

Financiële prikkels in het overheidsbeleid en in de financiële sector

Gerrit Zalm

1 Inleiding

Het onderwerp ‘financiële prikkels’ is voor economen bekend terrein. In de eerste lessen economie maak je al kennis met het prijsmechanisme. Een wijziging in de prijs leidt tot reacties van vraag en aanbod. Bij een hogere prijs wordt het aanbod vergroot, omdat aanbieders dan meer kunnen verdienen. De vraag gaat omlaag omdat afnemers kiezen voor andere producten.

In mijn betoog ga ik in op het gebruik van financiële prikkels in het overheidsbeleid, om de werkgelegenheid en de economische groei te bevorderen en om het beroep op de sociale zekerheid af te remmen. Daarna ga ik in op de rol van financiële prikkels in de financiële sector en maak een vergelijking met het overheidsbeleid en met redeneringen, die we in ons privéleven toepassen.

2 Financiële prikkels in het overheidsbeleid

Bij het overheidsbeleid werden financiële prikkels aanvankelijk maar beperkt toegepast als beleidsinstrument. Het benutten van indirecte belastingen en subsidies, om de vraag naar bepaalde goederen en diensten af te remmen of te stimuleren, is al wel lang gebruikelijk. Overigens vind je buiten de kring van algemeen economen nog steeds hardnekkige ontkenningen van de werking ervan, vooral als het om het autogebruik gaat.

Bij de sociale zekerheid en de directe belastingen, zoals de inkomstenbelasting, is er decennia lang weinig aandacht voor de invloed op het functioneren van de arbeidsmarkt en de economie.

Symptomatisch is het optrekken van de netto-minimum-uitkering tot aan het nettominimumloon (de netto-netto koppeling) in de jaren zeventig. Het wordt aangeduid als een teken van beschaving. Over de gevolgen voor de arbeidsmarkt en de economie wordt niet gerept. Het toptarief in de inkomstenbelasting is in die tijd 72%, ook bij uitgekeerde winsten waarover al eerder meer dan 40 % vennootschapbelasting is geheven. De discussie over sociale zekerheid, sociale premies en inkomstenbelasting wordt gerekend tot het zuivere politieke domein, met rechtvaardigheid als dominante invalshoek. Daar hebben economen geen grotere wijsheid in te brengen dan anderen. Volledige werkgelegenheid en economische groei kan worden gerealiseerd via een intelligent bestedingsbeleid. De macro-economie heeft de oplossing hiervoor en de micro-economie is voor zaken als groei en werkgelegenheid van weinig betekenis. Dit is, wellicht enigszins gechargeerd, de dominante opvatting begin jaren zeventig.

De eerste scheur in die opvattingen wordt veroorzaakt door het CPB. Medio jaren zeventig komt het CPB met een analyse, met behulp van een jaargangenmodel, die een relatie legde tussen de ontwikkeling van de collectieve lasten en de werkgelegenheid. In een notendop is de analyse als volgt. Een stijging van de collectieve lasten leidt direct of indirect tot een stijging van de arbeidskosten. Direct als werkgeverslasten worden verhoogd. Indirect als de lasten voor werknemers worden verhoogd, want dat zal via cao-onderhandelingen deels op de werkgevers worden afgewenteld door hogere looneisen. Stap twee in de redenering is dat hogere arbeidskosten negatief uitwerken op de werkgelegenheid. Niet alleen door een verslechtering van de internationale concurrentiepositie, maar ook doordat arbeidsintensieve productiecapaciteit wordt vervangen door kapitaalintensieve productiecapaciteit.

Dit lijkt nu een vrij onschuldige en plausibele redenering maar destijds leidde het tot felle debatten. Er was sprake van een economendebat. Vermoedelijk was de oppositie tegen de analyse ook ingegeven door teleurstelling over de teloorgang van het louter politieke domein. Tot dan toe kon de discussie over de omvang van de collectieve sector worden gevoerd los van economische restricties. De CPB-analyse gaf aan dat de groei van de publieke uitgaven ook een economische prijs heeft in termen van werkgelegenheid. Vooral degenen die de collectieve uitgaven een warm hart toedragen vonden het moeilijk dat te erkennen.

