en daarmee was de wetgeving ook bedoeld om een nieuwe beurskrach te voorkomen.

Het feit dat er verschillende motiveringen een rol speelden bij de functiescheiding, lijkt bovendien te worden bevestigd door de enorme consensus in het Congres. Het gaat in het debat namelijk

¹⁵⁰ Tabarrok, "The separation of commercial and investment banking," 10.

¹⁵¹ Chernow, *The House of Morgan*, Ch. 18, "Midget."

¹⁵² Ramirez and De Long, "Understanding America's hesitant steps toward financial capitalism," 102.

nauwelijks nog over dat deel van de Banking Act.¹⁵³ Afgevaardigde McFadden zei: “I think the Members of the House would do well to study the other provisions of this bill than simply the one that would guarantee deposits.”¹⁵⁴ Een amendement om artikel 21 uit de wet te halen werd verworpen zonder veel discussie.¹⁵⁵ En zelfs het afwijkende rapport van de minderheid van de bankencommissie was voor een functiescheiding.¹⁵⁶ Blijkbaar waren niet enkel de Democraten die het hadden beloofd, overtuigd, maar geloofden ook de Republikeinen dat een functiescheiding goed zou zijn voor het systeem, de maatschappij of hun reputatie.

¹⁵³ “House debate on the Regulation of Banking,” on HR 5661, *Congressional Record* 77, pt. 4: 3903-3920.

¹⁵⁴ Representative McFadden, Speaking on HR 5661, *Congressional Record* 77, pt. 4: 3909.

¹⁵⁵ “Debate on the amendment of Senator Tydings,” on S. 1631, on May 25, 1933, *Congressional Record* 77, pt. 4: 4178-4180.

¹⁵⁶ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Minority Views (to Accompany S. 4412)*, 72d Cong., 1st sess., April 29 (Calendar Day, April 30), 1932, S. Rep. 584 Part II, https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_senrep584_pt2.pdf.

3. Volcker Rule

3.1 Crisis en besluitvorming

Met de Financial Services Modernization Act of 1999, ook wel de *Gramm–Leach–Bliley Act*, werden de Glass-Steagall wetsonderdelen ingetrokken en kwam een einde aan de verplichte functiescheiding.¹⁵⁷ Toch bleven de meeste ‘Bulge Bracket’ investeringsbanken zoals Lehman Brothers, Goldman Sachs en Morgan Stanley als zodanig opereren; zonder dat ze zelf spaargeld aannamen van consumenten.¹⁵⁸

Door steeds laxere leenstandaarden vanaf 1992 bij hypotheekverstrekkers konden arme huishoudens in de VS gemakkelijk lenen, zolang de huizenprijzen bleven stijgen.¹⁵⁹ Echter daalden vanaf 2006 in Amerika de huizenprijzen fors. Na deze huizenbubbel sprak men van de zwakke (‘subprime’) hypotheken crisis, ofschoon veel huiseigenaren hun hypotheek niet meer konden betalen en financiers in de problemen kwamen.¹⁶⁰ Veel hypotheken waren gebundeld met andere leningen in zogenaamde Collateralized Debt Obligations (CDO’s). Overoptimistische investeerders hadden deze effecten gekocht van zakenbanken, nadat kredietbeoordelaars ze veelal te positief beoordeeld hadden.¹⁶¹ Mettertijd kwamen tal van financiële instellingen zwaar in de problemen vanwege de posities die ze hadden in de CDO’s, omdat ze vol bleken te zitten met de overgewaardeerde slechte hypotheken.¹⁶² De zakenbanken Bear Stearns en Merrill Lynch zijn met garanties van de Federale overheid overgenomen door andere banken.¹⁶³ Daarna is Lehman Brothers echter doelbewust failliet laten gaan, omdat geen van de banken hem wilde overnemen en de overheid niet bereid was de investeringsbank te redden. Dit faillissement zorgde echter voor enorme problemen in het wereldwijde financiële stelsel en leidde tot wantrouwen onder beleggers en kredietverstrekkers. De internationale toegankelijkheid van leningen daalde substantieel, waardoor gesproken werd van een kredietcrisis.¹⁶⁴ De overheid moest via het Troubled Asset Relief Program (TARP) miljarden pompen in financiële instellingen om ze overeind te houden. Deze financiële crisis werd gevolgd door een economische recessie, die in de VS zo’n anderhalf jaar aanhield.¹⁶⁵

Twee maanden nadat Lehman failliet was gegaan en de financiële en economische crises in volle gang waren, behaalden Obama en Democratische Congresleden een enorme verkiezingsoverwinning. Zij konden vanaf 2009 aan de slag om het financiële systeem veiliger te maken. De zeer gerespecteerde oud-voorzitter van de Fed, Paul Volcker, werd door Obama aangesteld als voorzitter van de President’s Economic Recovery Advisory Board (PERAB) om zijn kabinet te adviseren. Deze

¹⁵⁷ Lawrence J. White, "The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far - Or Not Far Enough," *Suffolk University Law Review* 43, no. 4 (2010): 943-945.

¹⁵⁸ Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* (Washington DC: U.S. Government Printing Office, 2011), https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf, 55-56, 151.

¹⁵⁹ Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 41-42.

¹⁶⁰ *Ibid.*, 215-220, 233-236.

¹⁶¹ Zakenbanken zoals Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs waren meestal de partijen die de verschillende leningen (tranches) aan elkaar koppelden in één pakket (CDO) en bij de verkoop de waarde garandeerden (‘underwriting’). Kopers waren verschillende soorten instellingen: consumentenbanken, zakenbanken, pensioenfondsen, investeringsfondsen.

¹⁶² Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 119, 155.

¹⁶³ *Ibid.*, 289-290, 335-341.

¹⁶⁴ *Ibid.*, 333-342.

¹⁶⁵ *Ibid.*, 371-376, 389-391.

onafhankelijke raad had openbare vergaderingen.¹⁶⁶ Volcker stelde voor om banken te verbieden bepaalde risicovolle activiteiten te ondernemen, maar kon in eerste instantie niet op veel steun binnen de regering-Obama rekenen. In december 2009 diende Congreslid Frank de eerste versie van de *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* in, in het Huis van Afgevaardigden. In januari 2010, vlak na een Democratische verkiezingsnederlaag voor een Senaatszetel in Massachusetts, sprak Obama zich alsnog uit voor de Volcker Rule, die deel uit zou moeten gaan maken van de bankhervormingswet.¹⁶⁷

In het overleg in de conferentie om de Senaatsversie en Huisversie samen te voegen tot een wet, werd de Volcker Rule toegevoegd en als sectie 619 van de *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* aangenomen en getekend in juli 2010.¹⁶⁸ De Volcker Rule zorgde ervoor dat banken met consumentenbanklicentie niet meer mochten handelen voor eigen rekening,¹⁶⁹ (nog wel in opdracht van klanten) en niet meer mochten investeren in of bezitten van private-equityfondsen en hedgefondsen.¹⁷⁰ 'Market making' bleef wel mogelijk. Dat is het opbouwen van financiële posities in effecten om aan de vraag van klanten of partijen op korte termijn te kunnen voldoen, waarbij het criterium 'op een redelijk verwachte korte termijn' voor interpretatie vatbaar is.¹⁷¹

3.2 Financieel-economische argumenten in het publieke belang voor de Volcker Rule

Deze paragraaf gaat in op de vraag: *Hoe werd de Volcker Rule gedreven vanuit een motivatie voor het algemene belang, met financieel-economische redenen?* Ik zal uitleggen waarom de makers en medestanders van de wetsonderdelen daadwerkelijk en cruciaal ook financieel-economisch gemotiveerd werden. Vanwege de andere rolverdeling dan bij Glass-Steagall kies ik voor een iets ander gebruik en beoordeling van de bronnen. Volcker, de drijvende kracht achter het wetsvoorstel, was economisch adviseur met een formele positie in de regering-Obama, maar had nauwelijks politieke verantwoordelijkheid en druk vanuit die rol. Volcker had als Fed-voorzitter in de jaren '80 bewondering geogst als succesvol inflatiebestrijder en was inmiddels begin 80 en vervulde een aantal advies- en toezichtfuncties.¹⁷² Hij kon redelijk vrijuit zijn gang gaan. Met steun van Biden,

¹⁶⁶ Paul Volcker and Christine Harper, *Keeping at it: The Quest for Sound Money and Good Government* (New York: PublicAffairs, 2018), Electronic Edition, "Chap. 15, "The New Financial World, Breakdown and Reform: The Obama Advisory Board."

¹⁶⁷ David Skeel, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences* (Hoboken: John Wiley & Sons, Incorporated, 2010), Accessed August 2, 2019, ProQuest Ebook Central, "A Few Major Characters"/xviii, 3-4, 55.

¹⁶⁸ "H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Actions Overview," Congress.Gov, bezocht op 10 oktober 2019, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/actions>.

¹⁶⁹ De Amerikaanse term is 'proprietary trading.'

¹⁷⁰ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *The Restoring American Financial Stability Act of 2010: Report together with Minority Views* (to Accompany S. 3217), 111th Cong., 2d sess., April 30, 2010, S. Rep. 111-176, https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Committee_Report_S_Rept_111_176.pdf, 8-9.

¹⁷¹ John Cassidy, "Two Cheers for the New Volcker Rule," *The New Yorker*, December 10, 2013, <https://www.newyorker.com/news/john-cassidy/two-cheers-for-the-new-volcker-rule>."

¹⁷² Joseph B. Treaster, *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend* (Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, 2004), Ebook, 188-198; William L. Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence* (New York: Bloomsbury Press, 2012), Electronic Edition, Chap. 17, "In Retrospect."

Obama en Democraten kreeg hij zijn voorstel door het Congres.¹⁷³ Volcker zette zich ook in om draagvlak te verwerven door de financieel-economische rechtvaardiging te geven. Opvallend genoeg was hij eveneens vrij eerlijk over de beperkingen van de Volcker Rule.

Belangrijkste bron om te zien of hoofdrolspelers gemotiveerd werden en handelden na afweging van financieel-economische argumenten, zijn de argumenten van Volcker in verschillende bronnen; in zijn biografieën, hoorzittingen van de bankencommissie van de Senaat. Daarnaast kijk ik naar het debat, publieke uitspraken en journalistieke verslaglegging van de gebeurtenissen om te zien in hoeverre de politici dezelfde argumenten hanteerden.

De financieel-economische redenering voor de Volcker Rule heeft Volcker als volgt uitgelegd in de Senaat en in publieke stukken. Volcker zag een sleutelrol weggelegd voor consumentenbanken, namelijk met kredietverlening en een betalingssysteem zorgen voor stabiliteit en continuïteit voor klanten: consumenten, bedrijven en overheden. Daarom was voor hen federale steun en bescherming gelegitimeerd.¹⁷⁴ Risicovollere activiteiten op de kapitaalmarkten zoals die van investeringsfondsen berustten niet op klantrelaties en konden door investeringsbanken en andere partijen worden gefinancierd.¹⁷⁵ Volckers punt was dat de combinatie van nutsfuncties en de handel voor eigen rekening en bezit en beheer van private-equity- en hedgefondsen, verkeerde stimulansen met zich meebracht. Het zou noodzakelijkerwijs zorgen voor belangenverstrengeling en ongezonde prikkels.¹⁷⁶ Daarbij kwam dat complexe financiële technologie en individuele beloningen voor bepaalde deals de kans op misstanden en veronachtzaming van klantbelangen nog vergrootte.¹⁷⁷ De ethische waarborgen van banken en door hun geclaimde prioritering van klantrelaties zouden onvoldoende werken.¹⁷⁸ Doordat de banken als Too-Big-To-Tail (TBTF) systeembanken aangemerkt waren, was er bovendien een extra prikkel om risico's te nemen, de moral hazard.¹⁷⁹ De Volcker Rule zou een einde maken aan de risico's, belangenverstrengeling en ongezonde prikkels, die niet in het belang van klanten waren.

Het TBTF-probleem werd bovendien beperkt door een bijkomstig gevolg van de Volcker Rule: door het afstoten van de handelsactiviteiten zouden banken enigszins inkrimpen en daardoor minder problemen veroorzaken bij een faillissement, waardoor de moral hazard verkleind werd.¹⁸⁰ Als zodanig gaf de regel invulling aan een volgens Democratisch afgevaardigde Perlmutter belangrijke

¹⁷³ Ryan Grim, "Paul Volcker Supports Merkley-Levin Amendment To Senate Financial Reform Bill," *HuffPost*, laatst geupdate 25 mei 2011, bezocht op 13 augustus 2019, https://www.huffpost.com/entry/paul-volcker-supports-mer_n_582935.

