

Arnoud Boot

“Ongeveer vijftig procent van de werkgelegenheid in de financiële sector zie ik in de komende jaren verdwijnen.”



4

financieren niets anders dan dat financiële instellingen gebruikmaken van andersoortige constructies die in overeenstemming zijn met de islamitische wet- en regelgeving, maar dezelfde functie hebben als die van conventionele financiële instellingen? Is het renteverbod het enige onderscheidende kenmerk ten opzichte van het conventioneel financieren? Dit artikel beschrijft wat islamitisch financieren inhoudt en (kort) hoe het zich heeft ontwikkeld. In een volgend artikel zal worden ingegaan op de economische aspecten van dit systeem. **32**

Rachida Talal

INFORMATIEF

Buitenbeentje of bankmodel van de toekomst?

Svenska
Handelsbanken



geeft geen bonussen, verkoopt geen 'onzinproducten' en blijft dicht bij de klant. Een concept dat het goed lijkt te doen. Niet alleen in Zweden, maar sinds 2002 ook in Nederland. Het succes is de *bottom-up*-benadering: de lokale kantoren opereren onafhankelijk van de top; zij krijgen ondersteuning van bovenaf, maar worden niet van bovenaf gedirigeerd. Dit artikel legt uit hoe dat werkt. **36**

Frank van den Nieuwenhuijzen

INFORMATIEF

Nieuwe spelregels voor voor een sterke financiële sector

De afgelopen jaren hebben laten zien dat problemen in de financiële sector en een gebrek aan onderling vertrouwen verstrekken gevolgen kunnen hebben voor de stabiliteit en groei van de economie. Het is daarom belangrijk dat het toezicht aanzienlijk wordt versterkt. Dit zal tot veranderingen in de sector leiden. **40**

Paul Hilbers, Davind Rijsbergen en Marco van Hengel



INFORMATIEF

Meer aandacht voor de vaardigheden van beleggingsadviseurs

In de leidraad *De klant in beeld; Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer* van november 2011 doet de AFM daarom aanbevelingen voor een goede adviespraktijk. Een van de aanbevelingen is meer aandacht voor de vaardigheden van adviseurs. NIBE-SVV pakt deze handschoen graag op. **44**

Joris Daniels



TER DISCUSSIE

Eurocrisis? Eureka! Blueprint voor een structurele oplossing?



Is het zo moeilijk om een oplossing voor de eurocrisis te vinden? Wel zo lang iedere politicus, bankier of econoom zijn eigen mantra blijft herhalen. Maar wanneer een wat breder perspectief wordt genomen, is een marktconforme oplossing dichterbij dan velen denken. Met als toegift 'gratis' schuldsanering en structuurversterking. **48**

Jan Harmen Witzenburg

En verder

9 ECB monitor

Rein Kieviet

17 Congres

22 NIBE-SVV nieuws

23 Fiscale facetten

Paul Bruin en Diederik Verlinden

39 Websitenieuws

43 Gescand voor u
Martijn Verrijn Stuart

47 NIBE-SVV agenda

Door Bert Bakker
Fotograaf Sander Foederer

ARNOUD BOOT

“Ongeveer vijftig procent van de werkgelegenheid in de financiële sector zie ik in de komende jaren verdwijnen.”

De ambitie van Arnoud Boot is economische theorie en praktijk bij elkaar brengen. Naast het hoogleraarschap aan de UvA vervult hij daarom 26 nevenfuncties. Vorig jaar belandde hij in de Volkskrant Top 200 van Meest Invloederijke Nederlanders op nummer 59. Het lijkt dus te werken. “In mijn advisering hou ik rekening met waar politieke ruimte zit.”



“Vermogensbeheerders rekenen tegenwoordig jaarlijks twee tot twee-enhalf procent van het belegde kapitaal voor hun diensten, terwijl het verwachte bruto-rendement amper hoger is”

Arnoud Boot behoort in Nederland tot een zeer select groepje economen dat actief en zichtbaar deelneemt aan het publieke debat over financiële of economische onderwerpen. Sweder van Wijnbergen, Lans Bovenberg, Bas Jacobs en Sylvester Eijffinger zijn ook enkele van die wetenschappers die de publiciteit niet schuwen. Maar Boot is wellicht de meest zichtbare. Het past overigens bij zijn ambitie, die hij meerdere malen uitte, om economische theorie en praktijk meer met elkaar te verbinden. Via de genoemde functies bij de SER, AFM en DNB bereikt hij de politici en beleidsmakers heel rechtstreeks. Niet toevallig staat Boot in 2011 op nummer 59 in de Volkskrant Top 200 van Meest Invloedrijke Nederlanders. Maar

hoe groot kan de invloed zijn van iemand die ‘slechts’ analyseert, becommentarieert en adviseert? En hoe werkt die invloed van Boot eigenlijk?

