



Financialisering

Hoe de financiële sector onze economie uitknijpt en van onze leefomgeving een beleggingsobject maakt

Een uitgave van de Wiardi Beckman Stichting, wetenschappelijk bureau voor de sociaal-democratie
Verschijnt zes maal per jaar

Redactie

Paul de Beer
Arthur Berkhout
Nik de Boer
Meike Bokhorst
Wimar Bolhuis
Josette Daemen
Patricia Dinkela (*eindredactie*)
Janneke Holman (*eindredactie*)
Ruud Koole
Annemarieke Nierop (*hoofdreductie*)
Tim 'S Jongers
Arjan Reurink
Vera Vrijmoeth
Bram van Welie

**De redactie verwelkomt
bijdragen ter beoordeling.
Kopij graag toezenden
per e-mail naar send@wbs.nl**

Redactieadres

Wiardi Beckman Stichting
Theresiastraat 13
2593 AA Den Haag

Telefoon (070) 262 97 20
E-mail send@wbs.nl

Vormgeving

Jaap Swart

Abonnementen

Bel 06 206 12 852,
mail info@vangennep-boeken.nl
voor een abonnement of kennis-
makingsnummer of meldt u zich
aan via het formulier op
www.vangennep-boeken.nl.

Uitgever

Uitgeverij Van Gennep
A-Lab, Overhoeksplein 2
1031 KS Amsterdam
info@vangennep-boeken.nl
06 206 12 852

Abonnementsprijzen per jaargang

- ▶ Student/aio/oio/Jong WBS/Jonge Socialisten: € 25
- ▶ Particulier Nederland: eerste jaar € 40,50, daarna € 84,50
- ▶ Instelling Nederland: € 164,50
- ▶ Proefabonnementen: € 15 voor 3 nummers
- ▶ Particulier buitenland: € 147,50
- ▶ Instelling buitenland: € 175,50
- ▶ Losse nummers € 17,50

S&D online

Gratis voor abonnees
Niet abonnees betalen € 2 per maand (per maand opzegbaar).
Aanmelden via send@wbs.nl

© 2024 Uitgeverij Van Gennep

*Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd
en/of openbaar gemaakt zonder voorafgaande schriftelijke
toestemming van de uitgever.*

Financialisering ontleed

Over commerciële partijen die huisartsenpraktijken overnemen om vervolgens uitgeholde zorg te leveren horen we steeds vaker. Net als over financiële partijen die appartementencomplexen opkopen om die vervolgens niet te onderhouden. Kinderopvangbedrijven die worden beheerd door beleggingsfondsen die zo hoog mogelijke rendementen nastreven, zijn al jaren in het nieuws. Net als bedrijven die hun winsten naar hun aandeelhouders laten vloeien, in plaats van naar hogere lonen, naar de bescherming van de leefomgeving of naar bedrijfsinvesteringen voor een klimaatneutrale toekomst. Denk aan Tata Steel.

Maar we denken zelden na over de krachtenvelden die op de achtergrond van dit alles spelen of de reden dat deze partijen handelen zoals ze doen. (Begrijpt u wat het verdienmodel is achter slechte zorg leveren, of een appartementencomplex verwaarlozen?) Arjan Reurink en Nik de Boer laten in dit nummer van S&D zien dat achter al deze praktijken één mechanisme zit en dat heet financialisering.

Het is best een technisch verhaal, over 'asset managers' — vermogensbeheerders — en over Nederlandse bedrijven en belangrijke voorzieningen die door onze vingers glijpen. Een cruciale en aanjagende rol hierbij blijkt weggelegd voor onze pensioenfondsen, en het nieuwe pensioenstelsel zal dat niet beter maken, integendeel.

Gelukkig is het mogelijk het proces van financialisering te keren. In dit nummer worden diverse aanbevelingen hiervoor gedaan, zoals het aan banden leggen van de inkoop van eigen aandelen of onze pensioenvermogens laten beheren door een publieke partij. Moeilijker dan te bedenken welke ingrepen nodig zijn, zal het echter zijn om hier de politieke wil voor te vinden. Dat gaat alleen lukken als we glashelder kunnen uitleggen waarom vermogensbeheerders niet de oplossing van onze problemen zijn, maar de oorzaak. En daarover leest u alles in dit nummer van S&D.

Annemarieke Nierop, hoofdredacteur (anierop@wbs.nl)

Hermen Hoek en Marc van Osch zijn werkzaam als docent Nederlands op de OSG Hugo de Groot in Rotterdam. Met Vrijmipo bezorgen zij poëzie op bijzondere en onvermoede plekken.

‘Fins, dat is geen taal, het is een manier om op het puntje van de bank te zitten met de haren over de oren’, merkte de Finse dichter Paavo Haavikko ooit op.

Taalonderzoekers die het Zweeds dat in Finland gesproken werd vergeleken met het in Zweden gesproken Zweeds ontdekten dat onder invloed van het Fins het Finland-Zweeds steeds meer is gaan afwijken. In Finland is men kariger met woorden. De Finnen gebruiken minder woordjes die het taalverkeer versoepelen, ze zijn minder direct, wat formeler, minder complimenteuz en pessimistischer. De Finnen zijn, als je op hun taalgebruik mag afgaan, eerder geneigd een negatief antwoord op een vraag te verwachten dan de Zweden.

Finland is een tweetalig land en van oudsher was het Zweeds de taal van de heersende klasse en de culturele elite. Het Fins werd gesproken door de boerenbevolking die wel degelijk een eigen literaire cultuur bezat: de grootste verzameling orale poëzie ter wereld ligt waarschijnlijk in de archieven van het Genootschap voor Finse literatuur in Helsinki.

Uit Finland komt prachtige poëzie. De gedichten van Sirkka Turkka (1939–2021) bijvoorbeeld, wier naam al poëzie is, beschrijven de menselijke emoties die, dat zal ons niet verbazen, verbonden zijn met de dood, vervreemding en eenzaamheid. Turkka gebruikt veelvuldig beelden uit de natuur in haar gedichten, en het is er vaak donker, duister en grijs, avond en nacht. Hoewel ze door de vele lagen niet altijd eenvoudig te verklaren zijn, zijn Turkka’s gedichten allesbehalve zwaar en hebben ze een heldere en oprechte toon.

Nog een laatste anekdote over de Finnen. Een Finse dichter legde tijdens het festival Poetry International eens uit hoe je erachter komt of een Fin zich bij jou op zijn gemak voelt. Als hij je net kent, staart hij naar zijn voeten. Als hij je tien jaar kent en hij vindt je aardig, staart hij naar jouw voeten.



Alleen, ging in verwondering een herfstbloem,
zat op de tak van een boom zwijgend
een bedrupte vogel,
een waardige gast, ver uit het Oosten.
En 's nachts, precies achter mijn raam,
gleed een grote eland in slaap,
als een groot verdriet, een boodschapper
van dat er nu gewoon iets voorbij is,
en dat er nu gewoon iets begint.