¹⁷⁴ Paul Volcker, "Financial Reforms to End Government Bailouts as We Know Them," In *Ending government bailouts as we know them*, ed. Kenneth E. Scott, George P. Shultz, and John B. Taylor (Stanford: Hoover Institution Press, 2010), accessed July 22, 2019, ProQuest Ebook Central, 15-17. Federale steun houdt in: toezicht, het depositogarantiestelsel, liquiditeitssteun van de staat, en een redding bij dreigend faillissement.

¹⁷⁵ Volcker, "Financial Reforms to End Government Bailouts," 16-19; Paul Volcker, "Unfinished business in financial reform," *International Finance* 15.1 (2012): 132.

¹⁷⁶ Volcker, "How to Reform Our Financial System,"; Paul Volcker, *Committee Hearings on Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies: Statement of Paul A. Volcker*, Before The Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of The United States Senate, 111th Cong., 2d sess., February 2, 2010, <https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/VolckerTestimony2210.pdf>, 1-2, 4.

¹⁷⁷ U.S. Congress, Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 111th Cong., 2d sess., February 4, 2010, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg57709/pdf/CHRG-111shrg57709.pdf>, 44.

¹⁷⁸ Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 15, "Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

¹⁷⁹ Volcker, "How to Reform Our Financial System."

¹⁸⁰ Volcker, "Financial Reforms to End Government Bailouts," 18-19.

economische bedoeling van de Dodd-Frank wet, namelijk het afbouwen van grote firma's, zodat nieuwe bailouts voorkomen konden worden en einde zou komen aan de moral hazard.¹⁸¹

Gelieerd aan deze argumentatie was de overtuiging van Volcker dat dit soort activiteiten banken op een dusdanige wijze beïnvloedden, dat ze de culturele atmosfeer verziekten. Vooral de beloningen voor de specifieke (speculatieve) transacties, waren daar debet aan.¹⁸² Het culturele argument heeft volgens hem dus ook economische implicaties. Hij zei hierover: "The worst part of it in a way, in my view, is a cultural, a psychological question. It's not just the risks that are involved directly for the whole institution." Take this JPMorgan thing. They lost \$6 billion, or whatever it was, with one little play in the derivatives market [...] They can survive \$6 billion. But what is the psychology that leads people to take that kind of risk? Traders know that the rewards are huge—of a kind that have not been at all normal in commercial banking now or in history. When you've got that kind of cleavage between the culture on the investment banking side of the house and the traditional banking side of the house, obviously the people in the commercial banking side say, "I want to make money, too."¹⁸³ Voormalig Citi-topman Reed bevestigde dit culturele probleem in de Senaatshoorzittingen.¹⁸⁴ Het was dus dat niet zozeer dat de vermenging direct een instabieler bank opleverde, maar dat de cultuur van de investeringsbank de traditionele bank verving, waardoor de bankier zich opportunistischer ging gedragen en onverantwoorde risico's zou nemen. Zo kon hij er toe komen om traditionele producten, zoals hypotheek, samen te voegen en door te verkopen met als enige doel winst. Daardoor werd het iemands anders probleem en verloor de bankier het traditionele contact en de vertrouwensrelatie met de klant die de hypotheek of een ander product had gekocht.¹⁸⁵ Dit culturele probleem is moeilijk exact te bewijzen en het was ook lastig aan te tonen dat banken onveiliger werden door de functievermenging. Volcker heeft het dan ook destijds nauwelijks ingezet om zijn wetsvoorstel te verdedigen, hoewel senator Dodd kort de culturele overweging heeft benoemd.¹⁸⁶ Toch is het wel degelijk te kwalificeren als economische motivatie in het publieke belang, omdat er gepoogd wordt het financieel-economische systeem dusdanig in te richten, dat banken betrouwbaar te werk gaan met een gezonde werkcultuur en dat klanten worden beschermd.

De gehele financieel-economische argumentatie was dus helder, maar beperkt. De Volcker Rule zou voorkomen dat er onnodige risicovolle activiteiten werden aangegaan, waardoor banken bijgevolg ook nog enigszins zouden inkrimpen. Daarnaast leidden de activiteiten tot belangenverstrengeling, verkeerde prikkels en een ongezonde cultuur, waardoor klanten de dupe konden worden. Deze beweegredenen passen dus in de denktrant van Volcker.

Uit de voorgeschiedenis van Volcker blijkt namelijk wel hoezeer hij op dezelfde manier over de financiële sector en de rol van investeringsactiviteiten is blijven denken. Volcker was altijd waakzaam

¹⁸¹ *Congressional Record Volume 155, Issue 184*, (Washington, DC: U.S. Government Publishing Office, December 9, 2009), <https://www.govinfo.gov/app/details/CREC-2009-12-09>, H14409.

¹⁸² Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 15, "Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

¹⁸³ Feldstein, "An Interview with Paul Volcker," 115-116.

¹⁸⁴ Jennifer Rossa, "It's About Culture: Former Citi Chairman Backs Volcker Rule," *Wall Street Journal*, 4 februari 2010, bezocht op 11 augustus 2019, <https://blogs.wsj.com/privateequity/2010/02/04/its-about-culture-former-citi-chairman-backs-volcker-rule/>; U.S. Congress, Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *Implications of the "Volcker Rules" for Financial Stability: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, 111th Cong., 2d sess., February 4, 2010, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg61651/pdf/CHRG-111shrg61651.pdf>, 8, 18, 22.

¹⁸⁵ Feldstein, "An Interview with Paul Volcker," 116.

¹⁸⁶ U.S. Congress, Senate, Committee, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks: Hearing*, 2, 5-53.

geweest over risicovol gedrag en de neiging van bankiers om regels te versoepelen of te omzeilen.¹⁸⁷ Hij was ook sceptisch over de vraag of financiële innovatie bijdroeg aan economische groei.¹⁸⁸ En hij was kritisch over de combinatie investeren en bankieren. Zo had hij zich aan het einde van zijn termijn als Fed-voorzitter in de jaren '80 als een van de weinigen verzet tegen het afzwakken van Glass-Steagall en zich uitgesproken voor een nauwe definitie van bankieren, binnen strikte regels en zonder speculatie.¹⁸⁹ Tevens werd Volcker volgens commentatoren gedreven door een morele toewijding aan de publieke zaak. Hij had weinig op met zakenbankiers en werknemers van private-equity- en hedgefondsen, die vooral bezig waren met korte termijnwinsten en persoonlijke beloningen.¹⁹⁰

De economische rechtvaardiging van de Volcker Rule was een positie in een groter debat. Onder politici, economen en analisten was er een breed gedragen overtuiging dat bankinstellingen in het systeem te onderling verweven en te groot (TBTF) waren geworden om ze te laten omvallen, waardoor risico's nemen of slechte bedrijfsvoering niet bestraft werden.¹⁹¹ Er was echter onenigheid over hoe dat het beste aangepakt kon worden. Volcker publiceerde in januari 2009 samen met een groep experts een rapport voor de 'Group of Thirty,' een organisatie van vooraanstaande zakenlieden en academici. Daarin werden aanbevelingen gedaan, waaronder dat grote systeembanken beperkt dienden te worden in het ondernemen van handelsactiviteiten voor eigen rekening en geld in externe investeringsfondsen steken met grote risico's en mogelijke belangenverstrengeling.¹⁹² Volckers adviesraad voor de regering-Obama, de PERAB, stuurde vervolgens in juni 2009 een document waarin werd uiteengezet waarom handel voor eigen rekening beperkt moest worden en wat er onder viel: het gokken op de richting van rentetarieven, valutabewegingen en effectenprijzen. Begin 21^e eeuw hadden veel grote financiële instellingen hun handelsafdeling uitgebreid. Deze afdelingen leverden forse winsten op: bij Goldman Sachs ging het om tien percent van de inkomsten van de bank.¹⁹³ Ze zorgden wel voor extra risico: "I have seen figures that say the banks collectively lost as much money in 2008 as they made on proprietary trading and hedge funds in the whole previous decade all in one fell swoop."¹⁹⁴

Volckers voorstel is besproken en gewogen door de regering en het Congres, maar kreeg in eerste nauwelijks steun. Toen hij in 2009 voor de bankencommissie van het Huis getuigde, waren er veel lege stoelen.¹⁹⁵ Een belangrijke reden waarom het Congres en de regering-Obama niet zo warm werden voor dit voorstel, was omdat het de meeste misstanden en oorzaken van de crisis niet had voorkomen. Tot 2008 hadden de vijf grote investeringsbanken geen consumentenbanklicentie en waren ze dus hypothetisch gezien niet beperkt de regel.¹⁹⁶ Handel voor eigen rekening was ook niet

¹⁸⁷ Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 17, "In Retrospect."

¹⁸⁸ Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 15, "Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

¹⁸⁹ Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 17, "In Retrospect;" Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 69.

¹⁹⁰ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

¹⁹¹ Paul Volcker, "Unfinished business in financial reform," *International Finance* 15.1 (2012): 131.

¹⁹² Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill;" Working Group on Financial Stability, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability* (Washington D.C.: Group of Thirty, 2009), https://group30.org/images/uploads/publications/G30_FinancialReformFrameworkFinStability.pdf, 27-28, 59; Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 15, "Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

¹⁹³ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

¹⁹⁴ Martin Feldstein, "An Interview with Paul Volcker," *Journal of Economic Perspectives* 27.4 (2013): 115.

¹⁹⁵ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

¹⁹⁶ U.S. Congress, Senate, Committee, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks: Hearing*, 13, 14. Na het failliet van Lehman en de genoodzaakte overname van Merrill Lynch en Bear Stearns, vroegen

verantwoordelijk geweest voor een faillissement van een financiële instelling, zoals Volcker in de commissieverhoren eerlijk toegaf.¹⁹⁷ Het verbod op investeringen in private-equity- en hedgefondsen had al helemaal niets van doen met de crisis en de regel deed niks aan de handel in CDO's of de misleidende boekhoudpraktijken van banken.¹⁹⁸ Volcker zei over de relatie tussen crisis en de gewraakte handelsactiviteiten: "obviously the weakest part of the banking system was bad loans. The difference is banks are there to make loans."¹⁹⁹ Wel verlaagde de regel het aantal risico's, waardoor een faillissement minder waarschijnlijk werd.²⁰⁰

De invloedrijke regeringsadviseur Lawrence Summers en minister Geithner van Financiën waren geen voorstanders van het voorstel.²⁰¹ In de eerste plaats vonden ze het oneerlijk dat enkel banken en geen andere financiële instellingen door de regel geraakt werden. Volcker vond dat juist omdat banken een centrale rol speelden en bij uitstek beschermd worden door de overheid, ze anders behandeld dienden te worden.²⁰² Daarnaast vonden ze het verbieden van handel voor eigen rekening complex, omdat het lastig te onderscheiden was van andere vormen van handel.²⁰³ Republikeinen in de bankencommissie kwamen met dezelfde tegenargumenten. Ze vonden de kapitaaleisen zoals verwerkt in Dodd-Frank al voldoende waarborgen voor de veiligheid en vonden eveneens onduidelijk wat precies de ongeoorloofde handelsactiviteiten waren en hoe dat onderscheid wettelijk gemaakt kon worden.²⁰⁴ Volcker zei tegen hen dat verhoogde kapitaaleisen wel zouden werken, maar nooit alle risico's zouden elimineren. Bovenal geloofde hij niet dat bankiers zich zouden schikken naar regulering; ze zouden kapitaal naar gelieve herverdelen om aan regels te voldoen, door boekhoudkundige trucs. Ook betwijfelde hij of toezichthouders in goede tijden consequent zouden blijven handhaven.²⁰⁵ De publieke betrokkenheid van Volcker blijkt wel uit het feit dat hij toezichthouder FSOC na de invoering van de Rule heeft geadviseerd om CEO's van banken verantwoordelijk te stellen voor toezicht en controle op de handelsactiviteiten, om de effectiviteit ervan te garanderen. De FSOC ging daar mee akkoord.²⁰⁶ Een ander bezwaar dat Goldman-CFO Viniar in een Senaatshoorzitting noemde was dat de regel enkel in de VS zou worden ingevoerd en niet in andere landen, waardoor het concurrentievermogen van Amerikaanse banken zou inboeten, wat

Goldman Sachs en Morgan Stanley in 2008 snel een normale bankvergunning aan om te kunnen profiteren van het aangekondigde Troubled Asset Relief Program, waarmee de federale overheid leningen verstrekke om het liquiditeitsprobleem aan te pakken.

