

Inhoud

Voorwoord	13
Over de auteurs	17
Deel 1 De financiële sector algemeen	25
1 De financiële sector. Een beknopt overzicht	27
Inleiding	27
1.1 Een korte beschrijving van de financiële sector	28
1.2 Functies in de financiële sector	28
1.2.1 <i>Functies van de financiële sector</i>	28
1.2.2 <i>Brokers, market makers en dealers</i>	29
1.2.3 <i>Investeringsbanken</i>	32
1.2.4 <i>Wet- en regelgeving en toezichhouders</i>	34
1.3 'De sociale verantwoordelijkheid van ondernemingen is om winst te vergroten'	36
2 Een heroverweging van de moraliteit van het geldwezen	39
Inleiding	39
2.1 Het produceren van producenten	40
2.2 Win-win	44
2.3 Overheid versus het geldwezen	48
2.4 De morele casus van het geldwezen	51
3 Van vertrouwen naar loyaliteit	55
Inleiding	55
3.1 Ethiek en vertrouwen	57
3.2 Ethische besluitvorming	57
3.3 Ethiek versus <i>compliance</i>	58
3.4 Factoren die leiden tot onethisch gedrag	59
3.5 Het oplossen van ethische dilemma's	59
3.6 Wat beleggers willen	60
3.7 Onderzoek door CFA Institute	61
3.7.1 <i>Beleggersvertrouwen</i>	61
3.7.2 <i>Loyaliteit</i>	61
3.7.3 <i>Transparantie</i>	62
3.7.4 <i>Cyberveiligheid</i>	63

3.7.5	<i>De human touch</i>	63
3.7.6	<i>Waar het echt om draait</i>	64
3.7.7	<i>Leveren vermogensbeheerders waarde voor uw geld?</i>	64
3.7.8	<i>De banden versterken</i>	65
3.7.9	<i>Het mandaat overstijgen</i>	66
3.8	Conclusie	67
Deel 2 De invloed van ‘Europa’ op de financiële sector		69
4	Tussen Europese samenwerking en eurosceptis: enige overwegingen vanuit historisch perspectief	71
	Inleiding	71
4.1	Eurosceptische argumentatie	71
4.2	De EU: samenwerking van soevereine lidstaten?	73
4.3	EU als waardengemeenschap?	74
4.4	Het ideaal van Europese samenwerking en de opkomst van het nationalisme	76
4.5	Monetair politieke ontwikkelingen	79
4.6	Europese samenwerking in de schaduw van oorlog en oorlogsdreiging	80
4.7	Beyen-plan en de Europese economische samenwerking	83
4.8	Toekomstige ontwikkelingen: EU <i>quo vadis</i> ?	84
4.9	Europa als natie?	85
4.10	Afsluiting	89
5	Invloed van monetair beleid op de financiële sector	91
	Inleiding	91
5.1	Geldstelsels	92
5.2	Doelstelling van het monetair beleid in het eurogebied	93
5.3	De bank als geldscheppende instelling	95
5.4	De monetaire beleidsstrategie van de ECB	95
5.5	Instrumenten en procedures van het monetaire beleid	96
5.6	Monetair beleid na de financiële crisis van 2008	99
5.7	Communicatie monetair beleid	101
5.8	Onafhankelijkheid ECB	101
5.9	Effecten van monetair beleid op financiële instellingen	103
5.10	Conclusie	105
6	Hoeveel puzzels wil je leggen? Financiële conglomeraten heroverwogen	107
6.1	Conglomeraten zullen er altijd zijn	107
6.2	Welke regelgeving is van toepassing op complexe groepen?	III

6.3	Groepsrisico's, de 7 C's	114
6.3.1	<i>Capital as group risk</i>	114
6.3.2	<i>Concentratie van risico's</i>	116
6.3.3	<i>Contagion</i>	117
6.3.4	<i>Complexity & Conflicts of interest</i>	119
6.3.5	<i>Cultuur als groepsrisico</i>	122
6.3.6	<i>Cyberrisico</i>	123
6.4	En dus?	125
7	Oppakken, aanpakken, doorpakken – een MEP in actie, drs. Cora van Nieuwenhuizen MEP	129
8	Een overzicht van rechtspraak: consumentenbescherming als rode draad	139
	Inleiding	139
8.1	Froukje Faber, C-497/13	140
8.2	Dansk Industri, C-441/14	141
8.3	NN/Van Leeuwen, C-51/13	142
8.4	UNIS, C-25/14	143
8.5	Conclusie en afsluitende woorden	144
	Deel 3 Risicomanagement	147
9	Risicomanagement – Sterk wijzigend landschap voor verzekeraars en pensioeninstellingen	149
	Inleiding	149
9.1	Ontwikkelingen	149
9.2	Het toezicht verscherpt	152
9.2.1	<i>Kapitaalvereisten</i>	152
	9.2.1.1 Kapitaalvereisten voor verzekeraars: Solvency II	153
	9.2.1.2 Kapitaalvereisten voor pensioenfondsen: FTK	154
9.3	Governance en integraal risicomanagement	156
9.3.1	<i>Governancevereisten verzekeraars: Solvency II</i>	157
9.3.2	<i>Governancevereisten pensioenfondsen: FTK en IORP II</i>	158
9.4	Rapportagevereisten en ingrijpbaarheden	160
9.4.1	<i>Rapportagevereisten verzekeraars: Solvency II</i>	160
9.4.2	<i>Rapportagevereisten pensioenfondsen: IORP II</i>	161
9.5	Focus op versterking risicomanagement	161
9.6	Tot slot	162