Sirkka Turkka

Uit: *De hond zingt in zijn slaap*, De Bezige Bij, Amsterdam 2005

Vertaling: *Adriaan van der Hoeven*

Samenscholingsgebod

Nederland verbubbelt. De kloven worden dieper. Waarom het ons steeds moeizamer lukt de medemens die wat minder op onszelf lijkt te ontmoeten, is een interessant vraagstuk dat de scope van deze column ver te buiten gaat.

Sommigen zien het gulzige kapitalisme als boosdoener. Anderen wijzen op een ontwrichtende werking van migratie. Een ander inzicht dat breed gedeeld wordt is dat de individualisering die volgde op de ontzuiling, gepaard met de komst van internet, smartphone en vooral ook sociale media, de gemeenschapszin weinig goeds heeft gebracht.

BRAM VAN WELIE

Redactielid S&D en rector bij het Edith Stein College

Er klinken allerlei voorstellen om de kloven te dichten en het populisme dat in dit tijdsge-richt welig tiert in te perken. Een logisch voorstel dat wonderlijk genoeg schittert in afwezigheid is het pleidooi voor de brede school. Een school waar leerlingen van verschillende onderwijstypen en verschillende achtergronden onder hetzelfde dak huizen. Waar de rijkdom van diversiteit en de kracht van de ontmoeting iedere dag ervaren worden. Een school zoals die waar ikzelf werk.

Samen naar school gaan is een stuwende werking, zo leert onderzoek en bewijst praktijk, voor meer ontmoeting en meer sociale cohesie. En hoe logisch dit ook is, Nederland krijgt niet meer maar steeds minder brede scholen. In de grote steden bestaan ze al nauwelijks meer. Hoe kan dit? Soort zoekt soort, het is een menselijke eigenschap op alle niveaus, in alle lagen. Diversiteit op scholen geldt – ook in de optiek van ouders – eerder als een risico dan als een

kans. Al weten we dat kinderen, behalve van hun ouders en leraren, vooral leren van andere kinderen, met een andere culturele bagage of andere talenten.

Natuurlijk zou dit menselijk vooroordeel geen argument mogen zijn om als sector genoeg te nemen met de status quo. Maar hoezeer de mond vol is over de afname van de onderwijskwaliteit en toename van het lerarentekort, zo weinig wensen de politiek, het ministerie en de schoolbesturen onder ogen te zien dat de kortzichtige voorliefde voor categoriaal onderwijs onze parallelle samenlevingen bekrachtigt. In de meest recente Kamerbrief van de minister over de herijking van sturing op het funderend onderwijs wordt opnieuw met geen woord gerept over de noodzaak voor bredere ontmoeting op school.

De politiek en de vakbonden zien het probleem niet of vinden het niet belangrijk genoeg, waardoor het ministerie er ook maar weinig kaas van eet. Schoolbesturen worden door het huidige sturingsmodel al decennialang aangemoedigd zich meer als ondernemer te gedragen dan als hoeder van het maatschappelijk belang. Zonder dat hier verandering in komt is het een illusie dat zij zich massaal gaan inzetten voor brede scholen. Het is bestuurlijk gezien te risicovol hier een voortrekkersrol in te nemen.

Ontmoeting is het antwoord op vervreemding. Uit de comfortabele bubbel stappen biedt verfrissende ademruimte, verrassende gelijkenissen en verbindende vergezichten. Dit super diverse land heeft niet minder, maar meer brede scholen nodig. Het is dan wel niet een onderwerp waar het electoraal makkelijk mee scoren is, het is wel urgent.

FINANCIALISERING

HOE DE FINANCIËLE SECTOR ONZE ECONOMIE UITKNIJPT EN VAN ONZE LEEFOMGEVING EEN BELEGGINGSOBJECT MAAKT

We hebben het zelden over financialisering, ook niet in de politiek. Dat moet veranderen, want het proces van financialisering brengt ernstige schade toe aan onze collectieve welvaart en kwaliteit van leven.

Financialisering heeft gezorgd voor een onwenselijke concentratie van macht bij vermogensbeheerders. Dat gaat ten koste van onze bedrijven, van de rechten van werknemers en ook de klimaattransitie gaat op deze manier niet lukken.

Bovendien zijn vermogensbeheerders eigenaar geworden van grote delen van essentiële sectoren zoals huurwoningen, huisartsenpraktijken en kinderopvang. En de gevolgen zijn desastreus.

Waarom hebben we het zo weinig over financialisering?

Door financialisering zijn we de grip kwijt aan het raken op onze economie. Als we niet snel en rigoureuus ingrijpen, zal de klimaattransitie nooit lukken, wordt de ongelijkheid nog groter en verschromen onze publieke voorzieningen, van huisvesting tot zorg.

ARJAN REURINK & NIK DE BOER

Beiden zijn redactielid van S&D. Arjan Reurink werkt als onderzoeker bij de WBS en Nik de Boer is universitair hoofddocent constitutioneel recht aan de UvA.

Huurverhogingen, gebrekkig onderhoud en leegstaande appartementen nadat deze zijn overgenomen door vastgoedinvesteerd (zie casus 'Heimsteden in Heiloo'). Jonge en enthousiaste huisartsen die niet in staat zijn om praktijken van stoppende huisartsen over te nemen omdat zij uit de markt worden geconcentreerd door financiële holdings die astronomische bedragen aan goodwill op tafel leggen (zie casus 'Huisartsen in Den Haag'). En bedrijven als Ahold en Akzo Nobel die de afgelopen jaren meer uitkeerden aan hun aandelhouders

De toenemende dominantie van financiële spelers in de zorg, het onderwijs en de woningmarkt zet zowel de betaalbaarheid als de kwaliteit van deze voorzieningen ernstig onder druk

ders dan ze aan winsten boekten (zie het artikel van Rodrigo Fernandez in dit nummer). Wie denkt dat het hier gaat om losstaande ontwikkelingen, uniek voor de woningmarkt, de zorgsector of grote beursgenoteerde bedrijven, heeft het mis. Alle drie de voorbeelden zijn symptomen van een fundamentele verandering in het functioneren van de hedendaagse economie.

Een verandering waarbij de financiële sector steeds minder dienend is aan productieve activiteiten in de reële economie, maar deze in toenemende mate domineert en gebruikt voor eigen gewin. Koloniseert dus als het ware. Sociale wetenschappers gebruiken de term 'financialisering' om deze verandering te duiden.¹

In dit nummer van *S&D* kijken we wat financialisering betekent voor de Nederlandse economie. Hoe manifesteert financialisering zich?

Wat zijn de drijvende krachten achter deze ontwikkeling? Wat de maatschappelijk gevolgen? En wat kan de politiek doen om de negatieve gevolgen ervan te pareren? We vroegen verschillende auteurs op deze vragen in te gaan en daarbij in te zoomen op één specifieke sector van de economie. Het leverde een rijke vertelling op van de financialisering van onze bedrijven, onze woningmarkt, onze publieke voorzieningen en onze pensioenen.

In dit inleidende artikel gaan we eerst kort in op het gebrek aan politieke aandacht voor financialisering. Vervolgens geven we een vooruitblik op de verschillende bijdragen aan het themanummer en trekken we lessen die hopelijk hun weg weten te vinden naar de politieke agenda.