¹⁹⁷ John C. Coffee Jr., "Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated," *Cornell Law Review* 97, no. 5 (July 2012): 1073-1074; U.S. Congress, Senate, Committee, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks: Hearing*, 27-28.

¹⁹⁸ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill;" Cassidy, "Two Cheers for the New Volcker Rule."

¹⁹⁹ Martin Feldstein, "An Interview with Paul Volcker," *Journal of Economic Perspectives* 27.4 (2013): 115-116.

²⁰⁰ Volcker, "Unfinished business in financial reform," 132-133; Coffee Jr., "Political Economy of Dodd-Frank," 1058-1059, 1073.

²⁰¹ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 87; Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 15, "Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

²⁰² Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, "Prologue: The Three Crises of Paul Volcker."

²⁰³ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 54-56; Washington Post Editorial, "The 'Volcker Rule' could clarify roles and risks in the financial system," *The Washington Post*, 23 januari 2010, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/01/22/AR2010012204348.html>.

²⁰⁴ U.S. Congress, Senate, Committee, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks, Hearing*, 10, 21-22, 27-28, 36.

²⁰⁵ *Ibid.*, 15-16; Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 17, "In Retrospect;" Volcker, "How to Reform Our Financial System."

²⁰⁶ Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 18, "The Rule."

uiteraard klopte.²⁰⁷ Er zijn dus serieuze financieel-economische bezwaren besproken, maar eveneens beantwoord op economische gronden, met oog voor het publieke belang, door Volcker.

Het wetsonderdeel had dus een degelijke economische onderbouwing. Toch was het financieel-economisch gezien maar een zeer beperkte maatregel. Alternatieve maatregelen hadden meer impact gehad, maar hadden minder economische rechtvaardiging en/of steun bij betrokkenen. Zo zagen enkele politici wel wat in een herstel van Glass-Steagall.²⁰⁸ Mervyn King, hoofd van de Engelse centrale bank, heeft echter betoogd dat op dat moment de onderscheidende activiteit tussen een investeringsbank en consumentenbank de lucratieve handel voor eigen rekening was. Het door Glass-Steagall verboden 'underwriting' was juist relatief veilig gebleken en de effectenhandel in opdracht van klanten was een belangrijke nutsfunctie van banken geworden. Ook Volcker was van mening dat effecten garanderen als activiteit erg leek op lenen en securitisatie en dus door banken mocht worden uitgevoerd.²⁰⁹ Herstel van Glass-Steagall was economisch ook niet logisch geweest omdat de grote verliezen in de crisis samenhangen met investeringen in hypotheek-gerelateerde effecten en niet de bedrijfsgerelateerde effecten, de traditionele investeringen die door Glass-Steagall verboden werden.²¹⁰

Economen Stiglitz en Johnson hadden bij het Congres geopperd om de grootste financiële instellingen verder op te breken, zodat ze niet meer te groot en onderling verbonden waren, om te mogen omvallen.²¹¹ Dat had per direct een einde gemaakt aan de moral hazard van TBTF.²¹² Volcker zelf zei er later over dat ook hij een voorstander was van limieten op de grootte van banken, maar dat hij niet inzag hoe dat tot stand had kunnen komen. Bovendien waren de banken al dusdanig groot dat zelfs halvering niet zou leiden tot een volgens hem wenselijke grootte.²¹³

3.3 Politieke motieven die inspelen op maatschappelijke sentimenten bij de Volcker Rule

Deze paragraaf gaat in op de vraag *Hoe werd de Volcker Rule gedreven door politieke beweegredenen op basis van maatschappelijke sentimenten?* Om te verklaren in hoeverre de invoering van de Volcker Rule gedreven werd door politieke motivaties en inspeelde op maatschappelijke sentimenten beschrijf ik een aantal gebeurtenissen die hebben plaatsgevonden en de (re)acties van politici en Volcker die daar op volgden. Daaruit is op te maken in welke zin de keuze voor dit wetsonderdeel politiek gedreven was. Daarna ga ik in op het belangrijkste motief voor het wetsonderdeel zoals

²⁰⁷ U.S. Congress, Senate, Permanent Subcommittee on Investigations, *Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Investment Banks: Hearing before the Permanent Subcommittee on Investigations*, April 27, 2010, 111th Cong., 2nd sess., 2010, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg57322/pdf/CHRG-111shrg57322.pdf>, 130.

²⁰⁸ U.S. Congress, House, *Glass-Steagall Restoration Act*.

²⁰⁹ Volcker, "Financial Reforms to End Government Bailouts," 19.

²¹⁰ White, "The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge," 943-946.

²¹¹ U.S. Congress, Joint Economic Committee, *Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions: Hearing Before The Joint Economic Committee*, 111th Cong., 1st sess., April 21, 2009, [https://www.jec.senate.gov/reports/111th%20Congress/Too%20Big%20To%20Fail%20or%20Too%20Big%20To%20save%20-%20Examining%20the%20Systemic%20Threats%20of%20Large%20Financial%20Institutions%20\(1846\).pdf](https://www.jec.senate.gov/reports/111th%20Congress/Too%20Big%20To%20Fail%20or%20Too%20Big%20To%20save%20-%20Examining%20the%20Systemic%20Threats%20of%20Large%20Financial%20Institutions%20(1846).pdf), 53-65.

²¹² Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 9-10.

²¹³ Feldstein, "An Interview with Paul Volcker," 116; Volcker, "Financial Reforms to End Government Bailouts," 17-18.

Volcker dat heeft uitgesproken. Ik maak gebruik van congresverslagen, de biografieën over Paul Volcker, de berichtgeving in de media en een aantal wetenschappelijke artikelen over de wet. De politieke aard is vrij goed af te leiden uit keuzes en uitspraken, omdat ze populair bij kiezers zijn en gericht zijn op politieke successen.

De start van de kredietcrisis noodzaakte forse maatregelen vlak voor de Amerikaanse verkiezingen. Onder president Bush was in oktober 2008 het Troubled Asset Relief Program (TARP) aangenomen met steun van Congresleden van beide partijen, waaronder McCain en Obama. Daarmee werd een bedrag van 700 miljard dollar beschikbaar gesteld voor steun aan financiële instellingen. Obama werd een maand later gekozen tot president en zijn Democratische Partij won ruime meerderheden in Huis en Senaat. Een belangrijke oorzaak voor zijn verkiezing was de start van de financiële crisis met het omvallen van Lehman in september van dat jaar.²¹⁴ Obama's campagne benadrukte 'change,' waaronder betere regels en toezicht op de financiële sector en het instellen van gezondere prikkels.²¹⁵ De maatschappelijke sentimenten rondom de kredietcrisis hadden dus al een rol gespeeld gedurende de verkiezingen van 2008. Journalist Cassidy wijst er op dat banken die geprofiteerd hadden van de federale steun, in 2009 al weer forse winsten hadden gemaakt en bonussen hadden uitgekeerd, mede omdat de Fed heel goedkoop geld uitleende in de crisis.²¹⁶ Dat leidde tot publieke verontwaardiging, die ook werd opgemerkt door vicepresident Biden. Hij liet uitwerken hoe Volckers ideeën over maatregelen konden worden ingepast in het bestaande hervormingspakket en wees Obama daar op, maar het kwam nog niet van de grond.²¹⁷

Eenzelfde publieke sentiment werd door Obama wel bemerkt bij de speciale verkiezing van Scott Brown tot Republikeins senator voor Massachusetts, een Democratisch bolwerk.²¹⁸ Kiezers bleken diep ontevreden over de maatregelen die genomen waren door de regering-Obama, onder andere wat betreft de financiële sector.²¹⁹ Obama zag als belangrijke bron voor het ongenoegen dat banken door risicovolle activiteiten gered moesten worden met belastinggeld, terwijl mensen hun baan verloren door de ontstane crisis. De perceptie was dat de federale overheid wel hulp had geboden aan de schuldige banken, maar niets gedaan had voor de gewone man.²²⁰ Dat verklaart waarom Obama twee dagen erna de Volcker Rule aankondigde met het volgende uitgangspunt: "new restrictions on the size and scope of banks and other financial institutions to rein in excessive risk taking."²²¹ Ook volgens de media destijds was de uitslag in Massachusetts te wijten aan deze sentimenten bij kiezers. Burgers vonden dat de Democraten en de regering-Obama te weinig gedaan

²¹⁴ Jesse Holcomb, "How the Lehman Bros. crisis impacted the 2008 presidential race," *Pew Research Center*, 19 september 2013, bezocht op 9 oktober 2019, <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2013/09/19/how-the-lehman-bros-crisis-impacted-the-2008-presidential-race/>.

²¹⁵ Barack Obama, "Transcript: Obama on 'Renewing the American Economy'," *The New York Times*, 27 maart 2008, bezocht op 9 oktober 2019, <https://www.nytimes.com/2008/03/27/us/politics/27text-obama.html>.

²¹⁶ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill." Kevin Drum, "Prop Trading and the Volcker Rule," *Mother Jones*, April 30, 2010, <https://www.motherjones.com/kevin-drum/2010/04/prop-trading-and-volcker-rule/>.

²¹⁷ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill;" Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 15, "Dodd-Frank, Regulatory Reform, and the Volcker Rule."

²¹⁸ Jonathan Chait, "Five Days That Shaped a Presidency," *New York*, October 3, 2016, <http://nymag.com/intelligencer/2016/10/barack-obama-on-5-days-that-shaped-his-presidency.html>.

²¹⁹ Michael Cooper, "G.O.P. Senate Victory Stuns Democrats," *The New York Times*, January 20, 2010, <https://www.nytimes.com/2010/01/20/us/politics/20election.html? r=0>.

²²⁰ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 54-55, 85-87.

²²¹ The White House: Office of the Press Secretary, "President Obama Calls for New Restrictions on Size and Scope of Financial Institutions to Rein in Excesses and Protect Taxpayers," *Obama White House Archives*, January 21, 2010, <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/president-obama-calls-new-restrictions-size-and-scope-financial-institutions-rein-e;>

hadden aan de kwakkelende economie en teveel aan de ingewikkelde gezondheidszorghervorming en de zittende macht werd bovendien geassocieerd met de impopulaire bankreddingen.²²² Een meer populistische houding van Obama “seeking to position Democrats as defenders of the people against Wall Street,” zat er volgens *The New York Times* al een tijdje aan te komen en zou volgens de *Washington Post* resoneren bij het volk.²²³ Aldus was het een logische politieke stap voor Obama om te gaan hameren op maatregelen die de bewegingsvrijheid van banken zouden inperken. Er moest in zijn woorden een einde komen aan “the mentality of ‘Too Big to Fail’,” waar de Dodd-Frank wet tot dan toe nauwelijks in had voorzien.²²⁴ De Volcker Rule was ideaal: banken mochten niet meer risicovolle handelsactiviteiten ondernemen zolang ze federale bescherming genoten en daardoor zouden ze ook nog eens inkrimpen. De regering kon dus met het wetsonderdeel laten zien dat ze de sentimenten in de maatschappij aanvoelden en dat ze er iets aan gingen doen.

Op 19 april 2010 vond een andere belangrijke gebeurtenis plaats die het politieke draagvlak voor de Volcker Rule verder aanwakkerde. Goldman Sachs werd aangeklaagd door de Securities and Exchange Commission (SEC).²²⁵ De zakenbank had hypotheek-gerelateerde investeringen verkocht, die gekozen waren met behulp van een hedgefonds dat tegelijkertijd gewed had dat de hypotheeken zouden bezwijken. De Volcker Rule was gericht op dit soort constructies en had hoofdzakelijk gevolgen voor dit type grote zakenbanken.²²⁶ De hoorzitting van de permanente onderzoekscommissie van de Senaat, die een week later plaatsvond, stookte het vuurtje nog extra op.²²⁷ Er bleken door medewerkers van Goldman mailtjes te zijn verstuurd waarin ze de effecten die ze aan klanten hadden verkocht een “shitty deal” noemden, terwijl ze dus geld verdienden toen die effecten faalden.²²⁸ Er ontspoon zich een discussie tussen senatoren en Goldman-CEO en -CFO Blankfein en Viniar over de vraag of het een vorm van market making of handel voor eigen rekening was geweest. In elk geval leek hier sprake te zijn van de belangenverstremming waar Volcker zo op tegen was, hoewel Blankfein stelde dat ze hun handelsactiviteiten voor eigen rekening zo veel mogelijk gescheiden hielden van klantendiensten.²²⁹ De controverserige rondom de bekende investeringsbank schudde zowel het volk als het politieke bestel op en zorgde dat voor een

²²² Adam Nagourney, Jeff Zeleny, Kate Zernike, Michael Cooper, “G.O.P. Used Energy and Stealth to Win Seat,” *The New York Times*, January 21, 2010, <https://www.nytimes.com/2010/01/21/us/politics/21reconstruct.html>; William Schneider, “Dems face populist revolt,” *Politico*, 20 januari 2010, bezocht op 8 oktober, 2019, <https://www.politico.com/story/2010/01/dems-face-populist-revolt-031704>; Mary Bottari, “Scott Brown Successfully Capitalized on the Bailout Blues,” *The Center for Media and Democracy’s PR Watch*, 20 januari 2010, bezocht op 8 oktober 2019, <https://www.prwatch.org/news/2010/01/8842/scott-brown-successfully-capitalized-bailout-blues>; Brian Montopoli, “Scott Brown’s Victory: What Does it Mean?,” *CBS News*, 19 januari 2010, bezocht op 8 oktober 2019, <https://www.cbsnews.com/news/scott-browns-victory-what-does-it-mean/>.