10	Risicomanagement gezien vanuit het perspectief van de banken	163
	Inleiding	163
	10.1 Wat is risicomanagement bij een bank?	163
	10.2 Verschillen tussen banken en andere financiële instellingen	164
	10.2.1 <i>Bankenfunctie en kernactiviteiten</i>	164
	10.2.2 <i>Bancaire risico's</i>	165
	10.2.3 <i>Banktoezicht en regelgevende instanties</i>	165
	10.3 Bancair risicomanagement: stand van zaken	166
	10.3.1 <i>Wetgeving en toezicht</i>	166
	10.3.2 <i>Liquiditeits- en kapitaalvereisten</i>	167
	10.3.3 <i>Stresstesten</i>	167
	10.4 Werkmodel risicobeheer	168
	10.4.1 <i>Integrated Enterprise Risk Management (ERM)</i>	168
	10.4.2 <i>Governance-model</i>	168
	10.4.3 <i>Banking Risk Appetite Statement (RAS)</i>	170
	10.4.4 <i>Strategie</i>	170
	10.5 Van IST naar SOLL	171
	10.5.1 <i>Verwachte trends</i>	171
	10.6 Verbeterpunten bancair risicomanagement	173
	10.7 Onderdelen voor een optimaal bancair risicomanagementmodel	173
	10.8 Conclusie	175
	Deel 4 Toezicht	179
II	Toezicht gericht op herstel van vertrouwen	181
	Inleiding	181
	II.1 Vooruitblikkend toezicht	183
	11.1.1 <i>De trendmatige daling van de rente zet het bedrijfsmodel van financiële instellingen onder druk</i>	184
	11.1.2 <i>Nieuwe toetreders vragen gevestigde spelers hun bedrijfsmodel te herzien</i>	187
	11.1.3 <i>Integriteit vraagt om een betere analyse van risico's en een diepere verankering van organisatie- en cultuurveranderingen</i>	188
	II.2 Transparant waar mogelijk	190
	II.3 Dialoog met sector en samenleving	195
	II.4 Tot slot	199
12	Informeel toezicht en 'zachte' dwang	201
	Inleiding	201
	12.1 Ontwikkeling informele toezichtspraktijk en voordelen daarvan	202
	12.2 Verschijningsvormen	205

12.3	Punten van kritiek	207
12.4	Afrondende opmerkingen en voorspellingen	208
Deel 5 Banken, verzekeraars, vermogensbeheerders, participatiemaatschappijen, en pensioeninstellingen		211
13	Fintech: disruptie, revolutie of evolutie?	213
	Inleiding	213
	13.1 De wereld verandert	214
	13.2 Technologische ontwikkelingen	216
	13.3 Hoe gaan banken om met de uitdagingen?	218
14	Kansen voor de verzekeringssector	221
15	Investeren in de toekomst: nieuwe kansen voor vermogensbeheerders	225
	15.1 Op zoek naar een goed pensioen	225
	15.2 Met het pensioen moet je niet gokken	226
	15.3 Robo-advies	227
	15.4 Kapers op de kust: <i>fintech</i> en <i>bigtech</i>	227
	15.5 Het belang van een sterk merk en een goede reputatie	228
	15.6 Conclusie	229
16	Private equity en venture capital als belangrijke economisch- maatschappelijke kracht	231
	16.1 Venture capital voor de marktverstoorders	232
	16.2 Private equity, slim kapitaal voor succesvolle transitie	234
	16.3 Impact van private equity en venture capital	236
	16.4 Conclusie	238
17	Onder constructie: een sector voor financieel welbevinden	239
	Inleiding	239
	17.1 Waarom het huidige pensioenstelsel om drastische aanpassing vraagt	240
	17.2 Thema's voor een goed stelsel voor financieel welbevinden	242
	17.2.1 <i>Individuele keuzes nodig voor bewerkstelligen betrokkenheid en verantwoordelijkheid deelnemers</i>	242
	17.2.2 <i>Focus op behoeften van het individu in plaats van op producten vergt goede advisering en begeleiding</i>	245
	17.2.3 <i>Digitalisering noodzakelijk voor real time inzicht en overzicht én voor kostenefficiëntie</i>	246

17.2.4	<i>Maatschappelijke belangen moeten in het oog gehouden worden door het opstellen van randvoorwaarden</i>	247
17.3	Ten slotte	249
18	Toekomstbestendige pensioenoplossingen: wat is de beste keuze?	251
18.1	Trends	252
18.2	Pensioenregelingen	253
18.3	Defined Benefit	254
18.4	Defined Contribution	255
18.5	Pensioenuitvoerders	256
18.6	Premie Pensioen Instelling	256
18.7	Algemeen Pensioenfonds	258
18.8	Overzicht	261
	Deel 6 Governance	263
19	De invalshoek van mens en organisatie in de financiële sector	265
	Inleiding	265
19.1	Organisatie	265
19.1.1	<i>Minder mensen, andere functies</i>	266
19.1.2	<i>De klantgerichte organisatie</i>	266
19.1.3	<i>De wendbare organisatie</i>	267
19.2	Leiderschap en klimaat	268
19.2.1	<i>Verandering in leiderschapsstijlen noodzakelijk</i>	268
19.2.2	<i>Beleidsregel geschiktheid effectief?</i>	269
19.2.3	<i>Sturen op integer gedrag</i>	269
19.2.4	<i>Betrokkenheid medewerkers in de lift</i>	270
19.3	Beloning	271
19.3.1	<i>Verschillen tussen sectoren</i>	271
19.3.2	<i>Versobering</i>	271
19.3.3	<i>Variabel inkomen sterk gereguleerd</i>	272
19.3.4	<i>Secundaire arbeidsvoorwaarden</i>	273
19.3.5	<i>Sturen op prestaties</i>	273
19.4	Samenvatting	274
20	De opkomst van wereldwijde procesvoering over effecten	275
20.1	De weg naar meerdere jurisdicties	276
20.2	Belangrijke jurisdicties	277
20.3	Ten slotte	280

