

LAUDATIO TER GELEGENHEID VAN DE TOEKENNING VAN DE MR.N.G.PIERSON
PENNING AAN PROF. DR. A.W.A.Boot, OP DONDERDAG 12 MEI 2011.

(deel I, door D.M.N. van Wensveen)

Dames en heren genodigden bij de uitreiking van de Mr. N.G.Pierson Penning aan professor doctor A.W.A.Boot: Hartelijk Welkom.

Professor Boot is 51 jaar jong.

Deze mededeling heeft een dubbele lading.

In de eerste plaats markeert zij dat noch nimmer een Pierson Penning is uitgereikt aan een Nederlandse geleerde van zo jonge leeftijd.

In de tweede plaats suggereert zij dat van deze jeugdige geleerde nog veel wetenschappelijks verwacht mag worden.

Dat laatste leidde tot lichte verbijstering van de laudatoren - U hoort het goed, meervoud – want zij constateerden dat de toekenning van de Pierson penning aan Arnoud Boot een gevaarlijke daad zou kunnen zijn die door laudatoren na hen, die moeten toelichten waarom aan hem een volgend eerbewijs - óók een penning of een eredoctoraat of zo- wordt toegekend, niet in dank zal worden afgenomen.

Wat is het geval?

Luistert U naar wat staat in artikel 2 van de Statuten van de Pierson Stichting: “De stichting stelt zich ten doel de beoefening van de economische wetenschap in Nederland te bevorderen en aan te moedigen. Daartoe worden met enige regelmaat personen die geboren zijn in het Koninkrijk der Nederlanden of die reeds langere tijd werkzaam zijn binnen het Koninkrijk der Nederlanden onderscheiden, die zowel nationaal als internationaal naam hebben gemaakt met de publicatie van boeken, artikelen en geschriften van uitzonderlijke kwaliteit over onderwerpen die de bijzondere belangstelling hadden van Mr.N.G.Pierson. Tot deze onderwerpen behoren in ieder geval de leer der openbare financiën, het geld-, krediet- en bankwezen, de economische orde en economische politiek, de methodologie en geschiedenis van de economische wetenschap en de economische historie van landen, regio’s en bedrijfstakken.”

Een hele mond vol. U hoorde: “ zowel nationaal als internationaal naam gemaakt” en “uitzonderlijke kwaliteit” en daarmee hebt U de criteria te pakken die professor Boot met vlag en wimpel deden kwalificeren voor de Pierson penning. Maar U hoorde nog wat méér. Dat de stichting zich ten doel stelt “de beoefening van de economische wetenschap ...te bevorderen

en “aan te moedigen” . Dit laatste gaf aanleiding tot grote onrust bij de laudatoren. Als een man, die slechts 51 jaar oud is, die in de laatste 15 jaar méér dan 200 publicaties heeft laten verschijnen in eerste klas tijdschriften als The Journal of Finance, The American Economic Review, The Review of Financial Studies, The Journal of Money, Credit and Banking en andere, die “associate editor” is van 10 vooraanstaande internationale tijdschriften, als een man die 978 keer geciteerd is volgens de SSCI telling en wiens 5 “highest ranking articles” zelfs 2386 keer geciteerd zijn volgens “scholar google. com” - althans dat was de stand op 24 juni 2010 om 11 uur, 5 minuten en 14 seconden, en wie weet hoeveel citaties er sindsdien nog bij gekomen zijn-, als een man die daar boven op in eigen land geducht van zich laat horen in vaktijdschriften, minder vakachtige tijdschriften en overige tijdschriften, in dag- en weekbladen en voor de televisie en de radio, elke keer weer wanneer er een crisis uitbreekt, en dat is steeds vaker in deze tijd, als zo’n man zich door de Pierson penning niet alleen geëerd zou voelen -dat is heel terecht- maar ook aangemoedigd tot nóg grotere prestaties, dan zou voor elke volgende laudator het leed niet meer te overzien zijn. Stel Boot eens voor, op 80 jarige leeftijd, met 3 maal 200 eerste klas publicaties per 15 jaar, vermenigvuldigd door een Pierson-aanmoedigingsturbo van, zeg, 2 voor de komende 30 jaar, dat is opgeteld 1000 eerste klas publicaties en pakweg 10.000 citaties, zo’n productie is voor een lofrede waarin het gehele oeuvre van Boot wordt bezien niet meer te behappen. Dus Arnoud, beloof straks plechtig, als je de penning in ontvangst neemt, dat je je door artikel 2 eerste zin niet laat inspireren: denk aan je toekomstige lofpredikers!