Toch is de introductie van het afwentelingsmechanisme in de modellen van het CPB en de erkenning daarvan door de beleidsmakers, vooral macro-economisch van aard. Het betreft vooral de negatieve gevolgen van het

financiering van welvaartsstaatvoorzieningen. De analyse had geen betrekking op de welvaartsstaatvoorzieningen zelf.

Wat betreft de beheersing van de sociale zekerheid werd vooral gevaren op bureaucratische mechanismen. Bij de bijstand was er een handboek met regels opgesteld door het rijk, de gemeenten voerden de bijstand uit en declareerden de uitgaven bij het Rijk. Naast het vertrouwen dat gemeenten het netjes zouden doen, stuurde het rijk af en toe accountants en inspecteurs ter controle. Bij de Ziektewet en Arbeidsongeschiktheidswet (WAO) werd vertrouwd op artsen, keuringsartsen en arbeidsdeskundigen. Bedrijven werden uitsluitend collectief aangeslagen voor Ziektewet en WAO, door middel van een – steeds stijgende – doorsneepremie. Veel of weinig ziekteverzuim, veel of weinig uitstoot naar de arbeidsongeschiktheidswet, voor een individueel bedrijf maakte het niet uit: alles komt uit een grote collectieve pot. Als werkgever was je ook verplicht aangesloten bij een collectieve verzekeraar die daardoor onbedreigd zijn gang kon gaan.

In de sociale zekerheid en in de belastingheffing zijn in de loop der tijd belangrijke hervormingen doorgevoerd. Rode draad van die hervormingen is: meer gebruik maken van financiële prikkels. Niet alleen richting burgers, maar ook richting bedrijven en uitvoeringsorganisaties. Richting burgers is van belang het loslaten van de netto-netto koppeling door het introduceren van arbeidskortingen in de loon- en inkomstenbelasting. Werk mocht weer gaan lonen. Het versoberen van de WAO en de WW maakten ook werken aantrekkelijker. De hervorming van VUT en prepensioen leidde ertoe dat vervroegd uittreden niet meer gratis is, maar ten koste gaat van het pensioen op 65-jarige leeftijd. De invoering van een aparte tarieven en een aparte box in de inkomstenbelasting voor inkomen uit ondernemen, stimuleerde het zelfstandig ondernemerschap.

Richting bedrijven is het per individueel bedrijf financieel risico dragen voor ziektewet en arbeidsongeschiktheid een belangrijke stimulans om alert te zijn op ziekteverzuim, arbeidsomstandigheden en arbeidsklimaat. Bij de uitvoering van de sociale zekerheid is het verleggen van de financiële verantwoordelijkheid bij de Bijstandsuitvoering naar de gemeenten een belangrijke prikkel voor gemeenten om zorgvuldig om te gaan met de bijstand. De collectieve uitvoeringsorganisatie voor de arbeidsongeschiktheidsregelingen (UWV) wordt geprikkeld, omdat werkgevers niet meer verplicht zijn zich daar bij aan te sluiten. Bedrijven kunnen ook eigen risico drager gaan worden of zich particulier gaan verzekeren.

Deze wijzigingen in financiële prikkels hebben resultaat gehad. Over baanloze groei, een thema uit de jaren tachtig, wordt niet meer gesproken. De Nederlandse werkgelegenheid is ten opzichte van het midden van de jaren negentig met bijna anderhalf miljoen banen toegenomen. Ook in vergelijking met de Eurozone-landen is de ontwikkeling van de werkgelegenheid gunstiger en de werkloosheid lager. Het beroep op een uitkering door mensen beneden de 65 jaar is afgenomen. Dit geldt zowel voor de bijstand als voor de Ziektewet, de WAO en de Werkloosheidswet. Aan de massale uittocht naar VUT en prepensioen is een einde gekomen; de arbeidsdeelname van 55-plussers en 60-plussers neemt toe. Het aantal zelfstandige ondernemers beweegt zich in een opgaande lijn.

Al met al mag vanuit de optiek van economie en arbeidsmarkt van een succesvolle introductie van financiële prikkels in de sfeer van de sociale zekerheid en belastingen worden gesproken.