21	De impact van de <i>UN Sustainable Development Goals</i> op de financiële sector	283
	Inleiding	283
	21.1 Beroep doen op de private sector	285
	21.2 De rol van de financiële sector	285
	21.3 Hoe draagt Robeco bij aan de Duurzame Ontwikkelingsdoelstellingen?	288
	21.4 Volgende stappen	292
	21.5 Conclusie	294
	Deel 7 Communicatie	295
22	Fintech en big data als basis voor integrale klantbediening	297
	Inleiding	297
	22.1 Stap voor stap naar een nieuwe wereld	297
	22.2 Wet pensioencommunicatie als aanjager voor digitale klantbediening	298
	22.3 Het ontwerp van het bedieningsconcept	299
	22.4 De customer journey als digitaal bedieningsconcept	300
	22.5 Informatiebeveiliging, borging van processen	301
	22.6 Digitalisering van processen leidt tot efficiëncyslag	301
	22.7 Management control	302
	22.8 Analyseren en optimaliseren	303
23	De impact van fintech	305
	Inleiding	305
	23.1 Accountants: kansen in financial coach en hoogwaardig advies	308
	23.2 De financieel adviseur: focus op klantbeleving	309
	23.3 Banken: uitdaging van de blockchain, kansen in klantsegmentatie	310
	23.4 Verzekeraars: integrale klantaanpak	311
	23.5 Impact voor pensioenuitvoerders	312
	23.6 Technologische innovatie: de toekomst	313
24	De nieuwe controleverklaring van de externe accountant bij de jaarrekening van institutionele beleggers	315
	24.1 De controleverklaring	316
	24.2 Controleverklaring vanaf 2013	319
	24.3 Een verkennend onderzoek	320
	24.4 Duiding van de onderzoeksresultaten en nabeschuiving	330

Voorwoord

In ons streven naar geluk speelt geld een belangrijke rol. Wie zich zorgen maakt hoe te moeten rondkomen, nu of in de toekomst, voelt zich vaak ongelukkig. Stress en zorgen over financiën kunnen het gevoel van eigenwaarde en zelfs de gezondheid beïnvloeden. Gelukkige mensen maken vaker realistische financiële plannen, hebben het idee dat ze hun financiën goed beheren en hebben vaker een groot gevoel van eigenwaarde.

Instellingen die actief zijn in de financiële sector, zoals pensioenfondsen, banken en verzekeraars, die begrip hebben voor de grote rol van financiën voor persoonlijk welzijn, dragen in belangrijke mate bij aan de financiële situatie van mensen, hun eigenwaarde en geluk. Oppervlakkig gezien lijkt de financiële sector met de jacht op maximale rendementen, minimale risico's, elektronische handelsplatformen en financiële theorieën enkel te bestaan voor grote partijen of rijke particulieren, maar de financiële sector ondersteunt het welzijn en geluk van de samenleving die zij dient. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de gevolgen van de kredietcrisis van 2008. Deze enorme wereldwijde crisis had gevolgen voor de kwaliteit van ons leven. Mensen verloren hun banen, echtscheidingen werden uitgesteld en er werd flink beknibbeld op plezierige zaken als restaurantbezoek of vakantie. Na de kredietcrisis van 2008 werden de financiële sector en de mensen die erin werken evenwel gezien als koud en egoïstisch, zich niet bekommerend om het welzijn van anderen. Dit beeld verdient nuancering. Het is met alle boeken die over de crisis sindsdien zijn verschenen duidelijk dat de oorzaak van de crisis niet was gelegen in bankiers die in hun tomeloze hebberigheid in 2008 het mondiale financiële systeem lieten klappen, zoals media het toen brachten.

Aan ons streven naar geluk meten economen af hoe de samenleving er voor staat, of er vertrouwen is in de instituties van onze maatschappij. Geld en daarmee de financiële sector dragen in grote mate bij aan ons geluksgevoel. Een branche die zo'n grote invloed heeft op ons leven, welzijn en geluksgevoel verdient nadere beschouwing. Dit boek beziet de financiële sector vanuit verschillende invalshoeken. Beoogd wordt om inzicht te bieden in hoe de sector werkt aan mensen van buiten de sector, aan beleidsmakers en aan mensen die werken in de sector. Iemand die bij een pensioenfonds werkt, kan kennis nemen van het bankwezen, of een vermogensbeheerder steekt wellicht iets op over de verzekeringsbranche. Met kennis van de verschillende kolommen binnen de financiële sector kunnen nieuwe, betere diensten en producten worden bedacht die de desbetreffende bedrijfskolom overstijgen. Dat kan uiteraard alleen in een omgeving die innovatie stimuleert.

De titel 'Goud geld' verwijst naar de mogelijkheden voor de financiële sector om ten behoeve van cliënten waardevolle financiële diensten aan te bieden. De titel slaat ook op het grote belang dat geld vertegenwoordigt in ons streven naar geluk.

Het boek is verdeeld in zeven delen. Het eerste deel is algemeen. Het beschrijft wat de financiële sector omvat, hoe belangrijk en ondersteunend de sector is voor de maatschappij, een herinnering waarom het beladen woord 'kapitalisme' ook na de crisis nog steeds het beste is voor vooruitgang en menselijk welbevinden, en ten slotte de essentiële rol van ethisch gedrag in financiële instellingen.

De financiële sector is onderhevig aan veel wet- en regelgeving. Voor Nederland is vrijwel alle wetgeving die van toepassing is op de financiële sector afkomstig uit 'Europa'. Het tweede deel gaat daarom over de invloed van Europa op de financiële sector. Het beschrijft de effectiviteit van wetgeving op financiële conglomeraten, biedt een kijkje in het werk van een Europarlementariër, beschrijft de voordelen van Europa voor de financiële consument, en geeft de historische context waarbinnen Europa zo van invloed zou worden. Dit deel beschrijft tevens de grote invloed van monetair beleid op de financiële sector.

Het derde deel biedt een uitwerking van de internationale regels die op de financiële sector van toepassing zijn met hoofdstukken over het beheersen van risico's bij banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

Op financiële instellingen wordt toezicht gehouden waarbij wordt gecontroleerd dat wordt voldaan aan de internationale en nationale wet- en regelgeving. Het vierde deel bespreekt toezicht in de praktijk.

In deel vijf wordt de financiële sector gezien vanuit de invalshoeken van het bankwezen, verzekeraars, pensioen, vermogensbeheer en participatiemaatschappijen. Dit deel is bedoeld om de lezer kennis te laten nemen van actuele thema's en innovatie in de belangrijkste onderdelen van de financiële sector.

Deel zes gaat over 'governance' ofwel goed bestuur. Beloningsbeleid in de financiële sector is van groot belang. De prikkel of *incentive* die bestuurders en medewerkers krijgen, draagt bij aan gedrag binnen een organisatie en aan het resultaat dat de organisatie laat zien. Bescherming aan het beleggend publiek door koersverlies veroorzaakt door frauderende organisaties wordt bijvoorbeeld geboden door de uit de Verenigde Staten overgewaaid juridische mogelijkheid van *class actions*, zoals in dit deel wordt beschreven. Daarnaast biedt 'governance' beleggingsmogelijkheden, bijvoorbeeld om de beleggingsportefeuille zodanig samen te stellen dat er enkel ondernemingen in worden opgenomen met een goed bestuursmodel.