²²³ Adam Nagourney, “A Year Later, Voters Send a Different Message,” *The New York Times*, January 20, 2010, <https://www.nytimes.com/2010/01/20/us/politics/20assess.html>; *Washington Post* Editorial, “The ‘Volcker Rule’ could clarify roles and risks in the financial system.”

²²⁴ White House. “President Obama Calls for New Restrictions on Financial Institutions;” Coffee Jr., “Political Economy of Dodd-Frank,” 1058-1059, 1073.

²²⁵ “SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages,” U.S. Securities and Exchange Commission, 16 april 2010, bezocht op 9 oktober 2019, <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm>.

²²⁶ Peter J. Henning, “What’s Next for Goldman Sachs?,” *DealBook The New York Times*, 29 april 2010, bezocht op 9 oktober 2019, <https://dealbook.nytimes.com/2010/04/29/whats-next-for-goldman-sachs/?searchResultPosition=12>.

²²⁷ Story, “In Washington, Battles in Two Rings.”

²²⁸ U.S. Congress, Senate, Permanent Subcommittee, *The Role of Investment Banks: Hearing*, 106-107, 109-110, 126-127, 132-139.

²²⁹ *Ibid.*, 145-146.

stroomversnelling van het wetsonderdeel.²³⁰ Een maand later kwam Dodd-Frank inclusief Volcker Rule door de Senaat.

Maar uit meer gebeurtenissen bleek dat de regering-Obama en Democraten politieke munt wilden slaan uit de regel. Zo was de naam van het wetsonderdeel bedacht door politiek strateeg Axelrod, om extra gebruik te maken van de populariteit van Volcker, die bekend stond om zijn integriteit en onafhankelijkheid.²³¹ Daarnaast was de keuze om dit door te voeren ook een manier om Volcker voor hen te winnen, omdat ze tot dan toe niet erg naar hem geluisterd hadden en hij zich nu aansloot bij Democratische leiders en het ministerie van Financiën in hun verzet tegen nog zwaardere maatregelen: voorstellen om grote banken hun derivatenhandel in aparte dochterondernemingen onder te brengen of om een maximale grootte in te stellen voor banken, zodat ze moesten opsplitsen, die sommige senatoren hadden gewild.²³² Volcker zelf vergaarde ook steun onder vijf voormalige ministers van Financiën en vroeg hen om via een opiniestuk druk te zetten op het Congres.²³³

Democraten gebruikten de Volcker Rule dus om te laten zien dat ze gehoor gaven aan de publieke wens om banken te straffen en te beperken in hun (winstgevende) activiteiten. De reden dat de regel daar zo geschikt voor was, was omdat de belangrijkste rechtvaardiging ervan zo populistisch van aard is. Het hoofdargument dat Volcker heeft gegeven, lijkt heel economisch, maar is uiteindelijk vooral politiek.²³⁴ Het was een oordeel over wat banken wel en niet mochten doen, zolang ze met belastinggeld gesteund werden. Volcker zei in de Senaatshoorzitting: "What I want to get out of the system is taxpayer support for speculative activity."²³⁵ Daarmee was het een respons op de kritiek dat Dodd-Frank de mogelijkheden tot bailouts institutionaliseerde, wat risicovolle activiteiten bevorderde.²³⁶ Volgens Volcker was het niet gepast ("appropriate") voor een bank die profiteerde van het federale vangnet (zoals toegang tot extra liquiditeit van de Fed, TARP en het depositogarantiestelsel) om dit type activiteiten te ondernemen, die niet gerelateerd zijn aan essentiële nutsfuncties van banken als lenen, sparen of het verzorgen van een betalingssysteem.²³⁷ Volgens hem zouden bankreddingen nodig blijven en hij vond dat de belastingbetaler niet zou moeten opdraaien voor speculatieve, risicovolle activiteiten met winstbejag zonder direct klantbelang.²³⁸ Hij was verbolgen over het feit dat investeringsbanken Goldman Sachs en Morgan Stanley midden in de crisis een commerciële banklicentie hadden gekregen en daardoor konden profiteren van het TARP-fonds van 700 miljard dat de overheid ter beschikking had gesteld en

²³⁰ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 3-4.

²³¹ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

²³² Edward Wyatt, "In Tough Stance on Wall St., Democrat Finds Few Allies," *The New York Times*, May 16, 2010, <https://www.nytimes.com/2010/05/16/us/politics/16derivatives.html>. "Brown, Kaufman File Amendment On Too Big To Fail Legislation," Senator Sherrod Brown for Ohio, 29 April 2010, bezocht op 9 oktober 2019, <https://www.brown.senate.gov/newsroom/press/release/brown-kaufman-file-amendment-on-too-big-to-fail-legislation>. Andy Kroll, "Dodd's Death Blow to Swaps Spin-off," *Mother Jones*, 19 mei 2010, bezocht op 10 oktober 2019, <https://www.motherjones.com/politics/2010/05/dodd-swaps-amendment-blanche-lincoln-financial-regulatory-reform-senate/>.

²³³ W. Michael Blumenthal, Nicholas Brady, Paul O'Neill, George Shultz en John Snow, "Congress Should Implement the Volcker Rule for Banks," *Wall Street Journal*, February 22, 2010, <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703983004575074123680183534>; Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 18, "The Rule."

²³⁴ Volcker, *Statement of Paul A. Volcker*, Before The Committee on Banking, 1-2.

²³⁵ U.S. Congress, Senate, Committee, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks: Hearing*, 26.

²³⁶ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 8-10.

²³⁷ *Ibid.*, 86-87; Volcker, *Statement of Paul A. Volcker*, Before The Committee on Banking, 1-3, 5.

²³⁸ Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 17, "In Retrospect."

leningen tegen gunstige voorwaarden van de Fed.²³⁹ Ze gingen toen in feite speculeren met publiek geld.²⁴⁰

Het zou een echt economisch argument zijn geweest als door het afstoten van deze handelsactiviteiten er minder bankfaillissementen en dus bailouts zouden zijn. Dat is echter maar beperkt aangevoerd door Volcker; er is een stukje risico weggehaald en de bankbalans is wat ingekrompen, zoals besproken in hoofdstuk 3.2. Door de beperkte invloed op de banken was er eveneens maar een kleine inperking van de moral hazard door de regel. Maar zoals vermeld, had het tal van andere risicovolle activiteiten, zoals die de crisis hadden veroorzaakt, niet voorkomen. Banken die onder het federale vangnet vielen, mochten niet meer voor eigen rekening handelen, maar dat had ook impact op eventuele synergievoordelen, winstgevendheid en schaalgrootte en daarmee de efficiëntie van banken, die juist ten goede zou kunnen komen van de diensten voor klanten.

Er is en was discussie tussen economen over de economische gevolgen van de moral hazard van Too-Big-To-Fail.²⁴¹ Enkelen beweerden dat zolang banken streng gereguleerd worden, met beperkende regels en toezicht, het voor het financiële systeem niet slecht was dat het reddingsmechanisme bestond.²⁴² Maar het criterium dat Volcker had opgesteld, ging niet zozeer over de financieel-economische nadelen van het bestaan van de moral hazard, maar over de vraag of de belastingbetaler voor dit soort activiteiten garant moest staan. Volcker vond het ongepast dat banken speculatieve activiteiten met winstbejag, zonder essentiële nutsfunctie of klantopdracht ondernamen, zolang de belastingbetaler garant stond. Die overwegingen gaan echter, buiten de veronderstelde risico's, niet over de efficiëntie, instabiliteit, winstgevendheid of het concurrentievermogen van banken binnen het financiële systeem. Dat de activiteiten geen nutsfunctie hadden, gericht waren op winst en daarom dus niet beschermd moesten worden door belastingbetaler, zegt nauwelijks iets over de financieel-economische gevolgen. Zodoende zat er vooral een sterke politieke motivering achter de Volcker Rule.

3.4 Belangengroepen die hun wensen doorvoeren in de Volcker Rule

Deze paragraaf gaat in op de vraag *Hoe werd de Volcker Rule beïnvloed door belangengroepen?* Het is lastig vast te stellen in hoeverre, zoals bij Glass-Steagall, bepaalde belangengroepen echt gelobbyd hebben vóór de Volcker Rule. De partijen die er profijt van hadden, waren investeerders en niet-bank gerelateerde handelshuizen of fondsen, die concurrentie zagen verminderen en getalenteerde oud-handelaren van de bank in dienst konden nemen.²⁴³ Maar het is moeilijk voor te stellen dat zij in staat waren de regel door te drukken, door bijvoorbeeld campagnes van congresleden te steunen, omdat ze niet sterker werden geacht dan de banklobby die juist fel tegen de regel heeft gelobbyd. Bovendien zouden de bronnen, zoals persoonlijke correspondentie en ontmoetingen of eventuele geldstromen hoogstwaarschijnlijk pas later bekend worden, vanwege het controversiële karakter ervan, als vanuit die hoek een bewuste poging gedaan is om banken te dwarsbomen. Wel goed

²³⁹ Ibid., Ch. 17, "In Retrospect;" Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

²⁴⁰ Volcker, *The Quest for Sound Money and Good Government*, Ch. 16, "The Three Verities, "Sound Finance."

²⁴¹ Dealbook, "Greenspan Calls to Break Up Banks 'Too Big to Fail'," *The New York Times*, 15 oktober 2009, bezocht op 25 oktober 2019, <https://dealbook.nytimes.com/2009/10/15/greenspan-break-up-banks-too-big-to-fail/>.

²⁴² Paul Krugman, "Financial Reform 101," *The New York Times*, 1 april 2010, <https://www.nytimes.com/2010/04/02/opinion/02krugman.html>.

²⁴³ John Maggs, "Big Banks Brace for Curbs," *Politico*, 12 Januari 2011, <http://www.politico.com/news/stories/0111/47447.html>.

gedocumenteerd zijn de pogingen van Wall Street om het wetsonderdeel tegen te houden of af te zwakken. Ik maak ook veel gebruik van een artikel van jurist Gary.²⁴⁴ Uit de bronnen rijst een beeld op dat voor de geraakte partijen de Volcker Rule uiteindelijk wel een acceptabele maatregel was, vanwege afzwakking van de regel, de interpretatiemogelijkheden die het wetsonderdeel bood en vervelendere (afgeschoten) alternatieven. Deze redenen die de regel aanvaardbaar maakten voor de belangengroepen zal ik toelichten.