Het kan, in dat kleine Nederland waar bankiers, pensioenfondsbestuurders, hoogleraren economie en financieel toezichthouders elkaar allemaal kennen, niet eenvoudig zijn om te opereren zoals Arnoud Boot doet. Tegelijkertijd als wetenschapper met verrassende analyses en soms pittige stellingen naar buiten te komen, én optreden als adviseur of ‘klankborder’ bij een waslijst van instellingen, variërend van de Sociaal Economische Raad tot de toezichthouders DNB en AFM, van het Amsterdam Center for Corporate Finance (een denktank van enkele grote ondernemingen

in de financiële sector) tot het Sustainable Finance Lab, de brainstormgroep van ondermeer Herman Wijffels en Peter Blom.

“Toezicht ineffectief”

Boot combineert zijn hoogleraarschap Corporate Finance en Financiële Markten aan de UvA met maar liefst 26 ‘nevenfuncties’. Andere wetenschappers zouden vast komen te zitten in een onontwarbare kluwen van loyaliteitsdilemma’s of financiële afhankelijkheden; ze zouden zich in hun onderzoeken en andere uitingen bij ‘veilige thema’s’ houden. Maar Boot fietst fluitend door dat mijnenveld. Voorbeeld: in het jaarlijks verschijnende preadvies van de Vereniging voor Staatshuishoudkunde (waarvan hij voorzitter is) schreef Boot afgelopen najaar dat het toezicht op de financiële

sector ‘volslagen ineffectief’ is. Een ander lid van de adviesraad bij zo'n toezichthouder zou na een zo confronterende stelling geruisloos via de achterdeur zijn afgevoerd. Boot blijft. Ook in het gesprek dat B&E met de professor had in de donkere dagen voor kerst, in zijn eigen werkkamer op de doodstille UvA-faculteit aan de Amsterdamse Roetersstraat, blijkt dat Boot gewoon zegt hoe hij denkt dat dingen zitten. Ondanks de 26 petten die naast de professorenbarret aan zijn kapstok hangen. Over bonussen bijvoorbeeld.

“Bonussen schijndiscussie”

Iedere econoom wil tegenwoordig de indruk wekken dat hij scherp-kritisch naar het bankwezen kijkt. Standaard wordt de bonuscultuur genoemd als een van de ergste wortels van het kwaad. Boot doet er schouderophalend over: “Een schijndiscussie die te veel aandacht krijgt. Ik zie bonussen als een uitloeijsel van een veel groter probleem. Ze zijn een symptoom van het fenomeen dat banken – door financiële markten aangemoedigd – het traditionele relatiebankieren ondergeschikt hebben gemaakt aan het transactiebankieren.”

Vervolgens schetst hij wat er naar zijn idee wezenlijk fout ging: “In die strijd om de gunst van onder meer aandeelhouders en analisten, maar ook consultants en de media met hun ranglijstjes, doken bankiers als lemmingen in markten die lucratiever leken dan dat ouderwetse rentebedrijf. En de informatietechnologie maakte het mogelijk. Maar dat dit lucratief leek, was omdat de risico's zwaar werden onderschat, zoals altijd als iets ‘hot’ is in de financiële markt.”

Dat het zo uit de hand kon lopen was mede omdat de financiële gemeenschap – inclusief toezichthouders – te laat inzag dat de markt níét disciplinerend werkte. Boot: “Sterker: markten lokten dit gedrag uit. En toezichthouders misten de juiste informatie om in te grijpen.”

De crisis in a nutshell

Maar zo kon het bankwezen in het laatste anderhalve decennium in de statistiek meer groeien dan de rest van de economie. Maar de grote vraag is volgens Boot of die rest van de

“Ik verwacht dat we een eind kunnen komen door de maatschappelijk belangrijkste bankactiviteiten te beschermen en af te bakenen via wettelijke regels”

economie voor al die bancaire activiteit iets terugkreeg. Zijn conclusie is dat de sector weer moet krimpen: “Er komt een zeer ingrijpende herstructurering en sanering aan, en dat zal onvermijdelijk gepaard gaan met een zeer forse afname van de werkgelegenheid.” Zeer fors? “In de komende tien tot vijftien jaar zie ik globaal de helft van het aantal banen verdwijnen. Als de sector daarna efficiënt is en weer echt faciliterend opereert – dus dié dingen doet waar burgers en bedrijven evident behoefte aan hebben – dan is dat de omvang die past bij de omvang van de Nederlandse economie.”