Het zevende en laatste deel van het boek gaat over communicatie. Terwijl mensen voor hun welzijn en geluk voor een belangrijk deel afhankelijk zijn van hun financiële situatie, weten relatief weinig mensen hoe het zit met hun persoonlijke financiën zoals pensioen. Er zijn nieuwe mogelijkheden voor de

financiële sector om effectief met de cliënten te communiceren, en ook om verantwoording af te leggen via het jaarverslag, zoals dit deel laat zien.

Het boek hoeft niet te worden gelezen in de volgorde waarin de verschillende hoofdstukken zijn gerangschikt.

‘Goud geld’ beoogt u, de lezer, inzicht te bieden in de financiële sector. De sector die bijdraagt in ons aller streven naar persoonlijk geluk.

Dank is verschuldigd aan alle organisaties die belangeloos hun medewerking hebben verleend aan de totstandkoming van dit boek, dat zonder hun hulp niet kon worden geschreven.

Rotterdam, december 2016

Mr. Onno de Lange RPB, Secretaris, IVP – Instituut voor Pensioeneducatie

I De financiële sector. Een beknopt overzicht

mr. Onno de Lange RPB



Inleiding

In een mensenleven komen gemiddeld genomen twee of drie perioden voor van grote financiële voorspoed of van crisis. Grote financiële schommelingen zijn door de geschiedenis heen een verschijnsel in het kapitalistische systeem. Van de tulpenmanie uit de zeventiende eeuw tot de kredietcrisis. In goede tijden trekken de snelle winsten grote talenten aan en een aantal slimme boeven die tijdens moeilijke perioden weer verdwijnen.

Zo bouwde Cornelius Vanderbilt het beste spoorwegsysteem ter wereld tijdens de bloeiperiode van industriële revolutie aan het einde van de negentiende eeuw. In diezelfde tijd vergaarden Daniel Drew, Jay Gould en Jim Fisk een vermogen met sluwe streken rondom de overname van een spoorwegmaatschappij die Vanderbilt wilde kopen. Zij drukten illegaal telkens nieuwe aandelenbewijzen van het spoorwegbedrijf en verkochten die aan Vanderbilt, de bestaande aandeelhouders achterlatend met een sterk verwaterd belang in het spoorwegbedrijf en Vanderbilt met miljoenen dollars verlies aan waardeloze aandelen. In de periode van economische groei in de jaren twintig van de twintigste eeuw schiep Henry Ford de moderne auto-industrie. In diezelfde periode manipuleerde Joe Kennedy de prijzen van aandelen. Terwijl in de economisch voorspoedige tweede helft van de jaren tachtig van de twintigste eeuw Ivan Boesky handelde met voorkennis in aandelen op Wall Street, herstructureerde de firma Kohlberg Kravis Roberts (KKR) in Amerika bedrijven op een schaal die in geen 100 jaar was voorgekomen. Samen met onder andere Steve Jobs, Lee Iacocca en Peter Lynch stond Henry Kravis, medeoprichter van KKR, in 1989 op de lijst van de belangrijkste personen in de Verenigde Staten volgens de *Wall Street Journal*.

Er zijn duizenden en duizenden pagina's geschreven over de financiële sector. In dit hoofdstuk geven we daarom slechts een kort overzicht van de financiële sector. We beperken ons daarbij in het bestek van dit boek tot wat de sector omvat en welke functies de sector vervult. Belangrijke aspecten als innovatie, regulering, toezicht en perspectieven van spelers in de financiële sector en een toelichting op spelers in de financiële sector zoals pensioenfondsen, banken, verzekeraars en vermogensbeheerders komen in de volgende hoofdstukken aan de orde.

1.1 Een korte beschrijving van de financiële sector

Met de hevige mondiale financiële crisisperiode van 2007-2009 nog vers in het achterhoofd dragen weinig mensen de financiële sector een warm hart toe. ‘Graaiende bankiers hebben de crisis veroorzaakt’, ‘bankieren moet weer saai worden door de handelsactiviteiten te onderscheiden van de traditionele bankierstaken’ en ‘er is meer regulering nodig van de sector’ zijn uitspraken die menig columnist of politicus de afgelopen jaren heeft gedaan. Vaak worden met de financiële sector de financiële markten bedoeld, en in het bijzonder de stand van de effectenmarkten.

Een sector is een onderdeel van activiteiten in het economische verkeer waarin de deelnemers dezelfde of met elkaar verbonden diensten of producten aanbieden. Andere woorden voor ‘sector’ zijn ‘branche’ of ‘bedrijfstak’. Er wordt onderscheid gemaakt in de verschillende sectoren van de economie om een analyse van de totale economie te kunnen maken. Een voorbeeld van een sector is de collectieve sector, waarmee het totaal van de overheidstaken en sociale verzekeringen, zoals de zorg, wordt uitgedrukt.

De financiële sector is de categorie van activiteiten die financiële diensten verzorgt aan professionele en aan individuele klanten. De financiële sector omvat banken, verzekeraars, beleggingsmaatschappijen, pensioenfondsen, diverse intermediairs, en hun toezichthouders. Zij verzorgen onder meer betalingen, verstrekken leningen en verzekeringen aan bedrijven en particulieren, bieden hypothecaire leningen aan huizenbezitters aan en helpen organisaties en particulieren met het plannen van de financiën.

1.2 Functies in de financiële sector

1.2.1 FUNCTIES VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Voor een welvarende moderne samenleving is de financiële sector noodzakelijk. Onze westerse samenleving is door de eeuwen gegroeid door handel, ideeën en technologische innovatie die leidden tot welvaart. Voor het ontbijt kunnen we vrijwel gedachteloos kiezen uit verschillende soorten thee, koffie, brood en beleg, wat relatief nog niet zo lang geleden slechts was voorbehouden aan koningen en andere adel. Vooruitgang geschiedde op de basis van ideeën en mensen die het risico namen ideeën tot uitvoering te brengen, van het staalimperium dat Andrew Carnegie wist te creëren in de negentiende eeuw tot Facebook van Mark Zuckerberg en zijn vrienden. Kapitaal is nodig om de ideeën te kunnen verwezenlijken en daar draagt de financiële sector toe bij, bijvoorbeeld door kapitaalzoekers te koppelen aan kapitaalverstrekkers.