Binnen belangengroepentheorie is een belangrijke these dat belangengroepen zullen vormen als een kleine groep leden een groot belang heeft in de uitkomst van deliberatie over wetgeving.²⁴⁵ Daar was ook nu sprake van. Goldman Sachs en Morgan Stanley, de enige onafhankelijk overgebleven investeringsbanken van weleer, werden het hardst geraakt door de Volcker Rule. Hun investeringen in hedgefondsen en private-equityfondsen zaten ver boven het maximum van 3 procent en ze moesten hun handelsafdelingen afstoten of verkleinen.²⁴⁶ In 2009 waren er zo'n 2000 lobbyisten in dienst van banken in Washington, die jaarlijks tientallen miljoenen inzette.²⁴⁷ Veel geld ging naar de leden van de commissies die het financiële systeem reguleerden. Ze konden banen aanbieden aan politici en hun stafleden. Daarnaast was het voor hen relatief makkelijker om de status quo te verdedigen, door te voorkomen dat wetsvoorstellen werden aangenomen. De bankensector was goed georganiseerd en bezat ook de benodigde expertise om de ingewikkelde wetgeving te begrijpen en dus naar hun voordeel te buigen, volgens onderzoek van Gary.²⁴⁸

De eerste belangrijke reden dat de Volcker Rule uiteindelijk acceptabel voor banken was, is dat hij flink is afgezwakt. Er is duidelijk dat lobbygroepen van banken daar in geslaagd zijn, dankzij ironisch genoeg, senator Scott Brown. Het was het gevolg van de procedurele regels van de Senaat.²⁴⁹ Brown had als gematigde Republikein een noodzakelijke stem om een filibuster van 40 senatoren te breken, die kon voorkomen dat een wet in stemming werd gebracht.²⁵⁰ Bovendien wilde Obama's regering voor de G-20 vergadering op 26 juni het uiteindelijke maatregelenpakket rond hebben, waardoor Brown een extra sterke positie had.²⁵¹ Hij was vooral bezorgd over het effect op banken in Massachusetts en eiste (publiekelijk) dat zij hun activiteiten konden voortzetten. In die staat zaten veel investeringsbanken, waar hij tijdens zijn campagne financiële steun van had gehad, zoals later door de Boston Globe later werd onthuld.²⁵² De Volcker Rule is pas in de gezamenlijke conferentie

²⁴⁴ Alison K. Gary, "Creating a Future Economic Crisis: Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule," *Oregon Law Review* 90, no. 5 (2012): 1340-1387.

²⁴⁵ Gary, "Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule," 1354-1355.

²⁴⁶ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 89; Dave Clark en Joe Rauch, "Banks Seek to Avoid Volcker Rule 'Fire Sale'," *Reuters*, 7 december 2011, bezocht op 8 oktober 2010, <http://www.reuters.com/article/2011/12/07/us-financial-regulation-volcker-idUSTRE7B60QZ20111207>; Emily Stephenson en Douwe Miedema, "U.S. finalizes Volcker rule, curbing Wall Street's risky trades," *Reuters*, 11 december 2013, bezocht op 8 oktober 2019, <https://www.reuters.com/article/us-financial-regulation-volcker/u-s-finalizes-volcker-rule-curbing-wall-streets-risky-trades-idUSBRE9B705120131211>.

²⁴⁷ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

²⁴⁸ Gary, "Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule," 1351, 1353-1356.

²⁴⁹ *Ibid.*, 1354-1357.

²⁵⁰ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 56-57. Een filibuster is een tactiek in de Senaat van het alsmaar uitstellen van het in stemming brengen van een wet. Destijds waren er 60 van de 100 senatoren nodig om een filibuster te breken. Democraten bezaten na de speciale verkiezing van Republikein Scott Brown in 2010 59 Senaatszetels (inclusief twee onafhankelijke kandidaten, Sanders en Lieberman, die over het algemeen meestemden met de Democratische Partij).

²⁵¹ Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

²⁵² Gary, "Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule," 1359; Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 462-463; Donovan Slack, "Donations Poured in as Brown's Role Grew," *Boston Globe*, 12 december, 2010, bezocht op 10

van Huis en Senaat van 24 en 25 juni in de wet opgenomen. Brown kreeg voor elkaar dat bankentiteiten drie procent van hun Tier 1 kapitaal in hedgefondsen en private-equityfondsen mochten blijven investeren, in plaats van het maximum van \$500 miljoen dat Volcker had gewild.²⁵³ Tier 1 is bovendien een rekbaar begrip en de meeste consumentenbanken zaten onder de 3-procentnorm.²⁵⁴ Daarentegen ging het bij de grote banken als JP Morgan Chase om een aantal miljarden, die ze moesten desinvesteren. Volcker had nauwelijks invloed kunnen uitoefenen op deze vergadering, en had liever een striktere invulling gehad, maar hij was blij dat het verbod op handelen voor eigen rekening intact was gebleven.²⁵⁵

De tweede reden om de regel te accepteren was dat banken mogelijkheden zagen het wetsonderdeel te ontwijken, omdat lastig te definiëren was wanneer iets onder handel voor eigen rekening viel. Voordat de wet werd ingevoerd waren banken al aan het kijken hoe ze hun beste handelaren op nieuwe posities konden plaatsen en de handelsactiviteiten op een andere manier konden voortzetten.²⁵⁶ Over de precieze afbakening (en dus regulering) van handel voor eigen rekening was bij specialisten geen consensus en dezelfde activiteiten konden door de banken vaak ook onder market making worden geschaard.²⁵⁷ Market making is het inspelen van een financiële instelling op verwachte bewegingen in de markt, bijvoorbeeld bij een aanstaand kwartaalverslag, door alvast aandelen te kopen of short te gaan. Dat werd in naam voor klanten gedaan, om hen mee te laten profiteren van deze activiteiten, door ze een gunstigere prijs voor effecten aan te bieden. De uiteindelijke beschrijving van de regel bevatte woorden die mogelijkheden voor banken openliet.²⁵⁸ Om het onderscheid te verhelderen tussen toegelaten en verboden activiteiten, gaf de Dodd-Frank Act opdracht om door de Financial Stability Oversight Council (FSOC) precieze implementatie uit te werken, waarbij Paul Volcker zoals vermeld een doorslaggevende rol heeft gespeeld.²⁵⁹ Het is goed mogelijk dat de banken hadden gehoopt dat ze deze uiteindelijke uitwerking ook nog flink konden beïnvloeden, eventueel via Republikeinen.²⁶⁰ Immers werden de exacte richtlijnen, regels en wijze van toezicht en straffen pas na meer dan 3 jaar overleg opgesteld.²⁶¹

Een derde reden waarom de Volcker Rule de banken relatief goed uitkwam was dat mede daardoor geen alternatieve maatregelen werden genomen wat betreft functiescheiding, of het opbreken van banken, die grotere impact hadden gehad. De herinvoering van Glass-Steagall, zoals door sommige Congresleden voorgesteld werd, ging niet door.²⁶² Naast de economische redenen daarvoor, die ik heb besproken, was het ook een onlogische stap geweest vanwege de gebeurtenissen in de crisis. Uit het faillissement van Lehman Brothers, bleek namelijk juist hoezeer ook investeringsbanken

oktober 2019,

http://archive.boston.com/news/nation/articles/2010/12/12/banks_donations_soared_as_brown_negotiated/

²⁵³ Gary, "Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule," 1360-1362.

²⁵⁴ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 88.

²⁵⁵ Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 18, "The Rule;" Cassidy, "Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill."

²⁵⁶ Aaron Lucchetti en Jenny Strasburg, "Banks Redefine Jobs of 'Prop' Traders," *Wall Street Journal*, 6 juli, 2010, <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703620604575349161970563670>.

²⁵⁷ Skeel, *Understanding the Dodd-Frank Act*, 88.

²⁵⁸ Gary, "Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule," 1365.

²⁵⁹ Silber, *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*, Ch. 18, "The Rule"

²⁶⁰ Phil Mattingly, "Derivatives, 'Volcker' Rules May Be House Republican Targets," *Bloomberg*, 19 november 2010, bezocht op 10 oktober 2019, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-11-19/derivatives-volcker-rules-may-be-house-republican-targets>.

²⁶¹ Cassidy, "Two Cheers for the New Volcker Rule."

²⁶² U.S. Congress, House, *Glass-Steagall Restoration Act*.

steembanken waren geworden. Het failliet laten gaan ervan, was precies een actie in de denktrant van Glass-Steagall; een zakenbank zou niet zorgen voor fundamentele diensten.²⁶³ Maar die keuze pakte rampzalig uit, omdat Lehman totaal verweven was met het internationale financiële en economische verkeer, waardoor allerlei problemen ontstonden en het vertrouwen kelderde.²⁶⁴ Zoals Kotlikoff stelt zou een herinvoering van Glass-Steagall leiden tot niet-bancaire instellingen met handelsactiviteiten die eventueel ook gered zouden moeten worden, terwijl ze niet aan de strikte bankregulering hadden hoeven voldoen.²⁶⁵ Daarmee was de rationale om opnieuw een strikte functiescheiding aan te brengen weg. Zoals ik vermeld heb, werden ook andere voorstellen die banken zouden opsplitsen niet doorgevoerd. En ook een bankbelasting ging niet door, dankzij dezelfde Brown, al is daarbij minder duidelijk een relatie met de Volcker Rule, omdat het geen echt alternatieve maatregel is.²⁶⁶ Belangengroepen van banken hadden door deze drie redenen een minder sterk motief om de Volcker Rule volledig te dwarsbomen, hoewel ze er dus wel aan hebben gemorrelt.

3.5 Motivering van de Volcker Rule

De financieel-economische motivering achter de Volcker lijkt beperkt. Het was een kleine stap om belangenverstrengeling, verkeerde stimulansen en risicovolle activiteiten te verminderen, die ook door andere partijen konden worden ondernomen en geen directe relatie hadden met klanten. Ook zouden banken erdoor wat inkrimpen, waardoor minder sprake was van de Too-Big-To-Fail moral hazard. Eveneens zou de regel de cultuur van banken enigszins beschermen. Er bleven binnen banken echter nog veel andere risicovolle activiteiten over, met bijbehorende beloningen, die wel gerelateerd waren aan klanten. Die hadden ook weer hun weerslag op de bankcultuur. Volcker was overtuigd van deze argumenten, die ook uitvoerig door politici en economen zijn gewogen, maar had liever sterkere maatregelen gezien. Die haalden het echter niet.

De regering-Obama zag na de verkiezing in Massachusetts ineens in dat met alleen verhoogde kapitaaleisen voor banken de burger niet tevreden zou zijn. Daarom was juist dit wetsonderdeel zeer geschikt om politiek in te zetten, net als Paul Volcker geschikt was als mascotte. De bankreddingen waren uiterst impopulair geweest en de regering voelde aan dat een inperking van de bewegingsvrijheid van banken wel goed zou vallen. Goldman Sachs hielp nog een handje mee door als grijpgrage bank voor extra controversie te zorgen. Aldus werd het uiteindelijk meer een politiek gedreven regel, die als belangrijkste uitgangspunt had dat banken die profiteerden van federale steun, bepaalde activiteiten niet hoorden te ondernemen. Dat was het belangrijkste standpunt wat Volcker heeft gebruikt en is op zichzelf vooral een ethisch oordeel, een met afkeuring geladen idee, dat aansloot bij de maatschappelijke sentimenten. Het was in die zin ook meer een respons op de bailouts door de overheid en de onvrede over het gedrag van bankiers, dan op de financiële crisis met al haar uiteenlopende en complexe oorzaken. Andere maatregelen met sterkere economische

²⁶³ Laurence J. Kotlikoff, *Jimmy Stewart Is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking* (Hoboken, N.J.: Wiley, 2010), Ebook, <https://archive.org/details/jimmystewartisde00kotl>, 151.

²⁶⁴ Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 333-343.

²⁶⁵ Kotlikoff, *Financial Plague with Limited Purpose Banking*, 151.

²⁶⁶ Pat Garofalo, "Banks Gave Heavily To Scott Brown As He Watered Down Financial Reform," *Think Progress*, 12 december 2010, bezocht op 10 oktober 2019, <https://thinkprogress.org/banks-gave-heavily-to-scott-brown-as-he-watered-down-financial-reform-39716fda20b/>. David M. Herszenhorn, "Bank Fee Is Eliminated in Financial Bill," *The New York Times*, 30 juni 2010, <https://www.nytimes.com/2010/06/30/business/30regulate.html>.

motivatie, zoals de verhoogde kapitaaleisen, pakten die wel aan, terwijl alternatieve regulering om politieke redenen en lobbykracht uiteindelijk niet werd doorgevoerd.

Of belangengroepen voor de Volcker Rule hebben gelobbyd, is niet helemaal duidelijk. Wel is zeker dat de kleine groep banken die geraakt werden er in slaagde de regel flink af te zwakken, door handig gebruik te maken van Brown en de Senaatsprocedures. De 3-procentsnorm is daar een duidelijk gevolg van. Daarnaast is het waarschijnlijk dat ze kans zagen om de precieze regulering nog te beïnvloeden en door slimme definiëring van hun eigen activiteiten onder de strengste eisen uit konden komen. Bovenal was het voor de belangengroepen een acceptabele maatregel, omdat het alternatief tegen Too-Big-To-Fail was, om banken op te splitsen, wat veel verstrekkender was geweest. Daarmee is het een maatregel geworden met een beperkte economische rechtvaardiging, een sterke politieke motivering met oog voor maatschappelijke sentimenten, maar een bescheiden impact, waardoor hij voor geraakte partijen aanvaardbaar was.