De helft van de werkgelegenheid in de bank- en verzekeringssector weg? Dat komt erop neer dat daar nu een gigantische verborgen werkloosheid bestaat.

“Nou? Denk eens aan *asset management*: vermogensbeheerders rekenen tegenwoordig jaarlijks twee tot tweeënhalf procent van het belegde kapitaal voor hun diensten, terwijl het verwachte bruto-rendement amper hoger is. Maar wat doen ze voor dat geld? Een gespreide effectenportefeuille samenstellen, of een index kopiëren – is dat zo moeilijk? Of kijk eens naar die enorme productie van spaar- en beleggingshypotheken van de laatste jaren! En die woekerpolissen! Jazeker, uitgelokt door fiscale faciliteiten zoals de hypotheekrenteaftrek. Maar heeft de maatschappij daar per saldo voordeel van gehad? Waren we niet beter af geweest zónder? En in de professionele markten: kijk eens naar al die securitised producten waarvan totaal onhelder is bij wie welke risico's terechtkwamen; of naar de OTC-derivatenmarkten.”

Geen waarde gecreëerd

Maar bedrijven die met risicomanagement bezig waren, vroegen erom.

“Natuurlijk kunnen ze grote waarde hebben. Maar als er op een bepaald moment tien maal meer uitstaat dan waar risicomanagement mee gediend kan zijn, is er dan, terugkijkend, macro-economisch waarde gecreëerd? We meenden dat een gunstig effect van het afsplitsen, herverpakken en herverdelen van risico's onder eindbeleggers was dat eventuele verliezen gelijkmatig over de wereld verspreid terecht zouden komen. In feite hoopten ze zich juist op bij de minst oplettende beleggers. En de ondoorzichtigheid van die producten heeft de onzekerheid in de markten vergroot.

In de financiële sector zijn duizenden mensen met al die producten in de weer geweest. Maar in feite waren banken alleen voor en met elkaar bezig. En toen het fout ging en de staat de banken moest redden, was het de burger die de rekening betaalde. Via hogere belasting, en via geslonken pensioenfondreserves. Als dát het resultaat is, dan is er toch iets mis?”



CV

Arnoud (A.W.A.) Boot

1960: geboren in Huizen

Opleiding

- 1972–1978: Atheneum, Eersel (N.-Br.)
- 1978–1983: Economie en Bedrijfseconomie, Universiteit van Tilburg
- 1984–1987: Finance, Indiana University, MBA 1986, PhD 1987.

Loopbaan

- 1989–1992: Northwestern University, Chicago
- 1992–heden: Hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten, UvA Amsterdam
- 2000–2001 Partner McKinsey

Enkele van huidige nevenfuncties

- Lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen
- Kroonlid SER
- Lid Bankraad DNB
- Lid Commissie Kapitaalmarkt AFM
- Directeur Amsterdam Centre voor Law & Economics en Amsterdam Centre for Corporate Finance
- Commissaris bij RGA Inc. (USA)

Privé

- Arnoud Boot woont in Baarn, is getrouwd en heeft twee dochters.
- Hij is een fervent en praktiserend sportliefhebber: hardlopen, tennis, voetbal.

“Ik geloof trouwens ook niet dat het realistisch is om bij zakenbanken het financieren met bankkrediet te scheiden van financieringen waarbij geld op de kapitaalmarkt wordt aangetrokken”

Maar hoe moeten we ons een zo drastisch afgeslankt bankwezen voorstellen? En hoe komen we daar?

“Het vervelende en het vreemde is: op dit moment zijn er geen blauwdrukken in omloop van het bankwezen van over vijf of tien jaar. Ik heb ze niet gezien, en ik heb er zelf ook niet een. Het zal een proces van *trial and error* zijn, vrees ik. Werkgelegenheid garanderen zal heel lastig zijn, als je weet dat veel activiteiten drastisch zullen moeten krimpen. En waar we uitkomen? Belangrijk is dat het deel van het bankwezen dat een infrastructurale rol in onze economie vervult – vergelijkbaar met ons wegennet – veiliggesteld wordt. We mogen niet meer het risico lopen dat het betalingsverkeer van een bank stilvalt of dat spaargelden onbereikbaar worden omdat een instelling failliet ging door verliezen in de handel voor eigen rekening. Sommigen denken dat zogenaamde *narrow banks* of pure nutsbanken de oplossing zijn. Of dat we, à la de Glass-Steagall Act, het klassieke bankieren weer moeten scheiden van *investment banking*. Zelfs nationalisatie van die bancaire nutsfuncties is wel bepleit. Maar ik geloof niet in dat soort oplossingen. Ik verwacht dat we een eind kunnen komen door de maatschappelijk belangrijkste bankactiviteiten te beschermen en af te bakenen via wettelijke regels. We moeten onderzoeken of we dat kunnen bereiken via *ringfencing* van die wezenlijke bankfuncties. Dus door er een aansprakelijkheids- en eigendomsrechtelijk hek omheen te zetten om daarmee besmetting of domino-effecten uit te sluiten. En misschien moeten we eens goed kijken of