Communistische landen hebben de ontwikkeling van de financiële sector in hun invloedgebieden gestopt, zoals gebeurde na de Russische Revolutie in 1917 of de Chinese Revolutie van Mao Zedong in 1949, om daarvoor in de plaats centrale planeconomieën in te voeren. Dit leidde tot economische achteruitgang van de communistische staten.

Zonder een goed ontwikkelde financiële sector is een welvarende staat niet te verwezenlijken. Dat betekent niet dat in een land met een grote financiële sector de welvaart zoals riet de hoogte in schiet. Er is balans nodig. De balans kan worden gevonden met regulering en toezicht op de financiële sector, met een zorgvuldige afweging tussen de risico's en opbrengsten die de financiële sector voor een land met zich meebrengt en het effect van wet- en regelgeving op de activiteiten van de financiële sector en hoe, mede als gevolg daarvan, activiteiten worden ontplooid of gestaakt.

De financiële sector verzorgt het betalingssysteem. Dit is het middel waarmee we onze salarissen ontvangen en goederen en diensten kunnen kopen. Een andere functie van de financiële sector is om verstrekkers van geld te koppelen aan degenen die geld willen lenen. De financiële sector is onmisbaar voor het beheren van de financiën bij bedrijven, instellingen en particulieren. Ten slotte is de financiële sector van dienst bij het beheren van risico's die zijn verbonden aan activiteiten in het economische verkeer. Welke partijen komen we zoal tegen in de financiële sector?

1.2.2 *BROKERS, MARKET MAKERS EN DEALERS*

Voor kleine of startende ondernemingen is het altijd moeilijk geweest om financiering te vinden om de activiteiten te kunnen ontplooiën of uit te breiden. In de wederopbouwperiode na de Tweede Wereldoorlog kon een onderneming kiezen tussen financiering van haar activiteiten door aandelen in de onderneming uit te geven, of om obligaties (leningen van het belegend publiek aan een onderneming) uit te schrijven, afhankelijk of aandelen dan wel obligaties in trek waren, fiscale aspecten en de schulden van de onderneming. Institutionele beleggers, zoals verzekeraars of pensioenfondsen, wilden bij voorkeur obligaties met een hoge kredietbeoordeling. Een startende onderneming die kapitaal nodig had, had maar één keuze en dat was financiering met *venture capital*. Dit was geld dat werd verstrekt door particuliere beleggers met het oog op een fiks rendement bij exit als de startende onderneming een groei-juweel zou zijn geworden. Verzekeraars en pensioenfondsen experimenteerden niet met beleggingen zoals *venture capital* om startende ondernemingen met financiering op weg te helpen.

In de Verenigde Staten kwam Charles Merrill, directeur van de Amerikaanse bank Merrill Lynch, in die periode op het idee om het grote publiek te interesseren in aandelen. Zo kon kapitaal worden gevonden voor ondernemingen en werd het publiek in staat gesteld te gaan beleggen om een beter rendement te

krijgen dan dat op een spaarrekening werd verkregen. Merrill leidde aandelenhandelaren (*brokers*) op die een vast salaris kregen. Onderzoeksrapporten over ondernemingen werden gratis verspreid om het publiek te interesseren aandelen te verwerven in (beursgenoteerde) ondernemingen. Het vak van aandelenbroker werd geprofessionaliseerd. Meer en meer particulieren kochten aandelen, waarvan Merrill Lynch het grootste deel van de transacties bemiddelde.

In de jaren zestig was een aandelenbroker een goed opgeleide professional die een behoorlijk salaris verdiende, toen vaak meer dan een bankier van een investeringsbank, en aanzien genoot. Hij gaf advies aan zijn klanten over welke aandelen zij moesten kopen. De broker uit die tijd was een agent die voor zijn klanten de beste prijs moest krijgen voor het betreffende aandeel dat de klant wilde kopen of verkopen. De broker handelde in het belang van de klant en niet voor eigen rekening. Zijn positie was te vergelijken met die van een makelaar voor onroerend goed, die courtage ontvangt voor het tot stand brengen van een transactie tussen de koper en verkoper van bijvoorbeeld een huis.

Stel, iemand wilde 100 aandelen IBM kopen. Hoe kon een effectenbeurs weten dat er een koper was die het geld had om de aandelen te kopen, en niet nalatig zou blijven bij het voldoen van de koopprijs van de 100 aandelen? De broker vergewist zich er tot op de dag van vandaag van enkel transacties uit te voeren waarvan hij weet dat die zullen worden nagekomen.

De broker ging naar een *market maker*. De functie van market maker is om de kopers en verkopers van effecten op de effectenbeurs aan elkaar te koppelen. Niet alle kopers en verkopers van effecten arriveren tegelijkertijd op een effectenbeurs. Zonder market makers zouden prijzen fluctueren aan de hand van de grote schommelingen die zich gedurende de dag voordoen in aantallen kopers en verkopers en vraag en aanbod van effecten. De market maker maakt de markt en verdient zijn geld op het verschil tussen de prijs die aan de verkoper van een effect wordt geboden om het effect te verkopen, de laatprijs, en de prijs die aan de koper wordt geboden om het effect te kopen, de biedprijs. Dit prijsverschil wordt aangeduid met de *spread*.

De market maker werkte voor zichzelf, voor eigen rekening en risico. De market maker hield een inventaris aan van effecten zodat voor de geboden koop- en verkoopprijzen altijd een transactie tot stand kon komen. Tegenwoordig vinden de market making-activiteiten vooral plaats door *high frequency trading*, ook wel flitshandel genoemd. Hierbij wordt op basis van openbaar beschikbare handelsinformatie een computerprogramma ingesteld dat een wiskundige analyse weergeeft van handelspatronen. De computers herkennen terugkerende handelspatronen van beleggers en kopen of verkopen in milliseconden effecten waarbij ze gebruikmaken van minieme prijsverschillen tussen beurzen. De computer verwacht een prijs te kunnen bieden van een aandeel of ander effect waartegen dat aandeel zal worden gekocht of verkocht, terwijl de computer datzelfde aandeel een milliseconde ervoor dankzij een korte en krachtige kabel-

verbinding met de beurs voor een iets lagere prijs heeft gekocht, de spread. Het kan gaan om vreemde valuta, derivaten, grondstoffen, aandelen, elk effect dat op een beurs wordt verhandeld.