Ik meldde U al- het is een unicum bij de uitreiking van de Pierson penning- dat de wetenschappelijke verdiensten van de laureaat door meerdere laudatoren zal worden belicht. Kwantiteit maal kwaliteit bleek nu reeds de inzet van minimaal twee bestuursleden noodzakelijk te maken. Het bestuur mobiliseerde collega Hans Visser en ondergetekende, waarbij ondergetekende het spits zal afbijten met de belichting van Boot’s werk op het gebied van banken en financiële markten, en van ondernemingsbestuur en het toezicht daarop, tegenwoordig corporate governance geheten, en Hans Visser Boot’s bijdrage aan de doordenking van het toezicht op banken voor zijn rekening zal nemen en zal eindigen met een peroratie die Boot’s wetenschappelijke werkwijze op een bijzondere manier typeert.

Wij gaan niet in op Boot’s indrukwekkende productie binnen het Nederlandse taalgebied -die is al niet meer te overzien- , met uitzondering van twee boeken die het meer dan waard zijn aandacht aan te besteden. We gaan ook niet in op Boot’s onvermoeibare activiteit voor radio, tv en in publieke fora. Met alle waardering, en ook licht jaloerse bewondering, voor het gemak waarmee hij zich een commentariërende rol in de media heeft eigen gemaakt, krijgt hij de Pierson-penning niet voor dát werk. Ook niet voor zijn lidmaatschap van de Sociaal-Economische Raad en van de Bankraad en zijn voorzitterschap van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, waarin hij talrijke nieuwe initiatieven heeft genomen, en zijn deelname aan adviescommissies over velerlei onderwerpen. Met de aantekening echter dat, daar waar Boot zijn academische loopbaan met strikt theoretisch werk is begonnen en dit theoretische werk ook vandaag de dag onverminderd voortzet, hij met name in zijn

Nederlandse publicaties een vertaalslag maakt naar een meer nabije realiteit die de door zijn research verkregen inzichten extra betekenis geven. De zich in de actualiteit stortende, “vertalende” Boot is daarom een nuttige aanvulling geworden op de in research opgaande Boot. Zijn “presentie” als econoom in ons land en daarbuiten is daardoor zeker vergroot en leidde mede tot zijn uitverkiezing voor de Pierson penning.

Boot’s website vermeldt de titels van 25 “primary publications” en 38 overige publicaties in het Engels. Het topje van zijn ijsberg. Ons beperkend tot zijn “primary publications” gaan deze ruwweg over banken en hun klanten, over de zich versnellende vervlechting van banken met financiële markten en de gevolgen daarvan voor het toezicht op banken, over de voor- en nadelen van private equity boven beursnotering en, daarmee in samenhang, over allerlei aspecten van “corporate governance”.

Boot heeft verscheidene bijdragen geleverd aan handboeken die verschenen zijn bij internationaal vooraanstaande uitgeverijen. In een fraai overzichtshoofdstuk dat zojuist verschenen is in *The Oxford Handbook of Banking*, geeft hij een overzicht van de literatuur met betrekking tot financiële intermediatie; financiële intermediatie is het institutionele kader dat mogelijk maakt dat reële besparingen worden aangewend voor reële investeringen. Dank zij de stormachtige ontwikkeling van de informatietechnologie en de liberalisering van de financiële markten leek dit proces aanzienlijk te kunnen worden bekort via de weg van de openbare kapitaalmarkten, en dat is natuurlijk ook gebeurd, maar toch bleken banken, traditioneel de hoofdrolspelers in het financiële intermediatie proces, allermindst te worden uitgerangeerd. De reden waarom bleek samen te hangen met “asymmetrische informatie”, het kernbegrip uit de agency theorie, die sinds de zeventiger jaren dank zij Akerlof, Stiglitz en anderen sterk in opkomst kwam. Boot heeft vanaf het begin van zijn wetenschappelijke loopbaan, die in 1987 startte onmiddellijk na zijn PhD studie bij Anjan Thakor aan Indiana University, een belangrijk aandeel genomen in de analyse van de rol van de banken in het financiële intermediatieproces, zowel aan de zijde van spaarders en deposanten als aan de zijde van de kredietnemers, waarbij hij zich concentreerde op de beslissingen die de actoren in dit proces nemen en de stimulansen waardoor zij zich hierbij laten leiden. De titel van zijn proefschrift luidde: “Durable Bank-Borrower Relationships and Intertemporal Credit Contracting in Informationally Constrained Competitive Credit Markets”, een thema, of beter gezegd een reeks thema’s die hem zijn hele carrière als wetenschapper zijn blijven boeien. Boot stortte zich meteen - meestal samen met zijn leermeester Thakor - in de “mainstream” van het internationale onderzoek naar de werking van de financiële markten en bereikte ook meteen de hoogst geclassificeerde internationale tijdschriften.