Politieke stilte rond financialisering

Kapitalistische samenlevingen zijn dynamische systemen; ze zijn altijd en overal in verandering. Pogingen van sociale wetenschappers om veranderingen in het kapitalisme van onze tijd te duiden hebben boekenkasten gevuld, en termen als neoliberalisering, individualisering en globalisering zijn moeilijk meer weg te denken uit het politieke debat.

Dat ligt anders voor financialisering. Vraag je een gemiddeld politicus naar zijn of haar opvattingen over de financialisering van de Nederlandse economie, dan hoeft je geen voldragen visie te verwachten. Dat is op zijn minst opvallend. Want hoewel een eenduidige definitie van financialisering vooralsnog ontbreekt, bestaat er onder wetenschappers een groeiende consensus dat de toenemende dominantie van de financiële sector een belangrijke verklaring vormt voor een aantal belangrijke macro-economische verschijnselen. Zo worden de structureel lage groei, stagnerende productiviteit, hoge private schulden en de groeiende vermogens-

en inkomensongelijkheid allemaal in verband gebracht met processen van financialisering.²

Ook toonaangevende adviesorganen hebben geprobeerd de toenemende dominantie van de financiële sector bij beleidsmakers en politici op de radar te krijgen. De WRR publiceerde in 2016 het rapport *Samenleving en financiële sector in evenwicht*. De strekking van dat rapport: er is dringend behoefte aan meer politieke aandacht voor het feit dat de samenleving sterk af-

richt beleid. Fundamentele vragen over onderliggende oorzaken, mechanismen hierachter en de samenhang tussen deze ontwikkelingen worden nauwelijks gesteld.

Maar pas als we het grotere plaatje gaan zien, de oorzaken en mechanismen scherp krijgen, wordt het duidelijk waar we onze pijlen op moeten richten en aan welke knoppen we kunnen draaien. Met dit themanummer van S&D doen we een poging dat grotere plaatje in beeld te brengen.

Financialisering brengt ernstig schade toe aan de sectoren die het fundament vormen van onze collectieve welvaart

hankelijk is geworden van de financiële sector. Die aandacht zou erop gericht moeten zijn te streven naar een minder dominante en meer ondersteunende rol van de financiële sector.

Tot op heden hebben deze pogingen om de financialisering van onze economie op de politieke agenda te krijgen weinig weerklank gevonden. Wellicht dat hier verandering in komt nu de maatschappelijke gevolgen van financialisering steeds voelbaarder worden. Afgelopen jaar liet het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid onderzoek doen naar de rol van private equity in de kinderopvang³ en onlangs nog stelde de SP Kamervragen over de rol van private equity in de zorg. Dit naar aanleiding van berichtgeving in NRC dat overnames door private equity-bedrijven van zorginstellingen leiden tot meer medische complicaties.⁴

Opvallend is hoe deze ontwikkelingen veelal worden gezien als op zichzelf staande problemen. Als ontwikkelingen die spelen binnen specifieke sectoren, en waar dus ook op gereageerd dient te worden met op die specifieke sector ge-

Financialisering in verschillende sectoren van de economie

Met Benjamin Braun spraken we over de veranderingen die financialisering teweegbrengt in de financiële sector zelf. Braun muntte de term ‘asset manager capitalism’. Daarmee wijst hij erop dat vermogensbeheerders (‘asset managers’) een steeds dominantere rol hebben in de economie. Zo zijn de drie grootste vermogensbeheerders — BlackRock, State Street en Vanguard — de voornaamste aandeelhouder geworden in zo’n beetje alle grote beursgenoteerde bedrijven ter wereld. Het is een concentratie van macht die fundamentele politieke vragen oproept. Kun je als politicus ingaan tegen zulke machtige vermogensbeheerders, bijvoorbeeld om de rechten van werknemers en omwonenden te beschermen?

Het roept ook vragen op over ons pensioenstelsel. Ongeveer de helft van het geld dat vermogensbeheerders beheren komt namelijk uit pensioenpotten. Dat maakt van werkenden gespleten personen met tegenstrijdige belangen. Als toekomstige gepensioneerden hebben zij een direct belang bij goede beleggingsrendementen, als werknemer hebben ze een direct belang bij eerlijke lonen en goede arbeidsomstandigheden. Voor Braun moet het antwoord op dit dilemma gezocht worden in een ander

pensioenstelsel en een financieel systeem dat meer in dienst staat van de samenleving.

Naast Benjamin Braun spraken we ook met Brett Christophers. Waar Braun spreekt over ‘asset manager capitalism’, spreekt Christophers over ‘asset manager society’. Hij kijkt minder naar vermogensbeheerders die investeren in aandelen of obligaties en meer naar vermogensbeheerders die investeren in fysieke bezittingen. Christophers schetst hoe vermogensbeheerders een centrale positie in onze samenleving hebben gekregen, omdat ze eigenaar zijn geworden van essentiële sectoren zoals de woningbouw, energievoorziening, transport en sociale voorzieningen, waaronder ziekenhuizen en scholen. Hij laat zien welke negatieve gevolgen dat heeft.

Vermogensbeheerders zijn gericht op de korte termijn. Om voldoende rendement voor hun cliënten te behalen zullen ze hun bezittingen binnen afzienbare tijd weer moeten verkopen. Vermogensbeheerders zullen daarom nau-

De drie grootste vermogensbeheerders — BlackRock, State Street en Vanguard — zijn de voornaamste aandeelhouder in zo’n beetje alle grote beursgenoteerde bedrijven

welijks investeringen of onderhoud doen voor de lange termijn; ze willen de kosten minimaliseren en zullen de tarieven verhogen.

Neemt een vermogensbeheerder bijvoorbeeld een zorginstelling over, dan is het waarschijnlijk dat de prijs omhooggaat en de kwaliteit van de zorg afneemt. Net als Braun meent Christophers dat een ander model van investeren nodig is, waarin investeerders meer gericht zijn op het belang van de samenleving.

De roep om een financiële sector die meer ten dienste staat van de samenleving komt in meerdere bijdragen terug. Ook in de analyse van Natascha van der Zwan over de financialisering van ons pensioenstelsel. De Nederlandse pensioenvoorziening wordt internationaal genoemd. Deels is dat terecht. De armoede onder Nederlandse ouderen is internationaal gezien beperkt. Maar er is ook een keerzijde: financialisering.

Pensioenfinancialisering duidt volgens Van der Zwan op een ‘groeïende afhankelijkheid van financiële markten en financiële spelers bij het verstrekken van ouderdomspensioen’. De pensioenuitkeringen in Nederland zijn in belangrijke mate afhankelijk van de opbrengsten uit beleggingen. Werknemers en werkgevers dragen premies af die door de pensioenfondsen op financiële markten worden geïnvesteerd. De recente hervorming van het pensioenstelsel zal die financialisering enkel doen toenemen.