Een *dealer* werkt als een market maker. Zijn werkterrein is echter niet de effectenbeurs maar de *Over-The-Counter-Market* (OTC-markt). Aan de OTC-markt worden effecten verhandeld van ondernemingen die niet beursgenoteerd zijn. Een dealer geeft de prijs waarvoor een transactie tot stand kan komen maar de koper en verkoper weten niet of die prijs redelijk is, anders dan door het opvragen van prijsinformatie bij andere dealers. In tegenstelling tot een effectenbeurs is er in de OTC-markt geen centrale plaats die de bied- en laatprijzen laat zien. De OTC-markt is er voor effecten die niet standaard zijn en waarvan de waarde per transactie moet worden bekeken. Daarnaast weten de partijen in de OTC-markt van elkaar wie zij zijn, in tegenstelling tot de vele aandelentransacties op effectenbeurzen waarvan koper en verkoper elkaar niet kennen.

Transacties worden administratief afgewikkeld door een *custodian*, een effectenbewaarinstelling.

Aan de langste *bull* markt van de twintigste eeuw, waarin beleggers optimistisch waren en groot vertrouwen hadden in de ontwikkeling van de financiële markten, kwam aan het einde van de jaren zestig een eind. Investerings- en handelsbanken, brokers, market makers en dealers waren tot dan toe georganiseerd als partnerschappen, vergelijkbaar met bijvoorbeeld een maatschap van medisch specialisten die in een ziekenhuis werken. Eind jaren zestig besloot een investeringsbank om zich om te vormen tot een onderneming waarvan de aandelen op de beurs werden verhandeld. De partners van de investeringsbank waren lid van de beurs en hadden dus een markt voor de aandelen die zij zelf wilden uitgeven, terwijl zij hun partnerbelang voor vele miljoenen dollars konden verzilveren. Grote, bekende namen waaronder Merrill Lynch volgden het voorbeeld in de jaren zeventig.

Toen de investeringsbanken nog in handen waren van partners, was het financiële lot van de partners verbonden aan het resultaat van de investeringsbank. Voorzichtigheid was geboden, een uitglijder en een persoonlijk faillissement kon het gevolg zijn. Nadat de belangen van de partners waren verzilverd door geheel of gedeeltelijke beursgang van de investeringsbanken, konden grotere risico's worden genomen. Een misstap zou enkel nog een lagere bonus betekenen en geen persoonlijk faillissement inhouden.

In de Verenigde Staten wilden beleggingsfondsen en pensioenfondsen begin jaren zeventig lid worden van de effectenbeurs. Zij handelden in grote aantallen effecten voor eigen rekening en risico en dachten met het lidmaatschap van de effectenbeurs de vaste bedragen die verplicht aan aandelenbrokers moesten worden betaald, te kunnen omzeilen door zelf in de betreffende aandelen als broker op te treden. Door ingrijpen van toezichthouder *Securities and Exchange Commission* werd het halverwege jaren zeventig toegestaan om over de broker-

vergoeding te onderhandelen in plaats van de dan toe geldende vaste tarieven te moeten toepassen. Institutionele beleggers trokken daarop de aanvragen voor lidmaatschap van de beurs in. De brokers die het in de periode van de jaren vijftig en zestig goed hadden, moesten zich aanpassen aan de nieuwe situatie. Er kwamen *discount-brokers* die tegen de laagst mogelijke vergoeding aandelentransacties faciliteerden. De hoogste salarissen in de financiële sector werden tot aan het einde van de jaren zestig verdiend door brokers. Die periode was nu voorbij. Brokers, dealers en marketmakers werden opgenomen als onderdeel van de investeringsbanken. De broker-dealer combinatie werd de norm. De broker die als agent optrad voor de koper of verkoper van aandelen en uitsluitend handelde in diens belang, werd onderdeel van een beursgenoteerde investeringsbank met meerdere belangen. De toekomst lag nu open voor investeringsbankers en handelaren.

1.2.3 INVESTERINGSBANKEN

In de crisisjaren zeventig van de twintigste eeuw trokken particuliere beleggers zich terug van de aandelenbeleggingen. Zij lieten het beheren van hun geld in toenemende mate over aan beleggingsfondsen. Pensioenfondsen en verzekeraars waren nauwelijks nog actief op de aandelenmarkt en belegden de binnenkomende pensioen- en verzekeringspremies voornamelijk in vastrentende waarden.

De glorie dagen van de brokers waren voorbij. Investeringsbanken zochten naar nieuwe mogelijkheden om geld te verdienen. Zo ontstond de handel in *asset backed securities*, de handel in schuld papier, zoals hypotheken, waarvan het onderpand was gedekt door een garantie van de Amerikaanse overheid die particulier huizenbezit wilde vergoten.

Een investeringsbank brengt effecten uit in de primaire markt, maakt een secundaire markt in effecten, adviseert bedrijven en instellingen, verzorgt vermogensbeheer voor particuliere en institutionele beleggers, en handelt in effecten voor cliënten en voor eigen rekening en risico, hoewel die laatste activiteit tegenwoordig voor Amerikaanse investeringsbanken naar aanleiding van de kredietcrisis is beperkt door de *Volcker Rule*. Het gaat om regelgeving van de Amerikaanse Centrale Bank, de Federal Reserve, die niet langer toestaat dat investeringsbanken bij het handelen voor eigen rekening en risico beleggen in bepaalde effecten die als te risicovol worden gezien.