In genoemd overzichtsartikel schrijft hij dat, wellicht onverwacht, “the most striking insight of the contemporary theory of financial intermediation is that banks are better than markets at resolving informational problems.” Volledigheidshalve moet hieraan worden toegevoegd dat het hier gaat om “relationship banking”, dus de op klanten georiënteerde dienstverlening van banken binnen het kader van hun transformatie van besparingen naar investeringen, en niet over de rol die banken zich op de kapitaalmarkten hebben toeëigend met samengeraapte en

verhandelde beleggingsproducten, waarmee zij zelf informatieproblemen hebben gecreëerd! Boot heeft meerdere artikelen geschreven over “relationship banking”. Deze zijn ofwel kwalitatief van aard, in de zin dat zij een literatuuroverzicht bieden gerubriceerd naar deelonderwerpen zoals de kenmerken van relatiebankieren in het financiële intermediatie proces, op welke wijze relatiebankieren toegevoegde waarde biedt, de kosten van relatiebankieren en concurrentie tussen relatiebanken onderling en met de kapitaalmarkt. Anderzijds levert Boot zelf een analyse van het relatiebankieren met behulp van een wiskundig model, gebaseerd op een reeks aannames omtrent voorkeuren van marktpartijen en ook met aannames omtrent informationele voor- of nadelen. Op basis van deze modellen komt Boot tot conclusies die het op casuïstiek gebaseerde inzicht in de interactie tussen bank, klant en markt aanzienlijk hebben verscherpt. Conclusies die het aannemelijk maken dat relatiebankieren een belangrijke toegevoegde waarde heeft voor zowel de klant als de bank. Deze toegevoegde waarde moet ook onderscheidend zijn waardoor banken hun onderlinge concurrentiestrijd en met de kapitaalmarkt kunnen weerstaan. Boot verrichtte zelf geen empirisch onderzoek naar zijn conclusies maar vermeldt het wel waar het verricht was en zijn conclusies op onderdelen bevestigt. Soms zou men wel eens wensen dat de vooronderstellingen dichter bij de dagelijkse bankierspraktijk waren gekozen - bijvoorbeeld bij het onderscheid tussen relatiebankieren en transactiebankieren dat in de praktijk minder groot is dan Boot vooronderstelt omdat transactiebankieren óók een klantenbasis, zij het een smallere, nodig heeft, en geen substituut is voor kapitaalmarktfinanciering, om welke reden het in zijn model beter geïntroduceerd had kunnen worden als een aparte bancaire deelmarkt – maar dat doet niet af aan de waarde van zijn onderzoek. Relatiebankieren komt ook reeds zijdelings tevoorschijn in veel artikelen die hij eerder geschreven heeft, bijvoorbeeld over “competition and loan commitments” (het eerste artikel dat hij na zijn promotie samen met Thakor schreef), over “secured lending”, over “contract enforcement”, over “security design”, over “reputation and discretion in financial contracting” (in American Economic Review, samen met Greenbaum en Thakor), in “financial system architecture”, en in latere artikelen zoals “Consolidation and strategic positioning in banking” en “The evolving landscape of banking”. In dit laatste artikel, uit 2008, benadrukt Boot wederom “the importance of understanding the economics of banking for assessing the changes in the industry; in particular, we point at relationship banking as a prime source of the banks’ comparative advantage”. Maar, zo voegt hij er aan toe: “the proliferation of transaction-oriented banking (trading and financial market activities) does ...seriously challenge relationship banking”. In dit artikel gaat hij ook in op de “potential complementarities and conflicts of interest” tussen relatiebankieren en underwriting en securitisatie op de kapitaalmarkt. Boot heeft overigens in zijn benadering van de toegevoegde waarde van relatiebankieren geen aansluiting gezocht bij de bekend geworden “functional approach” van Merton en bij David Llewellyn’s “new economics of banking”. Hun beider analyse van bankgebonden en niet specifiek bankgebonden functies van banken binnen het financiële bestel zou Boot’s onderzoek naar de meerwaarde van relatiebankieren nog verder hebben verdiept. Het is uitermate interessant te zien hoe Boot, in zijn “evolving landscape”-artikel uit 2008, zijn analyse van het relatiebankieren, en de kwalificatie daarvan als de hoeksteen van

het bankieren óók in de toekomst, in verband brengt met de vraag welke strategische positionering banken zullen moeten kiezen en hoe banken daarmee in de afgelopen jaren omgingen. De literatuur over “scale and scope” komt hier aan de orde, met inbegrip van de relativerende empirische bevindingen over de zegeningen hiervan, vooral als zij via fusies tot stand moeten komen. Boot releveert dat banken dank zij beschermde binnenlandse markten vet op de botten konden krijgen, dat zij dat geld gebruikten om binnenlands te consolideren en strategische keuzes met betrekking tot hun optimale meerwaarde straffeloos uitstelden door alles te blijven doen wat ze deden. Gelet op de sterk toegenomen onzekerheid in de financiële markten was dat beleid, of het gebrek daaraan, tot aan de recente financiële crisis nog wel te verdedigen, maar nu zullen banken er aan moeten geloven en zich doelbewust moeten gaan richten op datgene waar ze echt goed in zijn, om daarmee hun meerwaarde te bewijzen. Een nieuw verworven waarheid die in feite teruggrijpt op de aloude “theory of the firm” van Coase, waar Boot verwijst.