Bovendien heeft de zoektocht van pensioenfondsen naar rendement negatieve maatschappelijke gevolgen. Zo dragen pensioenfondsen bij aan speculatie op de woningmarkt en de privatisering van sociale voorzieningen. Van der Zwan noemt het opmerkelijk dat Nederlandse politici en beleidsmakers nooit serieus overwogen hebben de financialisering van het pensioenstelsel in te perken. Een fundamentele discussie over de maatschappelijke rol van pensioenfondsen is hard nodig.

Manuel Aalbers laat zien dat financialisering ook een grote invloed heeft op de huizensector. Financialisering van de woningmarkt is niet uniek Nederlands, maar is in Nederland wel bijzonder ver gevorderd. Dat heeft helaas nauwelijks geleid tot de bouw van meer woningen of kantoren, maar vooral tot verhoging van de prijzen. Kostte een huis in 2013 gemiddeld nog € 233.000, eind 2023 was dat € 422.500.

Financialisering op de Nederlandse huizenmarkt heeft meerdere oorzaken. Vanaf eind jaren tachtig beperkte de overheid haar rol in de volkshuisvesting. Ze verzelfstandigde de woningcorporaties en dereguleerde de woningmarkt. Daarbij komt dat Nederland een grote hypotheekmarkt kent, onder andere door de hypotheekrenteaftrek. Bovendien kopen steeds meer partijen, waaronder grote vermogensbeheerders zoals Blackstone, woningen op om te verhuren. Het gevolg is dat de huizenprijzen stijgen en starters de markt uit worden geprijsd.

Het goede nieuws is dat er aan deze ontwikkelingen iets te doen is. De financialisering van de woningmarkt is geen natuurverschijnsel, maar het gevolg van jarenlang beleid. Aalbers ziet heil in maatregelen die de speculatie afremmen, zoals het volledig afschaffen van de hypotheekrenteaftrek, het reguleren van de huursector en het verhogen van de overdrachtsbelasting.

Arthur Berkhout bekijkt in zijn bijdrage hoe financialisering het bedrijfsmodel van niet-financiële ondernemingen heeft beïnvloed. In de decennia na de Tweede Wereldoorlog investeerden bedrijven de winsten die zij maakten terug in hun eigen productiecapaciteit en werknemers. Dat was mogelijk door de beschikbaarheid van 'geduldig kapitaal', dat bereid was zich voor de lange termijn aan bedrijven te committeren.

Berkhout laat zien hoe het kapitaal de afgelopen decennia steeds ongeduldiger is geworden. Bezit van aandelen raakte aanvankelijk geconcentreerd bij institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, en later bij grote asset managers. Met deze ontwikkelingen verschoof het zwaartepunt in het dominante bedrijfsmodel van langetermijn waardecreatie naar het maximaliseren van het rendement dat aandeelhouders op hun aandelen ontvangen. Dat ging niet alleen ten koste van de toekomstbestendigheid van die bedrijven, maar ook van werknemers,

die hun lonen de afgelopen decennia zagen achterblijven bij de arbeidsproductiviteit.

Berkhout ziet een oplossing in het democratiseren van de onderneming. Werknemers zouden meer zeggenschap moeten krijgen in belangrijke bedrijfsbeslissingen, om zo tegenwicht te bieden aan de focus van de aandeelhouders op de korte termijn. Dat kan bijvoorbeeld door werknemers een gelijkwaardige vertegenwoordiging te geven in de raad van commissarissen of door hen collectief stemrecht te geven op de aandeelhoudersvergadering.

Verwacht van onze politici geen voldragen visie over de financialisering van de Nederlandse economie

Ook Rodrigo Fernandez bespreekt in zijn bijdrage de financialisering van niet-financiële bedrijven, maar hij richt zich vooral op de consequenties hiervan voor de energietransitie. Doorgeslagen financialisering van grote beursgenoteerde bedrijven gedurende de afgelopen kwart eeuw heeft ertoe geleid dat deze bedrijven nu nauwelijks voldoende vet op de botten hebben om de noodzakelijke investeringen te doen. Bovendien staan de balansen van veel bedrijven vol met 'stranded assets': activa die hun waarde verliezen wanneer overheden of rechters de afspraken die zijn gemaakt in het Akkoord van Parijs zullen afdwingen.

De ongunstige uitgangspositie van deze bedrijven maakt dat zij de bestaande orde met hand en tand verdedigen en proberen de politieke besluitvorming op het gebied van de transitie te corrumperen. Daarbij doen zij het voorkomen alsof hun specifieke deelbelangen gelijk zijn aan het algemeen belang.

Om deze dynamiek te doorbreken, stelt Fernandez, moet er een einde komen aan de prioritering van de aandeelhouder in het gefinancierde bedrijfsmodel. In de eerste plaats moet de inkoop van eigen aandelen aan banden worden gelegd door deze te belasten en enkel nog toe te staan indien bedrijven kunnen aantonen dat zij financieel gezond zijn, ook op de lange termijn. Daarnaast moeten grote bedrijven die veel marktmacht genieten in mondiale productieketens veel meer van de waarde die wordt gecreëerd in die ketens gaan delen met kleinere partijen in die ketens. Zo ontstaat ook bij die bedrijven de financiële ruimte om voor de transitie benodigde investeringen te kunnen doen.

Politieke lessen

De verschillende bijdragen aan dit themanummer overziend, kunnen we drie belangrijke politieke lessen trekken. Een eerste les is dat er alle reden is om ons zorgen te maken over de voortschrijdende financialisering van de Nederlandse economie. Niet in de laatste plaats omdat financialisering ernstige schade toebrengt aan de sectoren die het fundament vormen van onze collectieve welvaart. Als één ding duidelijk is, dan is het wel dat de toenemende dominantie van financiële spelers in sectoren als de zorg, het onderwijs en de woningmarkt zowel de betaalbaarheid als de kwaliteit van deze voorzieningen ernstig onder druk zet.

Bovendien nestelt zich door financialisering een vorm van kortetermijndenken in de directiekamers van bedrijven die haaks staat op wat nodig is om de grote maatschappelijke opgaven van deze tijd te verwezenlijken. Terwijl de duurzaamheidstransitie en het toekomstig verdienvermogen van de Nederlandse economie vragen om langetermijn investeringen in het innovatie- en productievermogen van bedrijven — investeringen die het waarde-creërende

vermogen van de economie vergroten — zien we onder invloed van financialisering juist het tegenovergestelde gebeuren. Bedrijven wenden het beschikbare kapitaal en krediet voornamelijk aan om speculatieve beleggingen te doen in financiële activa of om uitkeringen te doen aan hun aandeelhouders. Geen waardecreatie dus, maar waarde-onttrekking.

Tel daar bij op dat die aandeelhouders steeds vaker in het buitenland zitten — en zij zich doorgaans ook daardoor weinig betrokken voelen bij de maatschappelijke consequenties van hun handelen in Nederland — en het wordt duidelijk dat we door financialisering de grip op onze economie steeds meer verliezen.