Met zwakke aandelenmarkten onderzochten investeringsbanken de mogelijkheid om ondernemingen te financieren met leningen in plaats van met aandelenkapitaal. Leningen bleken een interessante eigenschap te bezitten: de rente die een onderneming moest betalen over de lening, kon de onderneming aftrekken van de vennootschapsbelasting. Dividend op aandelen werd belast, maar de rente op obligaties werd gezien als een kostenpost voor bedrijfsfinanciering. Door de kapitaalstructuur van aandelen te wijzigen in obligaties, hielpen investerings-

banken het bedrijfsleven met een grote kostenbesparing. Het merkwaardige gevolg was dat een gezonde onderneming, met weinig schulden, vennootschapsbelasting moest betalen en daarmee kosten maakte, terwijl een onderneming met veel leningen op de balans, de rente op de lening van het bedrijfsresultaat kon aftrekken en dus minder of geen vennootschapsbelasting betaalde.

Ondernemingen gaven met dit inzicht meer obligaties uit. Eind jaren zeventig, begin jaren tachtig verdienden de investeringsbanken voornamelijk hun geld met het uitgeven en plaatsen van obligaties van ondernemingen.

In 1982 begon een periode van economische groei. Het vertrouwen in financiële ontwikkeling nam weer toe en de recessiejaren zeventig waren achter de rug. Het bestuur van ondernemingen kreeg het inzicht dat de weg naar rijkdom korter was via bonussen en optiepakketten dan dankzij salaris. Ondernemingen konden groeien, en daarmee de optie- en bonuspakketten van het bestuur, door andere ondernemingen over te nemen. Overnames waren niet nieuw. In de jaren zestig van de twintigste eeuw, ook een periode van economische groei en welvaart, werden de eerste conglomeraten gevormd waarbij ondernemers bedrijven uit verschillende branches overnamen.

Als een onderneming onderwerp werd van een vijandige overname, hetgeen voorkwam in ongeveer één procent van alle gevallen in de jaren tachtig, verdedigde het bestuur zijn positie met hand en tand. Bekend is bijvoorbeeld de ‘gifpil’ waarmee het overnamedoelwit onaantrekkelijk voor overname wordt gemaakt door de onderneming feitelijk schade toe te brengen. Niet in het belang van de aandeelhouders van de onderneming. Die waren onzichtbaar en hielden de aandelen toch maar kort in portefeuille tot de koers was gestegen om de aandelen met winst weer van de hand te doen. Een andere beproefde methode was die van de ‘witte ridder’ waarbij het management een bevriende partij bereid vond om de onderneming over te nemen zodat het management kon blijven zitten. Als niets mocht baten, waren er de gouden parachutes waarbij het bestuur een forse afkoopsom kreeg betaald om de overname te laten slagen. In deze nieuwe periode van bedrijfsactiviteiten waren er investeringsbanken die zich specialiseerden in het kiezen van overnamedoelwitten, terwijl andere ondernemingen adviseerden hoe zich te beschermen tegen een overname. Het was de tijd van de *leveraged buy out*, waarbij een overname van een onderneming werd gefinancierd met geleend geld, en van de arbitrageurs, fondsen die posities innamen en daarbij speculeerden op een overname.

Het was in 1989 dat Francis Fukuyama de triomf van het Westen verklaarde en een onbeschaamde overwinning van economisch en politiek liberalisme voorspelde. Tegenwoordig ziet de wereld er anders uit dan Fukuyama voorspelde, na de kredietcrisis, magere groeicijfers van westerse economieën, ondanks ongeëvenaarde monetaire stimuli van centrale banken.

1.2.4 WET- EN REGELGEVING EN TOEZICHTHOUDERS

Voor de financiële sector is het doel van wet- en regelgeving het bieden van bescherming aan beleggers en consumenten, goed functionerende financiële markten, economische stabiliteit en bijdragen aan maatschappelijke doelstellingen.

Met wet- en regelgeving wordt beoogd spaarders te beschermen als een bank failliet gaat, of kan fraude worden aangepakt om te voorkomen dat beleggers en consumenten worden benadeeld. Goed functionerende financiële markten waarbij risico's waar mogelijk worden beperkt die aan goed werkende financiële markten in de weg staan, dragen bij aan een efficiënte toewijzing van kapitaal van geldverstrekkers aan ondernemingen en overheden, essentieel voor economische groei. Faillissementen in de financiële sector kunnen grote gevolgen hebben voor de economie. Toezicht beoogt te zorgen dat individuele financiële instellingen en de financiële sector als geheel geen activiteiten uitvoeren die de economie kunnen verstoren. Maatschappelijke doelstellingen kunnen via financiële wet- en regelgeving worden bereikt bijvoorbeeld door het witwassen van geld tegen te gaan. Bij witwassen gebruiken criminelen financiële diensten om hun illegaal verkregen gelden in de onderwereld over te hevelen naar wettelijk toegestane activiteiten in de 'bovenwereld'.

In Nederland vindt wetgeving zijn oorsprong in het gros van de gevallen in 'Brussel' en is regelgeving afkomstig van Nederlandse zelfstandige bestuursorganen. Zelfstandige bestuursorganen werken op afstand van de overheid en oefenen hun taken en verantwoordelijkheden zelfstandig uit.

Voor de financiële sector zijn er in Nederland De Nederlandsche Bank, die als centrale bank een publieke taak heeft en als toezichthouder op financiële instellingen een zelfstandig bestuursorgaan is, de Autoriteit Financiële Markten, aan wie een aantal taken en bevoegdheden van de minister van Financiën zijn overgedragen, en de Autoriteit Consument en Markt die toezicht houdt op eerlijke concurrentie en consumentenbescherming.

De Nederlandsche Bank is verantwoordelijk voor de soliditeit van het financiële stelsel en houdt prudentieel toezicht op financiële instellingen. Prudentieel toezicht betekent controle op de financiële stand van zaken en toetsing van de betrouwbaarheid en geschiktheid van bestuurders. De Nederlandsche Bank is naast prudentieel toezichthouder ook de centrale bank en heeft in die hoedanigheid de zorg om onder meer te bewerkstelligen dat het betalingsverkeer efficiënt wordt afgewikkeld en samenwerking met andere centrale banken bij het inflatiebeleid.

De Autoriteit Financiële Markten ziet toe dat financiële markten transparant zijn en beslist of een partij die financiële diensten aanbiedt, wordt toegelaten tot de financiële markten.