Waar heeft Boot nog meer over geschreven? Over een bonte verzameling van onderwerpen die alle met “the accelerating integration of banks and markets and its implications for regulation” de titel van zijn genoemd, recent overzichtsartikel te maken hebben. Over “banking scope and financial innovation”. Over “consolidation and strategic positioning in banking with implications for europe”, over “financial services: consolidation and strategic positioning” Over “credit ratings as coordination mechanism”, met wederom een modelmatige analyse van de impact van credit ratings op de beurswaardering en het belang van ratings voor niet alleen beleggers maar ook het management van de onderneming. Over “the entrepreneur’s choice between private and public ownership”: “why do firms go private”. Over “sunflower management and capital budgeting”, een alleraardigst artikel, samen met Thakor en Milbourn, uit 2002 dat modelmatig laat zien hoe de natuurlijke neiging van managers om hun baas naar de mond te praten leidt tot veel te ambitieuze investeringsbeslissingen. Dan zijn er nog artikelen over “corporate performance”, over “information disclosure” over “market discipline in conglomerate banks” - uit 2000- met de nu niet meer verrassende constatering dat als de afzonderlijke activiteiten van het conglomeraat minder presteren dan onder externe marktdiscipline het geval zou zijn (lees bijvoorbeeld ING), het zogenaamde “co-insurance”voordeel dominant moet zijn om dit ondernemingsmodel te verdedigen (wat het sinds de huidige problemen in verzekeringsland niet meer is).

Het valt op dat gaandeweg , na 2000, de onderwerpen waarover Boot schrijft breder worden en de ontwikkeling van het hele financiële systeem gaan omvatten, meestal in een algeheel literatuuroverzicht. De artikelen worden minder modelmatig, meer “narrative”, meer essayistisch, boeiend door het totaaloverzicht en de verbanden die gelegd worden. Het reeds geciteerde, meest recente overzichtsartikel dat hij schreef in het Oxford Handbook of Banking, eindigt na het goed ingedeelde literatuuroverzicht met een pagina vol onbeantwoorde, of nog maar ten dele beantwoorde, vragen, allemaal van urgente aard, die

roepen om nader onderzoek. Het lijkt geen twijfel dat Boot deze vragen zelf in de komende tijd te lijf zal gaan.

Dit alles aanhorende gaat U zich misschien afvragen of Boot niets gedaan heeft aan het onderdeel “Ondernemingsfinanciering” van zijn leeropdracht. Dat is allerminst het geval. Wat hij in zijn Nederlandse publicaties vooral gedaan heeft is het tonen van de verbinding tussen de beide gebieden Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten. Aan het slot van zijn, later bewerkte, inaugurele rede over “De financiering van het bedrijfsleven” in 1993, schrijft hij het volgende: “ Een belangrijk inzicht dat is ontwikkeld in deze studie is dat financiering veel meer impliceert dan louter een transfer van financiële middelen. De transfer van financiële middelen is onlosmakelijk verbonden aan een transfer van zeggenschap en invloed. Dit verklaart ook de breedte van deze studie; de transfer van zeggenschap en invloed wordt namelijk mede bepaald door de organisatie van besturing en toezicht op de onderneming, dat wil zeggen “corporate governance”, en de structuur en organisatie van de financiële sector”. Het thema “zeggenschap en invloed” zou hij later uitwerken in het boek dat hij samen met Piet Verheyen schreef onder de titel “Financiering en Macht” en verscheen in 1997, met als ondertitel: “ Van financiële structuur tot beheersstructuur”. Dit leerboek, want dat is het, begint met het bekende theorema van Modigliani en Miller, dat aantoont dat, althans in een perfecte markt, de financieringsstructuur van een onderneming , dat wil zeggen de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, er niet toe doet, geen invloed heeft op de totale waarde van de onderneming, als je tenminste belastingaftrek van rente op vreemd vermogen en mogelijke faillissementskosten buiten beschouwing laat. Vervolgens komen de asymmetrische informatie- en agency-problemen op het toneel, waardoor het geheel wat dichter bij de realiteit komt, en worden tegen die achtergrond de contractuele karakteristieken van vermogenstitels en risicopreferenties van beleggers behandeld, met als vraag of ook dan een optimale vermogensstructuur bereikt kan worden. Tenslotte gaat het boek over financiële structuur en zeggenschap, hoe de ondernemingswaarde kan lijden onder een zwakke financieringsstructuur en beschermingsconstructies, en zien we de onderneming dobberen op de woelige baren van een overnamestrijd. Met dit leerboek heeft Boot gelukkig de traditie voortgezet van Nederlandse hoogleraren in de ondernemingsfinanciering die leerboeken schreven, een traditie die ingeluid is door Polak en Limperg en later is vervolgd door Bouma, Wytzes en Duffhues.