Het goede nieuws, zo blijkt uit de bijdragen aan dit nummer van *S&D*, is dat veel van de maatregelen die nodig zijn om het tij te keren al zijn uitgedacht. Weer private equity- en soortgelijke investeerders uit vitale sectoren als de zorg. Schaf de hypotheekrenteaftrek volledig af en reguleer huren weer meer. Leg de inkoop van eigen aandelen aan banden door deze te belasten en aan strenge voorwaarden te onderwerpen. Geef werknemers meer zeggenschap in het bestuur van grote bedrijven — iets waar de wetenschappelijke bureaus van de PvdA, GroenLinks en D66 in een gezamenlijk manifest recentelijk ook voor pleitten.⁵

Een tweede belangrijke les is dat we ons beter bewust moeten worden van de manier waarop processen van financialisering een wig drijven in de maatschappelijke coalitie waar de sociaal-democratie in de twintigste eeuw op is gebouwd, de coalitie tussen verschillende klassen van de bevolking. In de gefinancierde economie van vandaag is een enigszins zeker middenklassebestaan in belangrijke mate afhankelijk geworden van opgebouwd vermogen.⁶ Afhankelijk van het hebben van een kleine beleggingsportefeuille of een levensver-

zekering, maar belangrijker nog: van het hebben van een koopwoning — het liefst met overwaarde — en pensioenaanspraken. Pijnlijk is dat dit soort vermogen zeer ongelijk is verdeeld over de bevolking.

Daarmee is een macro-economische tegenstelling ontstaan tussen groepen die een belang hebben bij financieel-economisch beleid dat de waarde van vermogenstitels opdrijft (huseigenaren, mensen met grote pensioenclaims) en groepen die daar juist de nadelen van ondervinden (starters op de woningmarkt, huurders, gebruikers van door asset managers opgekochte voorzieningen, werknemers die ten prooi vallen aan private equity-bedrijven). Deze tegenstelling loopt dwars door de sociaal-democratische coalitie heen.

Een derde les die we kunnen trekken uit de verschillende bijdragen aan dit themanummer betreft de manier waarop ons pensioengeld wordt belegd. Braun, Van der Zwan, Christophers en Aalbers benadrukken allemaal hoe institutionele beleggers, en dan met name pensioenfondsen, de drijvende kracht vormen achter de financialisering van de economie. Hun zoektocht naar renderende beleggingen doet steeds grotere delen van de economie — onze bedrijven, onze voorzieningen, onze woningen — veranderen in beleggingsobjecten die maximaal moeten renderen, ongeacht de gevolgen die dit heeft voor mens en milieu.

Alle vier pleiten zij dan ook voor een verandering in de manier waarop het opgepote pensioenvermogen wordt ingezet. Ze willen minder focus op maximale financieel rendementen, en juist meer oog voor niet-financiële doelen die met pensioeninvesteringen gerealiseerd kunnen worden: eerlijke lonen, verduurzaming van productieprocessen, en betaalbare woningen. Een toereikend en stabiel pensioen in de toekomst mag niet ten koste gaan van de leef- en

werkomstandigheden in het hier en nu. En wat heb je aan een toekomstig pensioen als de wereld dan in brand staat?

Om zo'n omslag in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen te realiseren is wetgeving nodig die pensioenfondsen de juiste prikkels geeft. De crux daarbij zit hem in de manier waarop het geld van pensioenfondsen naar investeringsmogelijkheden wordt gekanaliseerd. Nu vervullen private asset-managers die rol. Maar alternatieve modellen zijn denkbaar. Zo pleiten Van der Zwan en Christophers voor een publieke asset

Er is een grote tegenstelling ontstaan tussen de belangen van mensen met een eigen huis en een grote pensioenclaim en mensen die dat niet hebben

manager. Een dergelijke partij zou in feite doen wat private asset-managers nu ook al doen — pensioenkapitaal leiden naar investeringsmogelijkheden — maar dan zonder eigen gewin en met oog voor de niet-financiële belangen van pensioenspaarders.⁷

Interessant in dit kader is ook de brief die de Pensioenfederatie onlangs stuurde aan informateurs Dijkgraaf en Van Zwol.⁸ Daarin geven de vijf grootste pensioenfondsen van Nederland aan bereid te zijn miljarden te investeren in de energietransitie. Maar misschien nog wel interessanter is de oproep van de pensioenfondsen in diezelfde brief dat er een 'volwaardige nationale investeringsinstelling' moet komen die de regie kan voeren in de samenwerking tussen de pensioenfondsen en de overheid bij het financieren van de duurzaamheidstransitie. De pensioenfondsen noemen Invest-NL — het semi-publieke investeringsfonds waar het ministerie van Financiën als

enige aandeelhouder zo'n € 1,7 mrd aan aandelenkapitaal in heeft gestopt – als meest geschikte partij om deze rol op zich te nemen.

Hiermee geven de pensioenfondsen gehoor aan een van de belangrijkste aanbeveling die de Raad voor de Leefomgeving en Infrastructuur deed in haar eind 2022 uitgebrachte advies over de financiering van de duurzaamheidstransitie. Het idee van een volwaardige nationale investeringsinstelling is ten eerste aan te moedigen. Indien goed vormgegeven, stelt deze de overheid in staat meer sturing te geven aan de economische ontwikkeling en kan deze de transitie versnellen. Wel is het daarbij van cruciaal belang dat goed wordt nagedacht over de institutionele vormgeving van een dergelijke instelling. Een mandaat gericht op het publieke doelen en stevige waarborgen voor democratische verantwoording moeten vooropstaan.



Noten

- 1 Voor een goed overzicht van de literatuur over financialisering, zie Mertens, D. van der Zwan, N. en Mader, P. (Eds.) (2020). *The Routledge Handbook of Financialization*. Routledge
- 2 Bezemer, D. (2021). Financialisering kan verklaring zijn voor macro-economische “puzzels”, in: *ESB* 2021/106, pp. 78-85.
- 3 Zie Kamerbrief van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid over ‘Onderzoeken naar private equity in de kinderopvang’, 11 april 2023.
- 4 NRC (4 januari 2021). Private equity leidt tot meer complicaties in de zorg.
- 5 Wetenschappelijk Bureau GroenLinks, Wiardi Beckman Stichting, Hans van Mierlo Stichting (2023). *Van Winst naar Waarde: Manifest voor maatschappelijke ondernemen*.
- 6 Adkins, Cooper, Konings (2020). *The Asset Economy; Property Ownership and the New Logic of Inequality*. John Wiley & Sons.
- 7 Voor een meer uitgebreide toelichting van het idee van een publieke vermogensbeheerder, zie Lenore Palladino (2023). *Establishing a public option for asset management in the United States*. In: *Review of Social Economy*, pp. 1-20.
- 8 De brief zelf is te vinden op de site van de pensioenfederatie. Een toelichting op de brief kan gevonden worden op de site van het ABP.

CASUS HEIMSTADEN IN HEILOO

ANNEMARIEKE NIEROP

Hoofdredacteur S&D, gemeenteraadslid in Heiloo

Het van oorsprong Zweedse Heimstaden is een vastgoedinvesteerder die sinds 2018 actief is in Nederland en hier circa 13.500 huurwoningen bezit. Heimstaden heeft daarnaast vastgoedinvesteringen in Noorwegen, Zweden, Denemarken, Duitsland, Tsjechië, Finland, Polen en Groot-Brittannië. Het bedrijf is regelmatig negatief in het nieuws: huurders klagen over gebrekkig onderhoud en slechte communicatie.