4. Vergelijking en conclusie

Vast staat dat Paul Volcker en Carter Glass al ver voordat hun wetsonderdeel werd ingediend, zeer kritisch waren over functievermenging binnen banken. Hun financieel-economische visie op het banksysteem is terug te herleiden naar eerdere uitspraken en acties en is te herkennen in de uiteindelijke wetsonderdelen. De vaststelling is dat er inderdaad sprake van publieke belangenwetgeving kan zijn als instigators hun eigen ideeën daarover kunnen doorvoeren. Bij Glass en betrokken personen was dit ook nog eens gekleurd door een theorie: de real bills doctrine. Zijn wens om twee parallelle bankensystemen te creëren kwam door het wetsonderdeel uit: een investeringsbanksysteem met kapitaalmarkten voor korte termijn investeringen en een consumentenbanksysteem waar voor de lange termijn krediet kon worden verleend.²⁶⁷ De rigiditeit en holistische denktrant van die theorie had aldus zijn weerslag op het bereik van de uiteindelijke regulering. Volckers ideeën zijn wel verwerkt in zijn regel, maar minder sterk dan hij zelf graag had gezien. Daarbij was er dan ook geen sprake van een alomvattende achterliggende theorie met brede steun. Ook heeft het feit dat Glass als senator zelf invloed kon uitoefenen en Volcker als adviseur bijvoorbeeld niet bij de beslissende Congresconferentie over de wet was, hierbij ongetwijfeld een rol gespeeld. De economische argumenten van Glass waren stelliger, fundamenteler en verstrekkender dan die van Volcker en claimden ook (deels onterecht) de oorzaken van de crisis aan te pakken. De bijkomende economisch-culturele argumenten over banken hebben een treffende gelijkenis, maar hun impact lag vooral in het versterken van het denken in tegengestelde functies van banken: essentiële risicoarme diensten als kredietverstrekking tegenover risicovolle speculatieve handelsactiviteiten. De hoorzittingen voorafgaand aan Glass-Steagall leverden een bevestiging van Glass' ideeën op, terwijl in 2009-10 minder eenstemmigheid was over eventuele maatregelen.

Glass-Steagall was een reactie op de bankencrisis en beurskrach en in tweede instantie op de laksheid van de Federal Reserve en gebrek aan toezicht op de geaffilieerde effectenhuizen. De Volcker Rule had niet zoveel te maken met de oorzaken van de crisis, maar des te meer met het gedrag en de activiteiten van banken die daarin figureerden. De Rule was hoofdzakelijk een respons op de gedwongen bankreddingen door de overheid en de cultuur en het gedrag van banken in hun handelsactiviteiten. Crisissentimenten speelden ook nog een andere rol in de economische overwegingen: De wetgevers probeerden met de maatregelen de spaarder te ontzien als mogelijke gedupeerde van risicovol gedrag van bankiers, doordat ze investeringsactiviteiten verboden. Bij Glass-Steagall was daarnaast een belangrijke motivering van senatoren om het in te voeren, de onvrede over het feit dat banken via aan hen geaffilieerde effectenbedrijven de wet ontdoken. Die beweegreden zat wel dicht bij een politiek argument inspelend op sentimenten. Maar het is vooral een overweging geboren uit de wens om terug te keren naar een financiële situatie die bestaan had en waar de geest van de bestaande wet op was gericht. Daardoor was de stap minder groot dan een mogelijke opsplitsing van banken in 2010 was.

In het geval van Glass-Steagall werden de economische overwegingen nauwelijks beperkt door politieke en ambtelijke haalbaarheid of tegenstribbelende belangengroepen. Senatoren wilden af van de wetsontwijkende constructies van banken en geaffilieerde effectenbedrijven. Bij de Volcker Rule spraken veel politici, economen en toezichhouders over het einde van Too-Big-Too-Fail, maar konden die economische ambitie niet waarmaken. Er was geen brede steun voor vergaande maatregelen zoals opsplitsing of inkrimping, omdat politici niet (economisch) overtuigd waren, de regering tegenstander was, het onhaalbaar leek om te gaan naar een situatie met kleinere gespecialiseerde banken en belangengroepen zich er succesvol tegen verzetten. Naast het feit dat

²⁶⁷ White, "Before the Glass-Steagall Act: An analysis," 39.

verstrekendere maatregelen onhaalbaar waren, vormde de Volcker Rule zelf een hele goede invulling aan de maatschappelijke wens om onnodige speculatie door systeembanken te voorkomen of er niet meer met belastinggeld garant voor te staan. Daaruit volgde het politieke motief om de handels- en investeringsactiviteiten van TBTF-banken te beperken en het economische argument om ze enigszins in te krimpen en risico's te verminderen.

De crises zorgden voor een 'window of opportunity' wat betreft maatschappelijke sentimenten om het financiële systeem te hervormen en leidden mede tot ruime verkiezingsoverwinningen voor hervormingsgezinde Democraten. De crises leken te wijzen naar banken als schuldigen doordat de ene economische crisis gepaard ging met beursdalingen (1929) en de andere met een kredietcrisis (2008), naast de in beide gevallen voorkomende bankfaillissementen. Het feit dat de (investerings)banken al vrij snel weer winst konden maken en/of waren gered met belastinggeld verergerde de onvrede. Door de negatieve associaties werden financiële instellingen aan Wall Street een zondebok. De Pecora-hoorzittingen en het verhoor van Goldman in 2010 stookten die sentimenten verder op: beiden speelden een effectieve rol in het creëren van maatschappelijk en politiek draagvlak voor dit type wetsonderdelen. De aanklachten kwamen niet precies overeen met de economische motieven en bedoelingen van de wetsonderdelen, maar hadden daar wel voldoende raakvlakken mee om politici te overtuigen van hun nut. Het maatschappelijke draagvlak voor vergaande maatregelen leek in beide periodes aanwezig, maar was als alleenstaand motief onvoldoende in 2010. Bij de Volcker Rule durfden de meeste politici geen opsplitsing of forse inkrimping van banken aan. Glass maakte juist handig gebruik van het gecreëerde sentiment tegen stedelijke zakenbanken, terwijl die feitelijk maar een beperkte invloed op de bankencrisis hadden gehad. Zijn wetsvoorstel had daarbij de steun van bepaalde belangengroepen. Belangengroepen konden in beide gevallen een vuist te maken, maar hadden andere doelen. Daarbij komt de terechte observatie van Eichengreen dat de geaffilieerde effectenhuizen in '33 slecht draaiden en dat men weinig vertrouwen had in de toekomstige beurskoersen, terwijl de handelsafdelingen in 2010 alweer winsten maakten.²⁶⁸ Dat had gevolgen voor het lobbygedrag van banken. In 2010 lukte het de banken om de Volcker Rule af te zwakken en alternatieven te voorkomen. In 1933 was er met Glass-Steagall de mogelijkheid om een concurrent buitenspel te zetten, terwijl enkel slecht lopende effectenhuizen afgestoten hoefde te worden. De samenstelling van het Congres speelde hierbij een cruciale rol. Het Rockefeller-blok had zich achter Democraten geschaard, die ruime meerderheden hadden in 1933. Eveneens waren veel Republikeinen toen al overtuigd door andere overwegingen. Terwijl lobbygroepen tegen de Volcker Rule zich mobiliseerden rondom de Republikein met beslissende stem, Scott Brown. Het was nog veel lastiger geweest om de benodigde 60 senatoren ingrijpendere bankregulering te laten steunen. De afwezige steun van andere Republikeinen geeft wel aan hoe politiek kwetsbaar zelfs de maar beperkte Volcker Rule was. De economische rechtvaardiging was gelimiteerd en enkel de Democraten dachten blijkbaar dat ze er politiek gewin mee konden behalen.

Andere verklaringen voor het verschil in de impact van de wetsonderdelen zouden onderzocht kunnen worden. Eichengreen kaart aan dat er nogal verschil was tussen de complexiteit en de internationale verstrengeling van het financiële systeem, inclusief toezichthouders en regels, in 1933 en 2010. De almaar uitdijende complexiteit van dat systeem had het in 2010 veel moeilijker gemaakt om verstrekkende compartimenterende of opsplitsende maatregelen te nemen. En vanwege de veel

²⁶⁸ Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 246.

sterker geglobaliseerde markt dan in 1933 was het ook ineffectief geweest om enkel in de VS tot hevige ingrepen in banken over te gaan.²⁶⁹

Een belangrijke conclusie is dat bankreguleringen in crisistijd balanceren tussen belangen, maar dat daarbinnen voor betrokkenen best veel speelruimte is om een wet naar hun wensen in te richten. De analyses en oplossingen zijn imperfect, waardoor ruimte is om te sturen op basis van overtuigende motivaties. Glass en Volcker waren beide in staat hun eigen denkbeelden in de wetsartikelen door te laten klinken, ondanks de tegenkrachten van allerlei belangen. Niettemin hadden zij wel maatschappelijk draagvlak nodig dat werd gecreëerd in de crises, verwoord in de hoorzittingen en gevoeld in verkiezingstijd. Dat moesten zij bovendien omzetten in politiek acceptabele wetsonderdelen. Glass had het geluk dat hij steun van belangengroepen kreeg, zijn wetsonderdelen aan de crisis(orzaken) kon koppelen, een economische theorie aan zijn zijde had en de afkeer van de effectenhuizen kon gebruiken. Volcker kreeg tegenwerking van belangengroepen, kon enkel naar de bailouts en niet naar de crisis zelf wijzen, terwijl politici en economen het niet eens werden over de beste oplossingen, waardoor maar een beperkt wetsonderdeel mogelijk was. Daarom kreeg de Volcker Rule terecht de bijnaam 'Glass-Steagall Lite.'

²⁶⁹ Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 319-320.

5. Bibliografie

5.1 Literatuur

1. Ang, James S., and Terry Richardson. "The underwriting experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act: A re-examination of evidence for passage of the act." *Journal of Banking & Finance* 18.2 (1994): 351-395.
2. Benston, George J. *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*. London: Macmillan, 1990.
3. Calomiris, Charles W. and Stephen H. Haber. *Fragile by design: The political origins of banking crises and scarce credit*. Vol. 48. Princeton: Princeton University Press, 2014.
4. Calomiris, Charles W. "The political lessons of Depression-era banking reform." *Oxford Review of Economic Policy* 26.3 (2010): 540-560.
5. Calomiris, Charles W. *US bank deregulation in historical perspective*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.
6. Chernow, Ron. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*. New York: Grove Press, 2010. Ebook.
7. Coffee Jr., John C. "Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated." *Cornell Law Review* 97, no. 5 (July 2012): 1019-1082.
8. Eichengreen, Barry. *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses-And Misuses-of History*. Cary: Oxford University Press, Incorporated, 2015. Accessed July 9, 2019. ProQuest Ebook Central.
9. Ferguson, Thomas. "From Normalcy to New Deal: Industrial Structure, Party Competition, and American Public Policy in the Great Depression." *International Organization* 38, no. 1 (1984): 41-94. <http://www.jstor.org/stable/2706601>.
10. Gary, Alison K. "Creating a Future Economic Crisis: Political Failure and the Loopholes of the Volcker Rule." *Oregon Law Review* 90, no. 5 (2012): 1340-1387.
11. Glasner, David. "The real-bills doctrine in the light of the law of reflux." *History of Political Economy* 24.4 (1992): 867-894.
12. Kennedy, Susan Estabrook. *Banking Crisis of 1933*. Lexington: University Press of Kentucky, 2014. Accessed June 21, 2019. ProQuest Ebook Central. <https://ebookcentral.proquest.com/lib/uunl/detail.action?docID=1915807>.
13. Kotlikoff, Laurence J. *Jimmy Stewart Is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*. Hoboken, N.J.: Wiley, 2010. Ebook. <https://archive.org/details/jimmystewartisde00kotl>.
14. Kroszner, Randall S., and Raghuram G. Rajan. "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933." *The American Economic Review* 84, no. 4 (1994): 810-32. <http://www.jstor.org/stable/2118032>.
15. Kroszner, Randall S. and Philip E. Strahan. "Regulation and deregulation of the US banking industry: causes, consequences, and implications for the future." In *Economic Regulation and Its Reform: What Have We Learned?*. Chicago: University of Chicago Press, 2014. 485-543.
16. Macey, Jonathan R. "Special interest groups legislation and the judicial function: the dilemma of Glass-Steagall." *Emory Law Journal* 33 (1984): 1-40.
17. Meltzer, Allan H. . *A History of the Federal Reserve. Vol. 1, 1913-1951 / with a Forew. by Alan Greenspan*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 2003.
18. More, Dan. "The Virtues of Glass-Steagall: An Argument against Legislative Appeal." *Columbia Business Law Review* 1991, no. 3 (1991): 433-464.