Het laatste thema dat ik noemde, de onderneming die dobert op de woelige baren van financiële markten en maatschappelijke assertiviteit, heeft Boot verder uitgewerkt in zijn jongste boek “De ontwortelde onderneming”, verschenen in 2009. In dit vloeiend geschreven essay neemt Boot de lezer eerst mee langs inzichten die de moderne financieringstheorie verworven heeft, om deze vervolgens te plaatsen binnen de praktijk van vandaag, van goed en slecht gefinancierde ondernemingen en, het belangrijkste, van goed en slecht geleide ondernemingen. Hij wijst er op dat het topmanagement van ondernemingen zich steeds meer is gaan oriënteren op de aandeelhouder en het belang van het menselijk kapitaal – de werknemers die gezamenlijk een onderneming maken tot wat die is en wat die kan- aan dat

aandeelhoudersbelang ondergeschikt lijkt te maken. Wat zijn de gevolgen hiervan voor de bedrijfscultuur en de loyaliteit van werknemers aan de onderneming? Worden innovatieve lange termijnstrategieën hierdoor ondermijnd? Is de focus op financiële markten de bijl aan de wortel van de onderneming? De onderneming dreigt “footlose” te worden. Boot ziet hierin een groeiend gevaar voor de vrije ondernemingsgewijze productie en meent dat de leiders van de onderneming, niet de aandeelhouder, er op aangesproken moeten en kunnen worden om dit te weerstaan. Zij kunnen dit door het volgen van een duidelijke, consequent volgehouden, op de lange termijn gerichte ondernemingsstrategie; een strategie die dus niet buigt voor de eerste de beste aandeelhoudersactivist die meent dat de onderneming in stukken gehakt meer opbrengt.

Ik laat Boot's ontelbare Nederlandse tijdschrift- en krantenpublicaties nu verder voor wat ze zijn – Hans Visser komt er straks nog op terug- en draag het stokje nu aan hem over.

(deel 2, door H. Visser)

Er is dus geen beginnen aan om een enigszins compleet overzicht van de publicaties van Arnoud Boot te geven. Ik kan bijvoorbeeld zijn samen met George Kanatas geschreven artikel uit 1995 over de herstructurering van soevereine schuld slechts in het voorbijgaan noemen, hoe actueel het inmiddels ook is (Boot en Kanatas 1995).

Als we dat artikel en andere artikelen uit de vorige eeuw vergelijken met meer recente bijdragen, zien we regelmatig eenzelfde invalshoek terugkeren. Centraal staat steeds de aandacht voor prikkels die individuen, ondernemingen, overheden en toezichthouders hebben om dingen te doen of na te laten. Boots meest recente conferentiepapier, *Banking at the crossroads*, gaat er ook weer over, die is gecentreerd rond de vragen “what type of incentives do financial institutions have in the current landscape? And what does this imply for regulation and supervision?” (Boot 2011).

Een ander punt waar Boot sterk de nadruk op legt is de groeiende verwevenheid van financiële instellingen en financiële markten. Die verwevenheid heeft allerlei consequenties, onder andere voor de stabiliteit van de markt en daarmee ook voor het toezicht, mede via de invloed die van die verwevenheid uitgaat op de incentive structuur.

De twee genoemde elementen zijn uiteraard terug te vinden in Boots studies over het toezicht op het financiële systeem, dat in zijn oeuvre een belangrijke plaats inneemt. In een mooi en zeer toegankelijk artikel in *Sveriges Riksbank Economic Review* van 2001, getiteld “Regulation and banks’ incentives to control risk” – daar hebben we die incentives weer – vraagt hij zich af waarom we eigenlijk toezicht nodig hebben (Boot 2001). Antwoord: als een gewone onderneming omvalt, gaan de klanten naar een andere aanbieder. Als een bank omvalt of dreigt om te vallen trekken de cliënten van die bank hun geld terug maar dreigen ze ook hun geld bij andere banken weg te halen.

Wat moeten toezichthouders doen om zoveel mogelijk te voorkomen dat banken in problemen raken of, als dat niet lukt, zoveel mogelijk te voorkomen dat de problemen overslaan naar andere banken? Dat is in de visie van Boot een kwestie van het tegen elkaar

afwegen van de effecten van verschillende maatregelen, die elk hun incentives op de banken hebben. Een voorbeeld dat in het werk van Boot een aantal keren terugkeert: moet je als toezichthouder concurrentie bevorderen, om de banken te dwingen tot efficiënt werken, of wil je de banken wat uit de wind houden en vooral de buitenlandse concurrentie wat tegenhouden, om te zorgen dat de marges niet te klein worden? (Boot 2001 blz. 14). Het probleem is dat ze bij beperking van concurrentie monopolierents incasseren maar weinig prikkels tot verbetering van de operationele efficiency krijgen, terwijl ze bij concurrentie hun monopolierents verliezen, wat hen ertoe aanspoort risico's te nemen en instabiliteit in de bedrijfstak kan veroorzaken (Boot 2005).