In Heiloo kocht Heimstaden in 2020 93 huurappartementen in het complex Ypohove, die destijds nog grotendeels in de sociale sector vielen. Het rommelt er al langer, maar sinds een tijdje is er iets nieuws aan de hand: steeds meer woningen staan maandenlang leeg. Terwijl ook in Heiloo de nood aan huurwoningen onvoorstelbaar hoog is.

Enig speurwerk leert dat Heimstaden sinds eind 2023 in handen is van vastgoedinvesteerder Fredensborg. Investerings van Heimstaden in de Nederlandse huizenmarkt lopen via dochteronderneming Heimstaden Bostad. En 49% van de aandelen in Heimstaden Bostad is in handen van institutionele beleggers, met voorop het Zweedse pensioenfonds Alecta.¹

Heimstaden is enorm snel gegroeid de laatste jaren en die groei — de aankoop van al die woningen — is grotendeels gefinancierd met schulden. Heimstaden kondigde recent aan tot 12.000 van de Nederlandse woningen weer te willen verkopen.²

Gesprekken met bewoners van Ypohove leveren een ontluisterend beeld op hoe de laatste jaren steeds meer sociale woningen zijn verdwenen, hoe het complex verwaarloosd werd en hoe ook het woongenot snel afnam. Ypohove is gebouwd in 1989. Oorspronkelijk bestond het volledig uit sociale huurwoningen voor ouderen, in beheer van de Stichting Gereformeerde Bouwcorporatie Bejaarden. Die corporatie fuseerde in 2010 met woningcorporatie Vestia. Toen Vestia in 2014 het complex gedwongen moest verko-

pen (het maserati-verhaal) gingen de woningen over naar vastgoedbeheerder Patrizia. Die verkocht het complex in 2020 ten slotte aan vastgoedinvesteerder Heimstaden.

Tot 2014 — de komst van Patrizia — waren alle huurwoningen sociale huurwoningen. Bewoners kregen vanaf dat jaar elk jaar de maximaal toegestane huurverhoging gepresenteerd, in plaats van een percentage van toegestane huurverhoging zoals woningcorporaties gewoonlijk doen. ‘Ik baalde dat Patrizia het complex had overgenomen’, vertelt een bewoner. ‘Vanwege die maximale huurverhoging. Maar achteraf gezien was Patrizia nog best oké. Ze waren echt Duits, pünktlich. Huurders konden direct contact opnemen met het onderhoudsbedrijf als er iets kapot was.’

Het verschil met Heimstaden als huurbaas is groot. Woningen die leeg kwamen werden onder Heimstaden daarna steevast verhuurd als vrije sector woningen, met tijdelijke huurcontracten en met twee maanden huur als borg. Het aantal verhuizingen steeg enorm, waardoor mensen elkaar vaak niet meer kennen. ‘En er wordt nu helemaal geen planmatig onderhoud meer gedaan. De publieke ruimtes zoals het trappenhuis verpauperen. Huurders betalen servicekosten, maar krijgen geen inzicht in hoe die zijn opgebouwd. Mailtjes die we naar Heimstaden sturen raken ‘kwijt’. Op het dak zit asbest waar van alles tussen groeit. Bij storm komen die stukken soms naar beneden. Lekkages worden jarenlang niet gerepareerd, en als het dak gemaakt wordt is het provisorisch; het is een lappendeken van reparaties. Woningen worden niet verduurzaamd. Als het sluitwerk van ramen kapot is, moet je dat zelf betalen anders wordt het niet gemaakt. Het enige dat goed gebeurt is het onderhoud van de lift en van het repareren van de cv. Als je klaagt krijg je te horen dat ze hun best doen en dat je de enige bent met klachten.’

Het is onduidelijk wat de plannen van Heimstaden met de woningen zijn. Of een woningbouwvereniging het complex weer zou willen overkopen is zeer de vraag: er zullen enorme investeringen nodig zijn het te renoveren. Een andere mogelijkheid is dat appartementen stuk voor stuk worden verkocht. De Woz-waarde van de kleinste appartementen is ruim drie ton.

Noten

- 1 Alecta bezat in 2021 zo’n 41% van de aandelen, zie: Heimstaden. Enrich and Simplify Lives Through Friendly Homes (2021).
- 2 Arend Clahsen (17 november 2023). Onderzoek corruptie bij aandeelhouder is risico voor Heimstaden. *Het Financieele Dagblad*.

Interview met Brett Christophers

Het bedrijfsmodel van vermogensbeheerders voor huisvesting en infra- structuur is belachelijk

In zijn recent verschenen boek ‘Our Lives in Their Portfolios. Why Asset Managers Own the World’ legt Brett Christophers uit hoe een relatief onbekende groep vermogensbeheerders steeds meer van onze basisvoorzieningen en vitale infrastructuur in handen krijgt. Hij legt bloot hoe deze partijen te werk gaan, en hoe desastreus de maatschappelijke gevolgen van hun verdienmodel zijn.

ARJAN REURINK & NIK DE BOER

Beiden zijn redactielid van S&D. Arjan Reurink werkt als onderzoeker bij de WBS en Nik de Boer is universitair hoofddocent constitutioneel recht aan de UvA.



Je begint je boek met het voorbeeld van Summer House, een appartementencomplex in Oakland in de Verenigde Staten, waar de bewoners sinds de jaren negentig te maken kregen met stijgende huren, huisuitzettingen en gebrekkig onderhoud. Kun je uitleggen hoe dit specifieke voorbeeld dient ter illustratie van een veel breder fenomeen waar je boek over gaat en wat jij ‘asset manager society’ (de vermogensbeheerders-samenleving) noemt?

Brett Christophers: ‘Met de term ‘asset manager society’ verwijs ik naar een samenleving, de onze, waarin vermogensbeheerders een sleutelrol spelen omdat zij een belangrijke eigenaar zijn in cruciale sectoren. Denk aan huisvesting, energie, transport en sociale infrastructuur,

inclusief ziekenhuizen en scholen. Hierdoor hebben zij een aanzienlijke invloed op onze dagelijkse levens.

Ik begin met dat voorbeeld van Summer House omdat ik denk dat het een goed voorbeeld is van dit veel grotere fenomeen. Summer House is een appartementencomplex dat al bestaat sinds de jaren zestig. In de afgelopen dertig jaar is het eigendom over het complex meerdere keren gewisseld, waarbij alle opeenvolgende eigenaren vermogensbeheerders waren. Dit is voor de huurders een nare periode geweest, op bijna elke denkbare manier. Zij kregen te maken met huurverhogingen, achterstallig onderhoud en zelfs huisuitzettingen.