3 Financiële prikkels in de financiële sector

Aan de huidige crisis in de financiële sector liggen diverse oorzaken ten grondslag:

- Het enorme spaartekort in de Verenigde Staten als gevolg van een extreme voorkeur voor lenen bij gezinnen, bedrijven en overheid
- Een te lang volgehouden, te sterk monetair verruimend beleid in de VS
- Een verbrokkeld toezicht op de financiële sector in de Verenigde Staten, maar ook in Europa
- De search naar high yields als het rendement op staatspapier laag is, met bijbehorende onderschatting van risico's
- Bescheiden kapitaalvereisten voor banken
- De ondoorzichtigheid en onoverzichtelijkheid van interne risicomodellen voor de leiding en de toezichthouders

Om er maar een paar te noemen. Ik beperk mij verder tot de rol van financiële prikkels in de financiële sector.

Heeft men in de financiële sector voldoende oog gehad voor financiële prikkels? Financiële prikkels waren er genoeg. De bonussen voor de bedrijfsleiding zijn niet van de lucht en soms vele malen groter dan het basis-salaris. De fees van ratingagencies als ze een opdracht binnen slepen, zijn ook niet mis. Hedge-fonds beheerders worden beloond met een basisper-

centage over het ingelegde geld met daarenboven een veel groter percentage over de gemaakt winst. Traders op de effectenbeurs krijgen een basissalaris met daarnaast een bonus, gebaseerd op hun bijdrage aan de jaarwinst van het bedrijf. Dealmakers voor private equity transacties bij een bank, ontvangen een persoonlijke fee voor iedere deal die ze binnen weten te halen. Hypotheek-bemiddelaars krijgen een percentage van iedere hypotheek die ze aanbrenge.

Financiële prikkels zijn volop aanwezig, maar zijn ze ook goed gericht en goed doordacht? Hier kan de financiële sector nog wel wat leren van de overheid en van de eenvoudige particulier.

Vergelijk de hervorming van de Bijstandswet met de vernieuwing van het model van hypotheek-verstrekking: het zogenaamde “originate and distribute” model. Bij de hervorming van de Bijstandswet waren we ons er zeer van bewust dat gemeenten zich anders zouden gedragen, als zij voortaan voor eigen rekening en risico de bijstand uitvoeren, in plaats van de kosten bij het rijk te declareren. Hoeveel het zou opleveren, wisten we niet precies. Wel was het op voorhand duidelijk dat de oude statistische relaties tussen werkgelegenheid, werkloosheid en bijstandsvolume niet meer op zouden gaan. De beoogde gedragsverandering trad inderdaad op. Door de verschuiving van het financiële risico naar de gemeenten werden zij scherper bij de toelating tot de bijstand, actiever bij fraudebestrijding en creatiever bij het toeleiden van potentiële bijstandsgerechtigden naar werk. Het succes van dit gebruik van financiële prikkels voor gemeenten is zo evident gebleken, dat de aanvankelijke tegenstanders van de nieuwe Bijstandswet, nu ook voorstanders zijn geworden.

De introductie van het “originate and distribute” model in de financiële sector bij kredietverlening, is sterk vergelijkbaar met de hervorming van de Bijstandswet. Alleen hier ging het precies de andere kant op. Onder het oude model van kredietverlening werden kredieten verschaft, die gedurende de looptijd voor rekening en risico kwamen van de instelling die het besluit nam om het krediet te verlenen. Via securitisatie werd het risico verplaatst naar beleggers, die de pakketten leningen of delen daarvan kochten. Op grond van statistische analyses werd door beleggers en hun riskmanagement afdelingen geconcludeerd dat de risico’s van zo’n belegging beperkt waren. Over het hoofd werd gezien dat hypotheekverschaffers zich anders gaan gedragen, als zij weten dat zij niet zelf het kredietrisico gaan lopen, maar iemand anders. Historische data worden dan irrelevant, want zo’n regimewijziging leidt tot een gedragswijziging. De misrekening van

beleggers werd nog groter, toen bleek dat huizenprijzen niet alleen kunnen stijgen, maar ook kunnen dalen.

Het is niet de enige weeffout wat betreft financiële prikkels. Laat ik nu beginnen met een huis-tuin-en-keukenvoorbeeld.