De wet- en regelgeving wordt vaak omschreven als gebaseerd op principes (*'principle based'* in jargon) of als gebaseerd op regels (*'rules based'*). Bij wet- en regelgeving die rust op principes gelden er ruime beginselen waarbinnen kan worden gefunctioneerd. Er gelden geen gedetailleerde regels om complexiteit van de wet- en regelgeving te voorkomen en om flexibiliteit te bieden aan de branche en aan toezichthouders aan het voldoen aan de wet- en regelgeving. Hiertegenover staat wet- en regelgeving die expliciete, nauwgezette voorschriften geeft. Veelal geldt een combinatie van beide regimes.

Organisaties streven een doel na en in dat streven maken zij een afweging welke omstandigheden en risico's in de weg staan aan het behalen van het doel, met inachtneming van de geldende wet- en regelgeving. Voor financiële instellingen geldt dat niet anders. Als er nieuwe wet- of regelgeving van toepassing wordt op een dienst of product, wordt beoordeeld welke invloed die nieuwe wet- of regelgeving op de winstgevendheid van die dienst of product zal hebben als onderdeel van het grotere doel om toegevoegde waarde te bieden aan belanghebbenden zoals aandeelhouders. Als reactie op wet- en regelgeving wordt dan gezocht naar mogelijkheden om vergelijkbare commerciële resultaten te behalen met een minimale hoeveelheid aan wettelijke beperkingen. Dit heet regelgeving-arbitrage. Daarbij kunnen activiteiten worden uitgeoefend in een situatie waarbij het gunstigste wettelijke of regelgevende kader van toepassing is. Vaak volgt er dan op die activiteit weer nieuwe wet- en regelgeving waarna het proces zich herhaalt. Dit lijkt op een kat- en muisspel tussen wet- en regelgevende instanties aan de ene kant en de financiële instellingen aan de andere kant met als mogelijke uitkomst uitgebreide wet- en regelgeving die niet effectief is om het beoogde doel van die wet- en regelgeving te bereiken. Op dezelfde wijze geldt belastingarbitrage waarbij twee transacties commercieel hetzelfde doel hebben maar fiscaal anders worden behandeld, en accountingarbitrage waarbij twee transacties eenzelfde commercieel doel hebben maar in de externe verslaggeving anders worden gewaardeerd. Er is jurisdictiearbitrage, waarbij een transactie in de ene jurisdictie ofwel zwaarder wordt belast, accountingtechnisch onvoordelig is of wettelijk niet toegestaan, waarna de transactie in een jurisdictie wordt uitgevoerd die de voordeligste voorwaarden biedt. Bekende belastingparadijzen zoals de Kaaimaneilanden bieden vaak zowel fiscaal als regelgevend vriendelijke oplossingen aan voor internationale partijen. De belastingregelgeving volgt de praktijk en antwoordt met nieuwe maatregelen, waarna nieuwe en ingewikkelder mogelijkheden voor belastingarbitrage worden ontwikkeld en de regels voor jaarverslaggeving volgen op dezelfde praktijk, met meer complexe verslaggevingsregels tot gevolg. Belastingarbitrage is zinvol als het lagere belastingtarief opweegt tegen de kosten van het vermijden van het toepasselijke tarief. De organisatie die de belasting bespaart, haar belanghebbenden zoals aandeelhouders en de belastingadviseurs gaan erop vooruit, en de algemene middelen van de betreffende jurisdictie gaan er met een corresponderend bedrag op achteruit.

Wet- en regelgevingarbitrage komt vaker voor als de wet- en regelgeving expliciet en nauwgezet is. Dit zou pleiten voor wet- en regelgeving die meer is gebaseerd op principes. In de praktijk vragen instellingen aan toezichthouders juist om meer expliciete regels om te kunnen beoordelen tot hoever zij kunnen gaan in de uitoefening van hun activiteiten en of zij nog steeds binnen de wet vallen. De econoom en Nobelprijswinnaar Friedrich von Hayek nam stelling tegen de praktijk dat wet- en regelgevingarbitrage werd gevolgd door nog meer wet- en regelgeving. Hij droeg daarbij aan dat de wet- en regelgever nooit voldoende informatie heeft om te anticiperen op de vraag en mogelijkheden van de onder hun bereik vallende instellingen, met als resultaat complexere en minder effectieve wet- en regelgeving.

De complexe wet- en regelgeving die van toepassing is op de financiële sector heeft geleid tot specialisten als *compliance officers* en *risk managers*. Compliance officers zijn interne bewakers van interne administratieve procedures om te voldoen aan wet- en regelgeving, en risicomangers zien erop toe dat het te nemen bedrijfsrisico dat is verbonden aan de activiteiten van een financiële instelling binnen de financiële toezichtskaders blijft. Daar omheen is een nieuwe branche ontstaan van consultants, advocaten en lobbyisten om tot een zo goed mogelijk regelgevend kader te komen. Toezichthouders hebben daarom een zeer grote kennis van zaken en praktijkervaring nodig om in deze complexe materie hun toezicht te kunnen uitoefenen in een omgeving van machtige partijen en politiek.

1.3 ‘De sociale verantwoordelijkheid van ondernemingen is om winst te vergroten’

De financiële sector is er net als andere sectoren om winst te maken en om waarde te creëren. Bijzonder aan de financiële sector is dat de producten en diensten een maatschappelijk belang met zich meebrengen, reden waarom er mede ter bescherming van consument en maatschappij specifieke wet- en regelgeving op de financiële sector van toepassing is. Of het nu gaat om pensioenfondsen die als non-profitinstellingen tot doel hebben een maatschappelijk acceptabel pensioen te verzorgen, commerciële verzekeraars die hun polishouders moeten kunnen uitkeren in een hevig concurrerende en consoliderende markt of banken met hun wezenlijke functie in (grensoverschrijdend) betalingsverkeer, de creatie van waarde en het bestaansrecht van organisaties zijn het doel.

De omstandigheden waarin de verschillende spelers in de financiële sector hun toegevoegde waarde moeten laten zien om te blijven bestaan, veranderen voortdurend. Zo neemt de werkgelegenheid in de sector af, staan de bedrijfsmodellen van pensioenfondsen en verzekeraars onder druk, veranderen distri-