In mijn boek betoog ik dat deze negatieve uitkomsten inherent zijn aan het verdienmodel van vermogensbeheer. Wanneer zaken zoals

huisvesting, infrastructuur en andere publieke voorzieningen die een cruciale rol spelen in het leven van mensen in eigendom komen van vermogensbeheerders, zijn de uitkomsten die we bij Summer House zagen precies wat je kunt verwachten. Ze zijn het resultaat van de manier

Als vermogensbeheerders een appartementenblok kopen, is hun eerste en voornaamste zorg: hoe zorg ik ervoor dat de marktprijs van dit object stijgt?

waarop de wereld van het vermogensbeheer opereert; van de aard van die investeringsinstellingen, van de manieren waarop zij investeren en van de soorten prikkels die in hun bedrijfsmodel zijn ingebouwd.'

Is dit iets waar we ons ook in Nederland zorgen over moeten maken?

'Ik heb niet specifiek onderzoek gedaan naar de situatie in Nederland. Maar ik weet wel dat een aantal grote vermogensbeheerders, zoals Blackstone, actief woningportefeuilles aan het verwerven is, met name in Amsterdam. Ook grote vermogensbeheerders die gespecialiseerd zijn in infrastructuurprojecten, zoals Macquarie, zijn zeer actief in Nederland. Dus ja, absoluut, het is iets wat relevant is voor Nederland.'

We hebben het hier over de wereld van asset managers, oftewel vermogensbeheerders. Kun je misschien uitleggen wat precies een 'asset' is en wat het 'beheer' ervan inhoudt?

'Vermogensbeheerders zijn financiële dienstverleners die geld beheren namens anderen. In wezen nemen ze geld aan van hun klanten, wat ze vervolgens investeren met het doel ren-

dement te genereren. Hun klanten zijn ofwel kleine beleggers zoals jij en ik, met een beetje geld om te investeren, of grote institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en soevereine vermogensfondsen.

Voor die dienst ontvangen zij een vergoeding. Het woord 'asset' verwijst daarbij zowel naar het vermogen dat ze namens anderen beheren, als naar de zaken waarin ze investeren: vastgoed, windparken, parkeergarages, ziekenhuizen, scholen et cetera.'

Het gaat dus om het beheer van het vermogen van klanten. In hoeverre beheren vermogensbeheerders ook de verschillende activa waar ze het vermogen van hun klanten in beleggen?

'Ze doen beide. Ze beheren dat vermogen en ze beheren de activa die ze met dat geld verwerken. Echter, de mate waarin ze die activa actief beheren varieert enorm. De drie meest bekende vermogensbeheerders – BlackRock, State Street en Vanguard – zijn over het algemeen zeer passieve vermogensbeheerders. De enorme sommen geld die zij bijeenbrengen, brengen zij voornamelijk onder in fondsen die de indices van grote aandelenmarkten volgen, zoals de S&P 500. Over het algemeen zijn ze niet actief betrokken bij het beheer van de bedrijven in die indices.

Maar de vermogensbeheerders waar mijn boek over gaat, opereren heel anders. Zij gebruiken het vermogen van hun klanten om volledig eigenaar te worden van fysieke activa zoals appartementenblokken en tolwegen, en oefenen directe controle uit op het dagelijkse beheer van die activa. Ze bepalen hoeveel de gebruikers betalen aan vergoedingen en huren en hoeveel geld er zal worden geïnvesteerd in het onderhoud van die activa.'

Vermogensbeheerders presenteren zichzelf graag als een aanwinst voor de samenleving. Een van de dingen die ze beweren, is dat ze betere beheerders van huisvesting en infrastructuur zijn dan overheden of publieke instanties. Jij betoogt daarentegen dat vermogensbeheerders juist de minst geschikte eigenaren zijn voor het bezitten van dergelijke activa. Kun je dat toelichten?

‘Als je mij zou vragen om van scratch het meest belachelijke bedrijfsmodel te ontwerpen voor het beheer van zaken als huisvesting en infrastructuur, zou ik zo’n beetje uitkomen op dit model dat vermogensbeheerders hanteren. Daar zijn een aantal redenen voor.

Een daarvan heeft te maken met de aard van de specifieke investeringsvehikels die vermogensbeheerders gebruiken om investeringen te doen. Het geldt dat zij ophalen bij hun klanten wordt ondergebracht in fondsen. De vermogensbeheerder beheert die fondsen, maar juridisch zijn het aparte entiteiten. Een belangrijk ontwerpkenmerk betreft de levensduur van die fondsen.

Er zijn ‘open-end’ fondsen, die geen vaste levensduur hebben. Het geldt dat beleggers in die fondsen stoppen, kan er twintig jaar of langer in blijven zitten en gestaag rendement opleveren. Maar er zijn ook ‘closed-end’ fondsen. Die hebben een vooraf vastgestelde levensduur van bijvoorbeeld tien of twaalf. Dat betekent dat de vermogensbeheerder aan het einde van die periode alle activa die hij met het geld in dat fonds heeft verworven weer moet hebben verkocht, zodat het geld aan de beleggers in dat fonds teruggegeven kan worden.

De meeste aankopen die vermogensbeheerder doen in de infrastructuur en de vastgoedsector doen zij via closed-end fondsen. Bedenk daarbij dat wanneer vermogensbeheerders zo’n fonds opzetten, ze doorgaans de eerste twee jaar besteden aan het inzamelen van geld bij hun

klanten. Daarna pas gaan ze dat geld investeren. Tegen de tijd dat een eerste aankoop wordt gedaan, zeg een appartementenblok, zit je dus al in jaar drie of vier. Gaan we uit van een tienjarig fonds, dan weet de vermogensbeheerder op het moment van aankoop dat het dat appartementenblok over zes jaar alweer moet hebben verkocht, zodat het geld aan de beleggers teruggegeven kan worden.

Dus wanneer vermogensbeheerders zo’n appartementenblok of een ander object kopen, is het eerste en voornaamste waar ze aan denken: hoe zorg ik ervoor dat de marktprijs van dit object stijgt? Hoe kan ik aan de markt signaleren dat dit een aantrekkelijke belegging is?

Politici moeten met een gezonde dosis argwaan kijken naar de rol van vermogensbeheerders in de economie

Dat is waar de drie gouden regels van het bedrijfsmodel van vermogensbeheerders om de hoek komen. Ten eerste doen ze alles wat ze kunnen om de belegging zoveel mogelijk inkomsten te laten genereren, vooral door gebruikersvergoedingen of huren te verhogen. Ten tweede gaan ze op zoek naar manieren om de bedrijfskosten zoveel mogelijk te beperken: dienstverleningsactiviteiten worden teruggeschroefd tot het absoluut noodzakelijke minimum en ze gaan minder betalen aan de werknemers die dergelijke activiteiten uitvoeren.

Ten derde worden uitgaven aan onderhoud van het object voor de lange termijn geminimaliseerd. Dat alles levert mooie resultaten op in de spreadsheets van beleggingsanalisten, maar het behoeft weinig uitleg dat het de ervaringen van bewoners of gebruikers niet ten goede komt.’

Kun je toch een paar voorbeelden geven?

'Een van de business schools in de Verenigde Staten heeft bijvoorbeeld een studie gedaan naar de prestaties van verzorgingstehuizen. Ontdekt werd dat de sterftecijfers in verzorgingstehuizen die eigendom zijn van vermogensbeheerders ongeveer 10% hoger liggen dan in verzorgingstehuizen die eigendom zijn van andere soorten private partijen.