Met de toenemende concurrentie van de zijde van andere financiële instellingen in de jaren '80 en daarna ontvingen de banken minder monopolierents, zodat ze een prikkel hadden om grote risico's te nemen. Regulering en toezicht zijn daardoor belangrijker geworden. Maar begin deze eeuw zag Boot de toekomst zonnig in: mede dankzij de toenemende betekenis van credit ratings hebben de banken een stevige prikkel om hun reputatie te handhaven, in het bijzonder ten behoeve van hun off-balance-sheet activiteiten, en dus niet teveel risico te nemen (Boot, Dezelan en Milbourn 2000 blz. 7-8, 11; Boot 2001 blz. 17).

In de crisis bleken de rating agencies feilbaar te zijn. Boot ziet nog steeds een belangrijke rol voor hen weggelegd in financiële markten, maar zet er wel vraagtekens bij. Hij noemt ze in het door Dick van Wensveen al genoemde hoofdstuk in het *Oxford Handbook of Banking* "de spinnen in het web van instellingen en markten" (Boot en Thakor 2010 blz. 2). Individuele beleggers hebben te weinig prikkel om de financiële markten te gaan monitoren, omdat de vruchten daarvan ook andere beleggers ten goede komen. De rol van monitor wordt door de rating agencies vervuld. Evenwel, rating bureaus hebben prikkels om niet volledig opening van zaken te geven, dat wil zeggen om informatie achter te houden. Ten eerste, ook al werken ze ten behoeve van de belegger, ze worden betaald door de ondernemingen. Ten tweede kunnen ze huiverig zijn om ratings naar beneden bij te stellen als er 'rating triggers' zijn, zoals leningvoorwaarden. Het is, aldus Boot, net als bij de controle van de jaarrekeningen van ondernemingen, de vraag of de belangrijke publieke rol van de rating wel uitgeoefend kan worden door particuliere instellingen. Toezicht en regelgeving zijn in ieder geval nodig. Rating bureaus zijn overigens méér dan passieve monitors. Zij beïnvloeden het gedrag van ondernemingen. Zij zetten ondernemingen en andere debiteuren op een zgn. *watchlist*, dat wil zeggen dat die debiteuren grote kans maken op een hogere of juist een lagere rating. Kans op een lagere rating werkt als een prikkel op ondernemingen om niet al te veel risico's te nemen (Boot, Milbourn en Schmeits 2006). De watchlist is nu opeens heel actueel geworden doordat de VS op downward watch werden geplaatst. We zijn natuurlijk zeer benieuwd of de leden van het Congres daar net zo positief op reageren als ondernemers geacht worden te doen. Mijn vermoeden is .. hetzelfde als het uwe.

Banken en financiële markten zijn in toenemende mate met elkaar vervlochten. Wat betekent dat voor het toezicht? Banken vertrouwen op markten voor hun eigen funding en voor securitisatie, zij geven ook garanties voor gesecuritiseerde schuld en nemen posities in Credit

Default Swaps in. Banken hebben volgens Boot, Dick van Wensveen heeft er vraagtekens bij geplaatst, hun traditionele relationship banking steeds meer ingeruild voor transactie-georiënteerd bankieren. Deals sluiten werd belangrijker dan de band met cliënten onderhouden (Boot 2011). Dat kan tot grotere fragiliteit van het systeem leiden, want via markttransacties kunnen in een ommezen riskante posities worden opgebouwd. Ook hier spelen weer prikkels mee: bij securitisatie worden risico's doorgeschoven en is er teveel op vertrouwd dat de originating instelling wel voldoende voor monitoring gezorgd heeft (Boot en Thakor 2010 blz. 14). Ondanks de mogelijkheid om geld uit de markt te halen is de Lender of Last Resort functie van de centrale bank niet overbodig geworden, aldus Boot, vooral omdat het systeemrisico gegroeid lijkt te zijn (Boot 2008; Boot en Marinč 2008 blz. 6; Boot en Thakor 2010 blz. 24). Dat systeemrisico heeft zich uitgebreid tot de financiële markten. Toezichthouders kunnen niet meer volstaan met alleen toezicht op banken, maar zien zich ook genoodzaakt andere marktpartijen bij te springen in geval van nood, wat weer tot uiterst lastige moral hazard problemen, dus problemen met incentives, leidt (Boot en Thakor 2009 blz. 63; Boot en Thakor 2010 blz. 26). Een additionele complicatie is de internationale vervlechting van banken en financiële markten, die de noodzaak tot internationale coördinatie van het toezicht met zich brengt (Boot en Thakor 2009 blz. 64).

Arnoud Boot onderscheidt zich niet alleen in het wetenschappelijk discours. Ook in het publieke debat roert hij zich geducht. Daar onderscheidt hij zich doordat hij zich niet laat meeslepen door collectieve emoties maar eerst analytisch de problemen te lijf gaat en vervolgens met een constructieve oplossing komt.