oplossingen zoals uitgewerkt in het Britse Vickers-rapport, ringfencing van het retailbedrijf van banken, voor ons bruikbaar is.”

Voorbeeld accountancy

Maar bankieren was al aan veel regels en toezicht gebonden. Zijn er voorbeelden van gereguleerde bedrijfstakken die beter gingen functioneren nadat de regelgevings- en toezichtdruk verder werd opgeschroefd?

“Nou, misschien de accountancysector. Net als banken vervult die óók een maatschappelijke taak. En net als banken lieten ze in het verleden steken vallen, mede door ongezonde vermenging van belangen, en marktwerking die tot perverse effecten leidde. We hebben gezien hoe in die sector de traditionele zelfregulering vervangen is door extern toezicht en veel strakkere wetgeving. Scheiding van de controle- en adviesfuncties is in de VS al min of meer de praktijk en staat ook hier op de agenda. Ik heb de indruk dat deze aanpak begint te werken. Ook over die maatschappelijk belangrijke jaarrekeningcontrole is wel geopperd dat het beter een overheidsdienst kon worden. Maar de ervaring met de accountancy suggereert dat dat waarschijnlijk niet nodig is.

Als je een goede structuur neerzet die transparant is, als de regelgeving adequaat is waardoor – heel belangrijk – de toezichthouder effectief kan werken, dan kunnen concurrentie en marktwerking wél zorgen voor verbetering van de kwaliteit. En door accountantcontroles in de private sector te laten, zodat het hoogopgeleide personeel dus geen matig betaalde ambtenaar hoeft te worden, blijven zulke bedrijven aantrekkelijk voor ambitieuze, getalenteerde mensen. Je hebt scherpe mensen nodig om tegenwicht te bieden tegen de bedrijven.”

Basel 3 dwingt banken tot deleveraging. Bedrijven die nu nog door banken worden gefinancierd, zullen vaker voor krediet naar de kapitaalmarkt moeten. Paradoxaal genoeg is Basel 3 dus een impuls voor dat transactiebankieren.

“Ja, maar in dit voorbeeld levert de bank als bemiddelaar wél toegevoegde waarde voor de niet-bancaire sector. Er is geen sprake van

casino-bankieren of handel en voor eigen rekening. Ik geloof trouwens ook niet dat het realistisch is, of wenselijk, om bij zakenbanken het financieren met bankkrediet te scheiden van financieringen waarbij geld op de kapitaalmarkt wordt aangetrokken.”

Nu bereid tot luisteren

Heeft de politiek niet zozeer een eigen dynamiek dat het advies van wetenschappers amper aankomt?

“De politiek is een wereld op zich. Het is daar heel lastig om de waarheid te benoemen. In alles wat hij zegt moet een politicus rekening houden met zijn draagvlak en zijn achterban. Recent voorbeeld: minister van Financiën Jan Kees de Jager zei afgelopen zomer nog dat Griekenland z'n schulden keurig zou afbetalen; iedereen wist allang dat dat onmogelijk was.

Desondanks heb ik zelf het idee dat wat ik zeg, schrijf en adviseer toch wel enige impact heeft. Sterker nog: politici zijn nu meer dan voorheen bereid om naar me te luisteren; omdat er in economisch opzicht zo veel onzekerheid heerst. Ze willen gevoed worden met analyses en ideeën. In de gremia waar ik beleidsmakers spreek, krijgt men die ideeën overigens te horen, ruim voor het bredere publiek erover leest in de stukken die ik in kranten en vaktijdschriften publiceer, want die artikelen zijn meestal niet het begin van dergelijke discussies, maar het sluitstuk.”

Dus die ideeën komen aan bij de mensen die u op het oog hebt?