Stel u wilt een huis kopen. De eigenaar van het huis dat u op het oog heeft, vertelt dat u boft. Want hij heeft al een deskundige uitgezocht, ingehuurd en betaald. Die deskundige heeft het huis onderzocht en de waarde ervan bepaald. U hoeft alleen maar met die uitkomst akkoord te gaan.

U kunt zich toch niet voorstellen dat u dit zomaar zult doen? De volkswijsheid “wiens brood men eet, diens woord men spreekt” schiet u onmiddellijk te binnen. In plaats van af te gaan op de door de verkoper ingehuurde deskundige vormt u zichzelf een oordeel, of u huurt zelf een deskundige in, om u bij te staan. In de financiële sector ontbreekt dit boerenverstand. De rating-agencies die een oordeel geven over een onderneming en hun financiële producten, worden geselecteerd en betaald door diezelfde ondernemingen. De kopende professionele partijen varen er blind op, in plaats van dat ze zelf deskundigheid inhuren. Rating-agencies die met elkaar concurreren om de opdrachten binnen te halen van verkopende partijen om hun producten te beoordelen, moeten bovenmenselijke eigenschappen hebben om toch objectief te zijn.

Ook andere beloningssystemen die in zwang zijn binnen de financiële sector zijn slecht doordacht. Voordat ik verder ga, wil ik benadrukken dat het me niet gaat om het niveau van de beloning. Het is moeilijk vast te stellen wat een goede beloning is voor een topper. Er zijn fotomodellen, topsporters, toptrainers en topmusici die zeer hoge inkomens weten te verwerven. Het is dus niet gek dat ook een topper in het bedrijfsleven veel verdient. Ik laat de aanvaardbaarheid van het beloningsniveau buiten beschouwing en spits me toe hoe beloning wordt gekoppeld aan “resultaat”.

Ook hier begin ik met een illustratie van buiten de financiële sector.

Stel: u bent vermogend, u bent goed in statistiek, u bent niet goed in pokeren, maar u kent wel een goede pokeraar. En u gaat niet over één nacht ijs, maar u maakt een uitgebreide statistische analyse van zijn wedstrijdresultaten. Die blijken significant bovengemiddeld te zijn. U komt tot de conclusie dat het combineren van uw vermogen en zijn talent voor u beiden profijtelijk kan zijn.

U ontwerpt een contract met de pokeraar. Hij gaat uw vermogen benutten en u zijn talent. U geeft hem een redelijk basissalaris. Om hem te stimuleren goed te spelen, spreekt u af dat hij 20% van de winst zelf mag houden. Om er zeker van te zijn dat u verantwoord bezig bent, rekent u al zijn vorige partijen nog eens door en u komt tot de conclusie dat zijn speelwijze voor u een hoog rendement zal opleveren, ook na aftrek van zijn basissalaris en zijn percentage op de winst. U houdt er ook rekening mee dat verliezen geheel voor uw rekening komen, maar zijn resultaten in het verleden zijn zo goed dat die verliezen ruimschoots gecompenseerd worden door de 80 % die u van zijn winstpartijen krijgt.

Toch is het een levensgevaarlijk contract wat u op het punt staat te sluiten. In een flits realiseert u zich dat de pokeraar anders gaat poken als hij dat met uw geld doet, een vast basissalaris heeft, en niet deelt in de verliezen, maar wel in de winsten. Hij zal veel meer risico's gaan nemen. Als het goed uitpakt, kunt u echt rijk worden, maar u kunt ook uw totale vermogen verliezen. Dit is dus een zeer risicovol contract. U besluit het niet te doen.

Dit fictieve contract met een pokeraar is een vrijwel exacte kopie van de wijze waarop hedgefonds managers zich laten belonen: 2% beheersvergoeding over het ingelegde vermogen, 20% van de winst en niet meedelen in verliezen. Het is evident dat een beloningssysteem dat een vast basissalaris kent, met wel meedelen in de positieve resultaten en niet meedelen in negatieve resultaten, een financiële prikkel is voor risicovol gedrag. Toch is dit een veel voorkomende beloningsvorm in de financiële sector. Het systeem geldt voor traders, maar ook voor het topmanagement. Symbolisch is de beloning van de topman van Lehman die op grond van boekwinsten drie jaar achtereenvolgend tientallen miljoenen aan bonus incasseert, om in het vierde jaar de onderneming failliet achter te laten.