Velen wijzen, als er iets misgaat, graag schuldigen aan en roepen onmiddellijk 'Off with his head' in plaats van zich eerst te concentreren op de oorzaken en vervolgens te zoeken naar remedies voor de gerezen problemen. Met betrekking tot het toezicht op de financiële sector is daarbij Geenstijl.nl-achtige taal ook door gerenommeerde economen niet geschuwd, *NRC-Handelsblad* stelde zijn opiniepagina daarvoor open. Boot daarentegen wil geen koppen laten rollen maar zoekt een structurele oplossing. Kenmerkend is een stukje in het *FD* van 3 juli 2010, waaruit ik het volgende citeer: " 'Er is meer calculerend gedrag gekomen', oordeelt Boot. 'Om daar tegenin te gaan moet een toezichthouder veel meer en veel vaker zijn tanden laten zien en doorpakken. Dat betekent dat de organisatie moet veranderen.' ", en daar doet hij vervolgens aanbevelingen voor. (Eikelenboom en Lalkens 2010).

In zijn populaire discussiebijdragen snijdt Boot net zulke fundamentele vraagstukken aan als in zijn wetenschappelijke publicaties. Ze leveren geen onderzoekcredits op, maar ze zijn zeer terzake, glashelder en van grote waarde voor de gedachtenontwikkeling op het terrein van het toezicht.

Slotopmerkingen

Dames en heren, wij hebben Arnoud Boot de hemel ingeprezen. We moeten hem weer gauw niet onderuit maar wel naar beneden halen. De hemel is geen goede plek voor mensen aan

deze kant van de eeuwigheid, daar krijgen ze op z'n minst een onprettig karakter. Bovendien, mensen waar helemaal niets op aan te merken valt zijn onuitstaanbaar, zij confronteren ons onaangenaam met onze eigen gebreken. Het vervelende is dat nu een revolutionaire vernieuwing in het geven van voordrachten die we wilden doorvoeren moet sneuvelen. Helaas, maar het gaat om het belang van de wetenschap, en om het belang van Arnoud Boot. Die vernieuwing zou zijn de PPLP, de Power-Pointloze Presentatie.

Ik wil enige methodologische kritiek uitoefenen. Die kan heel diepgravend en geleerd klinken, en daar heb ik dat Power Point voor nodig, terwijl ze voor het dagelijkse researchwerk zelden verschil uitmaakt. Boot hoeft zich er dus niets van aan te trekken, hoewel het natuurlijk wel prettig zou zijn als hij dat wel doet.

Het gaat om de duiding van waar we in de economie mee bezig zijn, en dan blijkt Arnoud Boot in het voorbijgaan opvattingen te koesteren die wijdverbreid zijn in economenland, maar onzes inziens misvattingen zijn. In een interview in *NRC Handelsblad* van 26 september 2009 (Wester 2009) stelde hij: "Vergeet nooit dat een model een vereenvoudigde weergave is van de werkelijkheid." Een model een vereenvoudigde weergave van de werkelijkheid? Als een model een vereenvoudigde weergave is van de werkelijkheid, moet de werkelijkheid een ingewikkelder versie zijn van het model. Ik laat u een heel beknopt en simpel macroeconomisch model zien, het Mundell-Fleming model zoals verder uitgewerkt door Heijdra en Van der Ploeg (Heijdra en Van der Ploeg 2002 blz. 280):

$$\begin{aligned} \tilde{Y} &= \frac{(1 - \omega_X) \left[-\omega_I \epsilon_{IR} dr^* + (1 - \omega_C - \omega_I) \tilde{G} \right] + \omega_X \tilde{E} X_0}{1 - (1 - \omega_X) \omega_C \epsilon_{CY}}, \\ &+ \frac{[(1 - \alpha)(1 - \omega_X) + \beta \omega_X] \tilde{Q}}{1 - (1 - \omega_X) \omega_C \epsilon_{CY}}, \\ \tilde{M} - \tilde{P} &= -\epsilon_{MR} dr^* + \epsilon_{MY} \tilde{Y}, \\ \tilde{Y} &= -\omega_N \epsilon_{NW} \left[\tilde{W}_0 + \lambda(1 - \alpha) \tilde{Q} - (1 - \lambda) \tilde{P} \right] \end{aligned}$$

Nu moet u straks eens uit het raam kijken. Is het schouwspel dat u ziet een wat ingewikkelder versie van dit model? Ik heb mijn twijfels, maar u moet niets op goed gezag aannemen, u moet zelf gaan kijken.