“Ik geloof het wel, en als dat zo is, komt dat wellicht mede doordat ik bij de keuze van de thema's bewust rekening hou met timing en opportuniteit. Ik vraag me altijd eerst af of er in de politieke verhoudingen van dat moment wel openingen zijn om iets te doen met de analyse of visie die ik lanceer. Als die ruimte er niet is, is je advisering bij voorbaat verspilde moeite. Als ik een politicus adviseer, verplaats ik me in wat zijn partij belangrijk vindt. Over de hypotheekrenteaftrek, waarover ik al sinds 1995 schrijf dat we daar van afmoeten, zei ik onlangs tegen een VVD'er: je vindt ondernemerschap en mobiliteit op de

“Ik vraag me altijd eerst af of er in de politieke verhoudingen van dat moment wel openingen zijn om iets te doen met de analyse die ik lanceer”

arbeidsmarkt toch belangrijk? Besef dan wel dat die aftrek stimuleert dat mensen te veel schulden op zich nemen, zich krampachtig aan hun vaste banen moeten vastklampen en niet kunnen verhuizen. Dat dure huis maakt mensen letterlijk immobiel.”

Grip toezichthouder

Het is dus belangrijk om niet zelf een politieke kleur opgeplakt te krijgen. Anders luistert de helft van je publiek niet meer.

“Dat klopt. Ik heb nadrukkelijk geen politieke kleur. In de SER ben ik waarschijnlijk het enige Kroonlid zonder partijbinding; heel ongebruikelijk. Je wilt niet in politieke posities verstrikt raken.

Als ik zeg – zoals in het laatste Preadvies van de Koninklijke Vereniging voor Staatshuishoudkunde – dat marktwerking in de financiële sector niet zorgt voor evenwicht op de markten maar juist gevaarlijk kuddegedrag uitlokt, dan lijkt dat een links standpunt. Maar ik laat wel zien hóé die effecten optreden. En dat het niet gaat om vóór of tegen marktwerking zijn, maar om te begrijpen onder welke voorwaarden marktwerking positieve effecten heeft. Zo pleit ik ook niet voor nationalisering van banken, maar slechts voor het afbakenen van functies en beschermen van de financieel-maatschappelijke infrastructuur. Strengere wettelijke regels moeten de onderlinge verwevenheid en de complexiteit van de financiële sector vermindern. Pas als daaraan is voldaan, kan ook dat toezicht dat tot nu toe zo ineffectief was,

weer grip op de sector krijgen. Dat lijkt me dan toch geen politiek gekleurd standpunt.”

Een heel belangrijk ander dossier waarover Boot als adviseur het laatste jaar intensief contact had met de regering, betreft de opstelling van Nederland in de eurocrisis. Uit interviews met ondermeer *de Volkskrant* en *NRC Handelsblad* viel de teneur van zijn influisteringen af te leiden: Boot lijkt te staan voor een praktische kijk op de euro-problematiek. Niet ideologisch en niet doemdenkerig. Voor de aanpak op de korte termijn pleit hij voor het via het IMF afdwingen van hervormingen om landen weer op de rails te krijgen. Het uitgeven van euro-obligaties past daar niet in, vindt hij, omdat dat een onomkeerbare beslissing is en een stap in de richting van een soort Verenigde Staten van Europa. “Dat mag je niet doen zonder de Europese kiezer zich erover te laten uitspreken.” Op de uitkomst van de ‘top der toppen’ van vrijdag 9 december, reageerde Boot met een ‘realpolitisch’ commentaar: hij kwalificeerde het weliswaar als ‘doormodderen’, maar meende ook dat “politici langzaam toch de bewegingen maken die nodig zijn”.

Glas half vol

Terugblikkend op 2011 zou je ook kunnen zeggen dat de balans positief is. Twee Zuid-Europese regeringsleiders die oplossingen blokkeerden zijn weg. En misschien wel dankzij de disciplinerende werking van de kapitaalmarkten. Bovendien wordt voor het eerst alom beseft dat begrotingsafspraken nakomen echt moet.

“Die gedachte dat het glas half vol is, spreekt me wel aan. We kunnen de eurozone al ‘doormodderend’ wellicht toch in de goede richting krijgen – al zijn de risico's nog heel groot. Om met reden optimistisch te kunnen worden zijn geloofwaardige hervormingen wel onontbeerlijk. En de kapitaalmarkten? Ja die zorgen voor enige discipline bij Europese politici. Maar het is wel een beetje alles of niets: óf de markten slapen – Griekenland kon lange tijd op Duitse renteniveaus geld lenen – óf ze zijn plotseling hyperactief. Het blijft toch allemaal riskant.”