19. Neal, Larry, and Eugene N. White. "The Glass–Steagall Act in historical perspective." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 52.2 (2012): 104-113.
20. Perino, Michael. *The Hellhound of Wall Street: How Ferdinand Pecora's Investigation of the Great Crash Forever Changed American Finance*. New York: Penguin, 2010.
21. Perkins, Edwin J. "The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History." *Banking Law Journal* 88 (1971): 481-576.
22. Posner, Richard A. "Theories of Economic Regulation." *The Bell Journal of Economics and Management Science* 5, no. 2 (1974): 335-58. doi:10.2307/3003113.
23. Prins, Nomi. *All the Presidents' Bankers: The Hidden Alliances that Drive American Power*. New York: Nation Books, 2014. Ebook.
24. Ramirez, Carlos D. and J. Bradford De Long. "Understanding America's hesitant steps toward financial capitalism: Politics, the depression, and the separation of commercial and investment banking." *Public Choice* 106.1-2 (2001): 93-116.
25. Schlesinger, Arthur M. *The Coming of the New Deal: 1933-1935, The Age of Roosevelt, Vol. 2*. New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2003.
26. Shughart, William F. II. "A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933." *Cato Journal* 7, no. 3 (Winter 1988): 595-614.
27. Skeel, David. *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences*. Hoboken: John Wiley & Sons, Incorporated, 2010. Accessed August 2, 2019. ProQuest Ebook Central.
28. Smith, Vernon L., and Bart J. Wilson. *Humanomics: Moral Sentiments and the Wealth of Nations for the Twenty-First Century*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019. doi:10.1017/9781108185561.
29. Silber, William L. *Paul Volcker: The Triumph of Persistence*. New York: Bloomsbury Press, 2012. Electronic Edition.
30. Tabarrok, Alexander. "The separation of commercial and investment banking: the Morgans vs. the Rockefellers." *Quarterly Journal of Austrian Economics* 1.1 (1998): 1-18.
31. Treaster, Joseph B. *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, 2004. Ebook.
32. Wallach, Philip A. "Competing Institutional Perspectives in the Life of Glass–Steagall." *Studies in American Political Development* 28, no. 1 (2014): 26–48.
33. White, Eugene Nelson. "Before the Glass-Steagall Act: An analysis of the investment banking activities of national banks." *Explorations in Economic History* 23.1 (1986).
34. White, Lawrence J. "The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999: A Bridge Too Far - Or Not Far Enough." *Suffolk University Law Review* 43, no. 4 (2010): 937-956.

5.2 Bronnen

1. Aldrich, Winthrop. "Banking Reform." *The New York Times*. 12 Maart 1933. <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/03/12/105117724.pdf>.
2. Blumenthal, W. Michael, Nicholas Brady, Paul O'Neill, George Shultz en John Snow. "Congress Should Implement the Volcker Rule for Banks." *Wall Street Journal*. February 22, 2010. <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703983004575074123680183534>.
3. Bottari, Mary. "Scott Brown Successfully Capitalized on the Bailout Blues." *The Center for Media and Democracy's PR Watch*. 20 Januari 2010. Bezocht op 8 oktober 2019. <https://www.prwatch.org/news/2010/01/8842/scott-brown-successfully-capitalized-bailout-blues>.

4. Cassidy, John. "Two Cheers for the New Volcker Rule." *The New Yorker*. December 10, 2013. <https://www.newyorker.com/news/john-cassidy/two-cheers-for-the-new-volcker-rule>.
5. Cassidy, John. "The Volcker Rule, Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill." *The New Yorker*. July 26, 2010. <https://www.newyorker.com/magazine/2010/07/26/the-volcker-rule>.
6. Chait, Jonathan. "Five Days That Shaped a Presidency." *New York*. October 3, 2016. <http://nymag.com/intelligencer/2016/10/barack-obama-on-5-days-that-shaped-his-presidency.html>.
7. Clark, Dave and Joe Rauch. "Banks Seek to Avoid Volcker Rule "Fire Sale"." Reuters. 7 December 2011. Bezocht op 8 oktober 2019. <http://www.reuters.com/article/2011/12/07/us-financial-regulation-volcker-idUSTRE7B60QZ20111207>.
8. Clerk of the United States House of Representatives. "Final Vote Results For Roll Call 413." Bezocht op 9 juni 2019. <http://clerk.house.gov/evs/2010/roll413.xml>.
9. Committee on the History of the Federal Reserve System (U.S.). *Register of Papers: Henry Parker Willis, Entry 168, Box 7, Folder 4, Item 33, Committee on the History of the Federal Reserve System*. Accessed on August 13, 2019. <https://fraser.stlouisfed.org/archival/1342#471997|472017|458464>.
10. Congress.Gov. "H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Actions Overview." Bezocht op 10 oktober 2019, <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173/actions>.
11. Cooper, Michael. "G.O.P. Senate Victory Stuns Democrats." *The New York Times*. January 20, 2010. https://www.nytimes.com/2010/01/20/us/politics/20election.html?_r=0.
12. Dealbook. "Democrats Use Goldman to Push Bank Bill." *The New York Times*. 28 April 2010. Bezocht op 12 augustus 2019, <https://dealbook.nytimes.com/2010/04/28/democrats-use-goldman-to-push-bank-bill/?rref=collection%2Ftimestopic%2FLevin%2C%20Carl>.
13. Dealbook. "Greenspan Calls to Break Up Banks 'Too Big to Fail'." *The New York Times*. 15 Oktober 2009. Bezocht op 25 oktober 2019. <https://dealbook.nytimes.com/2009/10/15/greenspan-break-up-banks-too-big-to-fail/>.
14. Drum, Kevin. "Prop Trading and the Volcker Rule." *Mother Jones*. April 30, 2010. <https://www.motherjones.com/kevin-drum/2010/04/prop-trading-and-volcker-rule/>.
15. *Economist, The*. "Obama and the banks - Glass-Steagall lite." 22 Januari 2010. Bezocht op 25 Oktober 2019. <https://www.economist.com/unknown/2010/01/22/glass-steagall-lite>.
16. Federal Reserve Bank of St. Louis. *Banking Act of 1933*. June 16, 1933, https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=15952&filepath=/docs/historical/ny%20circulars/1933_01248.pdf.
17. Federal Reserve Bank of St. Louis. "Law Department, The McFadden bill (H. K. 2)." in *Federal Reserve Bulletin* (maart 1927): 181-186. https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=20663&filepath=/docs/publications/FRB/1920s/frb_031927.pdf.
18. Feldstein, Martin. "An Interview with Paul Volcker." *Journal of Economic Perspectives* 27.4 (2013): 105-120.
19. Financial Crisis Inquiry Commission. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Washington DC: U.S. Government Printing Office, 2011. https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf.
20. Franklin D. Roosevelt Presidential Library & Museum. "Press Conference Transcript 1-4, March 8, 1933 - March 17, 1933." In *Press Conferences of President Franklin D. Roosevelt*,

- 1933-1945. Bezocht op 17 juni 2019.
http://www.fdrlibrary.marist.edu/_resources/images/pc/pc0183.pdf.
21. Garofalo, Pat. "Banks Gave Heavily To Scott Brown As He Watered Down Financial Reform." *Think Progress*. 12 December 2010. Bezocht op 10 oktober 2019.
<https://thinkprogress.org/banks-gave-heavily-to-scott-brown-as-he-watered-down-financial-reform-39716fda20b/>.
 22. Glass, Carter. "Glass Urges Curb on Stock Gambling: Senator Glass's Letter." *The New York Times*. 9 November 1929.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/11/09/94204544.pdf>.
 23. Glass, Carter. "Stock Gambling: Senator Glass's Views Differ From Those of Dr. Meeker." *The New York Times*. 21 Augustus 1929.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/08/21/91923188.pdf>.
 24. Grim, Ryan. "Paul Volcker Supports Merkley-Levin Amendment To Senate Financial Reform Bill." *HuffPost*. Laatst geüpdate 25 mei 2011. Bezocht op 13 augustus 2019.
https://www.huffpost.com/entry/paul-volcker-supports-mer_n_582935.
 25. Henning, Peter J. "What's Next for Goldman Sachs?." *DealBook The New York Times*. 29 April 2010. Bezocht op 9 oktober 2019. <https://dealbook.nytimes.com/2010/04/29/whats-next-for-goldman-sachs/?searchResultPosition=12>.
 26. Herszenhorn, David M. "Bank Fee Is Eliminated in Financial Bill." *The New York Times*. 30 juni 2010. <https://www.nytimes.com/2010/06/30/business/30regulate.html>.
 27. Herszenhorn, David M. "Bill Passed in Senate Broadly Expands Oversight of Wall St.." *The New York Times*. May 21, 2010.
<https://www.nytimes.com/2010/05/21/business/21regulate.html?adxnnl=1&hpw=&adxnnlx=1274468424-GxWfvYMJmc8KDay0IN32jQ>.
 28. History, Art & Archives U.S. House of Representatives. "Party Divisions of the House of Representatives, 1789 to Present." Bezocht op 17 juni 2019.
<https://history.house.gov/Institution/Party-Divisions/Party-Divisions/>.
 29. Holcomb, Jesse. "How the Lehman Bros. crisis impacted the 2008 presidential race." *Pew Research Center*. 19 September 2013. Bezocht op 9 oktober 2019.
<https://www.pewresearch.org/fact-tank/2013/09/19/how-the-lehman-bros-crisis-impacted-the-2008-presidential-race/>.
 30. Kroll, Andy. "Dodd's Death Blow to Swaps Spin-off." *Mother Jones*. 19 Mei 2010. Bezocht op 10 oktober 2019. <https://www.motherjones.com/politics/2010/05/dodd-swaps-amendment-blanche-lincoln-financial-regulatory-reform-senate/>.
 31. Krugman, Paul. "Financial Reform 101." *The New York Times*. 1 April 2010.
<https://www.nytimes.com/2010/04/02/opinion/02krugman.html>.
 32. Lucchetti, Aaron en Jenny Strasburg. "Banks Redefine Jobs of 'Prop' Traders." *Wall Street Journal*. 6 Juli 2010.
<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703620604575349161970563670>.
 33. Maggs, John. "Big Banks Brace for Curbs." *Politico*. 12 Januari 2011.
<http://www.politico.com/news/stories/0111/47447.html>.
 34. Mattingly, Phil. "Derivatives, 'Volcker' Rules May Be House Republican Targets." *Bloomberg*. 19 november 2010. Bezocht op 10 oktober 2019.
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-11-19/derivatives-volcker-rules-may-be-house-republican-targets>.
 35. Nagourney, Adam. "A Year Later, Voters Send a Different Message." *The New York Times*. 20 Januari 2010. <https://www.nytimes.com/2010/01/20/us/politics/20assess.html>.