Een ander voorbeeld van een beloningssystematiek die tot risicovol gedrag stimuleert, is het belonen van medewerkers op basis van afgesloten deals. Een voorbeeld uit de praktijk. Een beursgenoteerde onderneming wendt zich tot de bank voor een lening. De accountmanager – dat is de functionaris die de contacten met de onderneming onderhoudt – zegt dat hij niet verder kan gaan dan een lening die de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen beperkt houdt tot 1:3. Vervolgens meldt zich bij dezelfde bank een private equity fonds dat de onderneming van de beurs wil halen. Het private equity fonds komt aan een ander loket. De functionaris daar meent dat er wel een verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen van 1:9 mogelijk is. Hoe kan dat? Het kan zo zijn dat het private equity fonds een veel betere strategie voor de onderneming heeft bedacht. Maar

of dit zo'n groot verschil kan verklaren? Wat zeker ook meespeelt is het beloningssysteem. De gewone bankfunctionaris – de accountmanager – wordt klassiek beoordeeld op zijn totale functioneren en weet dat het oordeel niet positiever wordt als hij steeds de grenzen van de verantwoorde kredietverlening opzoekt. Bij het private equity-loket van de Bank worden bonussen gegeven op basis van gerealiseerde deals. De bank krijgt immers ook een fee als er een deal gerealiseerd is. Dit leidt ertoe dat bankemployees bij het private equity-loket zo veel mogelijk deals willen sluiten. En als het kredietcomité van de bank kritische vragen heeft, weten ze vol overtuiging uit te leggen dat andere banken in het verleden net zo ver of nog verder zijn gegaan, dat deze Private equity firm echt geweldige plannen heeft en dat als de deal niet doorgaat, een andere bank er met de transactie en de fee vandoor gaat. De functionaris heeft een persoonlijk belang bij het slagen van de deal. Hij heeft een financiële prikkel om het geld de bank uit te laten gaan. Niet om te zorgen dat het veilig terugkomt. Zou de bonus pas worden uitgekeerd als het geld veilig terug is, dan zou een kritischer bejegening in de lijn der verwachting liggen.

Opmerkelijk is dat bij de financiële crisis, banken met omvangrijke en geavanceerde afdelingen risk-management niet gevrijwaard zijn gebleven van problemen. Het tegendeel lijkt eerder het geval: des te groter de afdelingen risk-management, des te groter de geleden schade.

Één factor kan zijn dat het hebben van een grote geavanceerde afdeling risk-management de bedrijfsleiding een vals gevoel van veiligheid geeft. Ingewikkelde producten en ingewikkelde constructies die de leiding niet kan doorgronden, worden toch geaccepteerd omdat ze immers door de afdeling risk-management zijn beoordeeld.

Minstens zo belangrijk is de scope van de risicoanalyse. Het aantal onderscheiden risico's is omvangrijk:

- Macro-economisch risico
- Kredietrisico
- Renterisico
- Liquiditeitsrisico
- Business-risk
- Concentratierisico
- Marktrisico
- Tegenpartijrisico
- Reputatierisico
- Operationeel risico

en er zijn er nog wel meer.

En al die risico's zijn te lijf gegaan met modellen, statistische analyses, scenario analyses, procedureanalyses en stresstesten.

Niemand heeft het ooit tot zijn taak gerekend om de gedragsaspecten van financiële verhoudingen en wijzigingen daarin te analyseren. Ook de prudentiële toezichthouders hebben dit punt laten liggen. Ook in de toezichthouders-catalogus van te analyseren risico's, komt het risico van beloningssystemen niet voor. Daarom noemde ik in mei jongleden hier aan de VU, de financiële prikkels "het vergeten risico". Inmiddels rekenen toezichthouders dit ook tot hun taak en dat betekent dat de risk-management afdelingen en de audit committees zullen volgen. Het is opmerkelijk dat wat in het particuliere leven snel wordt doorzien en bij het overheidsbeleid inmiddels ook wordt doorzien, in de financiële sector zo langzaam door-dringt. Laten we hopen dat het daar nu ook is geland en dat het beklijft.