Vanwaar mijn twijfel? Je kunt 'de' werkelijkheid niet zomaar vereenvoudigen, want je moet eerst een beeld van de werkelijkheid hebben voor je kunt vereenvoudigen. Economen gaan de werkelijkheid te lijf met geconstrueerde grootheden, zoals 'de consumptie' en 'de investeringen'. Vormen die een vereenvoudiging van de werkelijkheid? Nee, ze zijn elementen uit een model dat niets anders is dan een gedachtenconstructie waarmee we mentaal grip op de wereld proberen te krijgen. Die wereld is anders een ongrijpbare chaos. Zoals McCloskey schreef, "We humans must deal in fictions of our own making. Whether or not they correspond to God's Own Universe is something we cannot know" (McCloskey 1994 blz. 195).

Modellen zijn metaforen. De Nederlandse economisch methodoloog J.J. Klant schreef, en dat spoot met McCloskey, "Wij drukken ons uit in metaforen om elkaar en de wereld

invoelend te begrijpen” (Klant 1987 blz. 62). Dat is wat anders dan de wereld vereenvoudigd weergeven.

Ik eindig nu met de conclusie dat Arnoud Boot een meester is in het construeren en vertellen van metaforen. Hij helpt ons de wereld beter te begrijpen en doet dat met een uiterst gelukkige combinatie van technische bekwaamheid, kennis van de financiële sector en gezond verstand, waarbij hij nuttige suggesties doet om die wereld beter in te richten. Meer kan van een econoom niet verwacht worden.

Aangehaalde literatuur bij deel 2

Bhattacharya, S., A.W.A. Boot en A.V. Thakor, 1998, "The Economics of Bank Regulation", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30:4, 745-770. Reprint in *The Regulation and Supervision of Banks*, red. Maximilian J.B. Hall, Aldershot: Edward Elgar, 2001.

Boot, A.W.A., 2001, "Regulation and banks' incentives to control risk", *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr. 2, 14-24.

Boot, A.W.A., 2005, "Financiële sector en concurrentie", *ESB*, 90: 4464, juni.

Boot, A.W.A., 2008, "Credit rating bureaus en de stabiliteit van de financiële sector", *MAB*, mei; opgenomen in *KVS Jaarboek 2008/2009*, Sdu Uitgevers, Den Haag 2009.

Boot, A.W.A., 2009, "DSB-affaire legt zwakte bloot van Nederlands bancaire systeem", *NRC Handelsblad*, 19 oktober.

Boot, A.W.A., 2011, *Banking at the Cross Roads: How to deal with Marketability and Complexity?*, Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2011-07.

Boot, A.W.A., S. Dezelan en T.T. Milbourn, 2000, "Regulation and the Evolution of the Financial Services Industry", paper De Nederlandsche Bank, later verschenen in *Topics in Corporate Finance*, 2, 25-41 en in *Challenges for Central Banking*, red. A.M. Santomero, S. Viotti en A. Vredin, Boston: Kluwer, 2001, 39-58.

Boot, A.W.A., en G. Kanatas, 1995, "Rescheduling of Sovereign Debt: Forgiveness, Precommitment, and New Money", *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (2), 363-377.

Boot, A.W.A., en M. Marinč, 2008, *Crisis Management and Lender of Last Resort in the European Banking Market*, <http://www.accf.nl/uploads/Boot-Marinc-Fratianibook-30nov2008Final.pdf>.

Boot, A.W.A., T.T. Milbourn en A. Schmeits, 2006, "Credit Ratings as Coordination Mechanism", *The Review of Financial Studies*, 19(1), 81-118.

Boot, A.W.A., en A.V. Thakor, 1993, "Self-Interested Bank Regulation", *American Economic Review*, 83 (2), 206-212, 1993.

Boot, A.W.A., en A.V. Thakor, 2009, "The Accelerating Integration of Banks and Markets and its Implications for Regulation", in F. Partnoy, A.W.A. Boot en A.V. Thakor, *Towards a Fundamental Understanding of Financial Sector Developments*, Amsterdam: ACCF.

Boot, A.W.A., en A.V. Thakor, 2010, “The Accelerating Integration of Banks and Markets and its Implications for Regulation”, in *The Oxford Handbook of Banking*, red. A. Berger, Ph. Molyneux en J. S. Wilson, Oxford: Oxford University Press, 58-90. Beschikbaar op <http://www.accf.nl>.

Eikelenboom, S., en P. Lalkens, 2010, “Econoom Arnoud Boot: ‘Nout Wellink is geen voetbaltrainer die je zomaar kunt wegsturen’ ”, *Het Financieele Dagblad*, 3 juli.

Heijdra, Ben J., en Frederick van der Ploeg, 2002, *The Foundations of Modern Macroeconomics*, Oxford: Oxford University Press.

Klant, J.J., 1987, *Filosofie van de economische wetenschappen*, Leiden: Martinus Nijhoff.

McCloskey, D.N., 1994, *Knowledge and persuasion in economics*, Cambridge: Cambridge University Press.

Wester, J., 2009, “Het geld wordt altijd verdiend bij de laatste hype”, Gesprek met hoogleraar Arnoud Boot die een boek schreef over de crisis en de macht van aandeelhouders”, *NRC Handelsblad*, zaterdag 26 sept.