36. Nagourney, Adam, Jeff Zeleny, Kate Zernike, Michael Cooper. "G.O.P. Used Energy and Stealth to Win Seat." *The New York Times*. 21 Januari 2010.
<https://www.nytimes.com/2010/01/21/us/politics/21reconstruct.html>
37. *New York Times, The*. "Aldrich Hits at Private Bankers In Sweeping Plan for Reforms." 9 Maart 1933.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/03/09/105385630.html?pageNumber=1>.
38. *New York Times, The*. "Bank Reform Bill Swiftly Approved." 13 Juni 1933.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/06/14/105392392.pdf>.
39. *New York Times, The*. "Congress Inquiry Likely Into Stock Speculation: Mitchell Explains Stand, Glass Attack Supported – Norris and Fletcher Join Demand That Mitchell Quit Reserve Post." 30 Maart 1929.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1929/03/30/95896908.html>.
40. *New York Times, The*. "Glass Offers Bill to Nip Speculation." 18 Juni 1930.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1930/06/18/97806924.pdf>.
41. *New York Times, The*. "Glass Scores Drift Of Reserve System." 7 Juni 1928.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1928/06/07/95582953.pdf>.
42. *New York Times, The*. "National City Bank to Drop Affiliate. 8 Maart 1933.
<https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1933/03/08/105115819.html?pageNumber=1>.
43. Obama, Barack. "Transcript: Obama on 'Renewing the American Economy'." *The New York Times*. 27 maart 2008. Bezocht op 9 oktober 2019.
<https://www.nytimes.com/2008/03/27/us/politics/27text-obama.html>.
44. Pecora, Ferdinand. *Wall Street under oath: The story of our modern money changers*. New York: Simon and Schuster, 1939.
45. Pepperdine School of Public Policy. "The Democratic Party Platform June 30, 1932." Bezocht op 17 juni 2019. <https://publicpolicy.pepperdine.edu/academics/research/faculty-research/new-deal/1930s-party-platforms/democ.htm>.
46. Pepperdine School of Public Policy. "Republican Platform of 1932." Bezocht op 17 juni 2019. <https://publicpolicy.pepperdine.edu/academics/research/faculty-research/new-deal/1930s-party-platforms/repub.htm>.
47. Roosevelt, Franklin D. "File No. 490: 1932 August 20 Columbus, OH - Campaign Speech." In *Franklin D. Roosevelt-"The Great Communicator" The Master Speech Files, 1898, 1910-1945 Series 1*. Bezocht op 17 juni 2019.
http://www.fdrlibrary.marist.edu/_resources/images/msf/msf00502.
48. Roosevelt, Franklin D. "Inaugural Address Online by Gerhard Peters and John T. Woolley." *The American Presidency Project*. Bezocht op 17 juni 2019.
<https://www.presidency.ucsb.edu/node/208712>.
49. Rossa, Jennifer. "It's About Culture: Former Citi Chairman Backs Volcker Rule." *Wall Street Journal*. 4 februari 2010. Bezocht op 11 augustus 2019.
<https://blogs.wsj.com/privateequity/2010/02/04/its-about-culture-former-citi-chairman-backs-volcker-rule/>.
50. Schneider, William. "Dems face populist revolt." *Politico*. 20 Januari 2010. Bezocht op 8 oktober, 2019. <https://www.politico.com/story/2010/01/dems-face-populist-revolt-031704>.
51. Senator Sherrod Brown for Ohio. "Brown, Kaufman File Amendment On Too Big To Fail Legislation." 29 April 2010. Bezocht op 9 oktober 2019.
<https://www.brown.senate.gov/newsroom/press/release/brown-kaufman-file-amendment-on-too-big-to-fail-legislation>.

52. Slack, Donovan. "Donations Poured in as Brown's Role Grew." *Boston Globe*. 12 December 2010. Bezocht op 10 oktober 2019.
http://archive.boston.com/news/nation/articles/2010/12/12/banks_donations_soared_as_brown_negotiated/.
53. Stephenson, Emily en Douwe Miedema. "U.S. finalizes Volcker rule, curbing Wall Street's risky trades." *Reuters*. 11 December 2013. Bezocht op 8 oktober 2019.
<https://www.reuters.com/article/us-financial-regulation-volcker/u-s-finalizes-volcker-rule-curbing-wall-streets-risky-trades-idUSBRE9B705120131211>.
54. Story, Louise. "In Washington, Battles in Two Rings." *The New York Times*. 28 april 2010.
<https://www.nytimes.com/2010/04/28/business/28goldman.html>.
55. Taibbi, Matt. "How Wall Street Is Using the Bailout to Stage a Revolution." *Rolling Stone*. 2 April 2009. <https://www.rollingstone.com/politics/politics-news/how-wall-street-is-using-the-bailout-to-stage-a-revolution-177251/>.
56. United States Senate. "Party Division." Bezocht op 17 juni 2019.
<https://www.senate.gov/history/partydiv.htm>.
57. U.S. Congress. *Congressional Record*. 73rd Cong., 1st sess., May 12 to May 25, 1933. Vol. 77, pt. 4. <https://www.govinfo.gov/app/details/GPO-CRECB-1933-pt4-v77>.
58. U.S. Congress. House. Conference Committee. *Banking Act of 1933, Conference Report (To accompany H.R. 5661)*. 73rd Cong., 1st sess., 1933. H. Rep. 254.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_confrep254.pdf.
59. U.S. Congress. House. *Banking Act of 1933*. HR 5661, 73rd Cong., 1st sess. Introduced in House May 19, 1933.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_hrep150.pdf.
60. U.S. Congress. House. Committee on Banking and Currency. *Branch, Chain and Group Banking: Hearings before the Committee on Banking and Currency*. 71th Cong., 2st sess., February 25 – June 11, 1930.
61. U.S. Congress. House. *Glass-Steagall Restoration Act*. HR 4375, 111th Cong., 1st sess., introduced in House, December 16, 2009. <https://www.congress.gov/111/bills/hr4375/BILLS-111hr4375ih.pdf>.
62. U.S. Congress. Joint Economic Committee. *Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions: Hearing Before The Joint Economic Committee*. 111th Cong., 1st sess., April 21, 2009.
[https://www.jec.senate.gov/reports/111th%20Congress/Too%20Big%20To%20Fail%20or%20Too%20Big%20To%20save%20-%20Examining%20the%20Systemic%20Threats%20of%20Large%20Financial%20Institutions%20\(1846\).pdf](https://www.jec.senate.gov/reports/111th%20Congress/Too%20Big%20To%20Fail%20or%20Too%20Big%20To%20save%20-%20Examining%20the%20Systemic%20Threats%20of%20Large%20Financial%20Institutions%20(1846).pdf).
63. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Brokers' Loans, Hearings before the Committee of Banking and Currency on S. 113*. 70th Cong., 1st sess. February 9, 29 and March 7, 1928.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1928sen_brokersloans.pdf.
64. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Consolidation of National Banking Associations: Hearings before the Committee of Banking and Currency on S. 3316 and H. R. 8887*. 68th Cong., 2nd sess., January 19, 1925.
<https://hdl.handle.net/2027/umn.31951d01284818m>.
65. U.S. Congress. Senate. Subcommittee on Banking and Currency. *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Hearings before a Subcommittee on Banking and*

- Currency*. 71th Cong., 3st sess., Part 1-4. January 19 - March 2, 1931. (in 1931 was het een subcommissie, vanaf '32 een commissie:
66. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Hearings before a Committee on Banking and Currency on a bill*. 72th Cong., 1st sess., March 23-25 & 28-30, 1932.
 67. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Minority Views (to Accompany S. 4412)*. 72d Cong., 1st sess., April 29 (Calendar Day, April 30), 1932. S. Rep. 584 Part II.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_senrep584_pt2.pdf.
 68. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems: Report (to Accompany S. 631)*. 73rd Cong., 1st sess., 1933, S. Rep. 77.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/congressional/1933_bankingact_senrep77.pdf.
 69. U.S. Congress. Senate. Committee/Subcommittee on Banking and Currency. *Stock Exchange Practices: Hearings before the (Sub)Committee on Banking and Currency*. 72th Cong., 1st sess., April 11, 1932 – January 12, 1933. Part 1-4: 1-1396.
<https://fraser.stlouisfed.org/title/87>. (Hoorzittingen voor Pecora) (tussentijds veranderd van commissie naar subcommissie)
 70. U.S. Congress. Senate. Subcommittee on Banking and Currency. *Stock Exchange Practices: Hearings before the Subcommittee on Banking and Currency*. 72d Cong., 3rd 1st sess., February 15 - March 2, 1933. Part 5&6: 1397-2345.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_1_pt05.pdf &
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_1_pt06.pdf.
(Hoorzittingen o.l.v. Pecora voor ingaan van nieuwe Congres)
 71. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Stock Exchange Practices: Hearings before the Committee on Banking and Currency*. 73rd Cong., 1st sess., May 23, 1933 – June 9, 1933. Part 1&2: 1-956.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_2_pt01.pdf &
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_2_pt02.pdf.
(Hoorzittingen o.l.v. Pecora na ingaan van nieuwe Congres)
 72. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Stock Exchange Practices: Hearings before the Committee on Banking and Currency*. 73th Cong., 2nd sess., November 23, 1933 – December 7, 1933. Part 8: 3647-4201.
https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/sensep/sensep_2_pt08.pdf.
(Hoorzittingen o.l.v. Pecora na invoering Banking Act of 1933)
 73. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking and Currency. *Stock Exchange Practices: Report of the Committee on Banking and Currency*. 73rd Cong., 2d sess., 1934. S. Rep. 1455.
https://www.senate.gov/artandhistory/history/common/investigations/pdf/Pecora_FinalReport.pdf.
 74. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. *Implications of the "Volcker Rules" for Financial Stability: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*. 111th Cong., 2d sess., February 4, 2010.
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg61651/pdf/CHRG-111shrg61651.pdf>.
 75. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies: Hearing before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*. 111th Cong., 2d sess.,

- February 2, 2010. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg57709/pdf/CHRG-111shrg57709.pdf>.
76. U.S. Congress. Senate. Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. *The Restoring American Financial Stability Act of 2010: Report together with Minority Views* (to Accompany S. 3217). 111th Cong., 2d sess., April 30, 2010, S. Rep. 111-176. https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Committee_Report_S_Rept_111_176.pdf.
 77. U.S. Congress. Senate. Permanent Subcommittee on Investigations. *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. April 13, 2011. 112th Cong., 1st sess., 2011. [https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20\(FINAL%205-10-11\).pdf](https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20(FINAL%205-10-11).pdf).
 78. U.S. Congress. Senate. Permanent Subcommittee on Investigations. *Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Investment Banks: Hearing before the Permanent Subcommittee on Investigations*. April 27, 2010. 111th Cong., 2nd sess., 2010. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg57322/pdf/CHRG-111shrg57322.pdf>.
 79. U.S. Securities and Exchange Commission. "SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages." 16 April 2010. Bezocht op 9 oktober 2019. <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm>.
 80. Volcker, Paul. *Committee Hearings on Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies: Statement of Paul A. Volcker*. Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the United States Senate. 111th Cong., 2d sess., February 2, 2010. <https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/VolckerTestimony2210.pdf>.
 81. Volcker, Paul. "Financial Reforms to End Government Bailouts as We Know Them." In *Ending government bailouts as we know them*, edited by Kenneth E. Scott, George P. Shultz, and John B. Taylor, 9-19. Stanford: Hoover Institution Press, 2010. Accessed July 22, 2019. ProQuest Ebook Central.
 82. Volcker, Paul. "How to Reform Our Financial System." *The New York Times*. January 31, 2010. <https://www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html>.
 83. Volcker, Paul. "Unfinished business in financial reform." *International Finance* 15.1 (2012): 125-135.
 84. Volcker, Paul and Christine Harper. *Keeping at it: The Quest for Sound Money and Good Government*. New York: PublicAffairs, 2018.
 85. Washington Post Editorial. "The "Volcker Rule" could clarify roles and risks in the financial system." *The Washington Post*. 23 Januari 2010. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/01/22/AR2010012204348.html>.
 86. White House, The: Office of the Press Secretary. "President Obama Calls for New Restrictions on Size and Scope of Financial Institutions to Rein in Excesses and Protect Taxpayers." *Obama White House Archives*. January 21, 2010. <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/president-obama-calls-new-restrictions-size-and-scope-financial-institutions-rein-e>.
 87. Willis, H. Parker. "The Banking Act of 1933--An Appraisal." *The American Economic Review* 24, no. 1 (1934): 101-110. <http://www.jstor.org/stable/1805893>.
 88. Willis, H. Parker. "Who Caused the Panic of 1929?" *The North American Review* 229, no. 2 (1930): 174-183. <http://www.jstor.org/stable/25110946>.
 89. Working Group on Financial Stability. *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*. Washington D.C.: Group of Thirty, 2009.

https://group30.org/images/uploads/publications/G30_FinancialReformFrameworkFinStability.pdf.

90. Wyatt, Edward. "In Tough Stance on Wall St., Democrat Finds Few Allies." *The New York Times*. May 16, 2010. <https://www.nytimes.com/2010/05/16/us/politics/16derivatives.html>.
91. 69th US Congress. H.R. 2 - *An Act to Further Amend the National Banking Laws and the Federal Reserve Act (McFadden Act)*. Introduced February 25, 1927. <https://fraser.stlouisfed.org/title/976>.
92. 106th US Congress. S.900 - *Gramm-Leach-Bliley Act*. Introduced April 28, 1999. <https://www.congress.gov/bill/106th-congress/senate-bill/900>.
93. 109th US Congress. *H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Introduced February 12, 2010. <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/4173>.