We moeten serieus overwegen basisvoorzieningen en infrastructuur weer in publiek eigendom te brengen

De onderzoekers konden niet hard maken waarom dat precies zo is, maar hun belangrijkste vermoeden is dat dit te maken heeft met het feit dat in verzorgingstehuizen die in bezit zijn van vermogensbeheerders, de uitgaven aan eerstelijns verplegend personeel aanzienlijk zijn teruggeschoefd. Een ander voorbeeld betreft de Britse watersector. Deze sector is de afgelopen decennia een favoriet jachtterrein geworden voor internationale vermogensbeheerders.

Doorat de noodzakelijke investeringen in onderhoud, innovatie en uitbreiding van de capaciteit niet hebben plaatsgevonden, kampt de sector momenteel met een verouderde infrastructuur en lekkageproblemen. Dit is precies is wat je kunt verwachten wanneer je die sector in handen laat komen van instellingen die zeer weinig interesse hebben in de lange termijn.

Wanneer een vermogensbeheerder een waterinfrastructuur koopt die lekt, en weet dat hij deze binnen vijf jaar weer zal verkopen omdat de aankoop is gedaan via een closed-end fonds, dan denk je toch niet dat die vermogensbeheerder dure reparaties gaat uitvoeren? Dat hij de leidingen gaat vervangen

zodat ze de komende dertig jaar betrouwbaar zijn? Dan kun je verwachten dat hij pleisters zal plakken, wetende dat die pleisters waarschijnlijk over vijf jaar gaan barsten, maar dat het object tegen die tijd alweer in handen is van een andere partij.'

Hoe komt het dat de volgende eigenaar van het object — goede kans dat dat ook een vermogensbeheerder is — bereid is het object te kopen ondanks de slechte staat waarin dat verkeert?

'Ik vergelijk het met dat kinderspel 'pass the parcel'. Ik weet niet of jullie dat in Nederland ook kennen? De muziek speelt en kinderen geven het pakje aan elkaar door. Degene die het pakje in handen heeft wanneer de muziek stopt, is af. Ik denk dat het een beetje zo werkt.

Vermogensbeheerders blijven het pakje gewoon aan elkaar doorgeven in de veronderstelling dat zij niet degene zullen zijn die het pakje in handen heeft wanneer de muziek stopt, bijvoorbeeld omdat de toezichthouder zijn geduld verliest op het moment dat verder pleisters plakken niet langer vol te houden is. Maar uiteraard zal er altijd iemand zijn die het pakje dan in handen heeft.'

Een belangrijk fenomeen in de wereld van de asset manager society is het 'derisken' van investeringen door overheden. Kun je uitleggen hoe dat werkt?

'Het punt met derisken is dat niet alle activa die vermogensbeheerders aankopen van zichzelf altijd aantrekkelijke investeringen zijn. Sommige activa zijn dat misschien wel, zoals een vastgoedportefeuille in New York. Dat is een aantrekkelijke investering omdat mensen altijd in New York willen wonen. Huurinkomsten zullen betrouwbaar zijn en de investering zal dus een stabiel rendement opleveren.

Maar stel je voor dat de mogelijkheid zich voordoet om een stuk tolweg te kopen waarbij de toekomstige verkeersbewegingen onzeker zijn, bijvoorbeeld omdat het zich in een dunbevolkt deel van het land bevindt. Dan zullen vermogensbeheerders zeggen: op zich zijn we wel geïnteresseerd hierin te investeren, maar er zijn voor ons aanzienlijke risico's verbonden aan deze investering. Ze zullen deze investering dus alleen overwegen als de overheid bereid is een aanzienlijk deel van het risico op zich te nemen.

Vermogensbeheerders doen alles om met de belegging zoveel mogelijk inkomsten te genereren, bijvoorbeeld door huren maximaal te verhogen

In het specifieke voorbeeld van de tolweg zou het bijvoorbeeld kunnen gaan om een concessie van zeventig jaar waarin de overheid een vermogensbeheerder het recht toekent om een stuk tolweg te bouwen, te bezitten en te exploiteren. Investeerders kunnen daarbij bijvoorbeeld afdwingen dat een kernprojectie wordt gemaakt voor inkomsten uit deze tolweg voor de eerste dertig jaar. Met de afspraak dat als de daadwerkelijke tol onder 80% van het geprojecteerde niveau valt, de tekorten door de overheid worden betaald. Dit is een vorm van derisken.'

Waarom zouden overheden bereid zijn dit te doen?

'Het trackrecord van dergelijke derisking-contracten laat zien dat overheden, en dus consumenten en belastingbetalers, over het algemeen aan het kortste eind trekken. Het is moeilijk om precies te zeggen waardoor dit komt. Misschien is het incompetentie aan de kant van de over-

heid. Misschien speelt belangenverstrengeling een rol. Misschien zijn het zeer bekwame onderhandelaars aan de kant van de vermogensbeheerders. Misschien is er onvoldoende concurrentie tussen vermogensbeheerders. Ik weet het antwoord op die vraag niet.'

Verdient dit niet veel meer politieke aandacht?

'Er moet zeker meer onderzoek worden gedaan naar de vraag waarom er zoveel slechte deals worden gesloten. Er moet ook meer onderzoek worden gedaan naar de noodzaak van derisken. Er zijn zeker gevallen waar de private sector de lokale en centrale overheden er met succes van heeft overtuigd om meer risico te dragen dan ze hadden moeten doen om de deal rond te krijgen. Tegelijkertijd ben ik ook vrij sceptisch over degenen die derisken geheel willen afschaffen.

Mijn recente onderzoek naar hernieuwbare energie heeft me doen inzien dat een bepaald niveau van derisken door overheden — of anderen — essentieel is om investeringen in hernieuwbare energie mogelijk te maken. Dat gezegd hebbende: het belangrijkste punt dat ik hier zou willen maken, is dat overheden zichzelf buiten spel hebben gezet door geen eigenaar te willen zijn van nutsinfrastructuur, sociale huisvesting en dergelijke. Of dat geloof nou voortkomt uit een vermeend gebrek aan expertise of door fiscaal conservatisme, als jij als de publieke sector jezelf hebt overtuigd dat dit niet langer jouw rol is, dan is de private sector de enige optie die overblijft. Als de private sector dan zegt: we gaan het niet doen tenzij jij het risico op je neemt, zullen overheden wel moeten gaan derisken omdat er simpelweg geen alternatief is.'

Je beschrijft in het boek hoe vermogensbeheerders erop hameren dat de rendementen die zij realiseren ten goede komen aan de

pensioenspaarders — de leraren, verpleegkundigen en brandweerlieden — met wiens vermogen zij deze rendementen generen.

‘Dat is inderdaad een retoriek waar vermogensbeheerders veelvuldig gebruik van maken. In wezen zeggen ze tegen hun critici: luister, wanneer pensioenfondsen niet langer hun geld door ons laten beleggen, dan zijn de enige mensen die hierdoor worden geschaad de leraren, verpleegkundigen en brandweerlieden om wiens geld het hier gaat. Omdat we dan niet langer mooie dikke rendementen voor hen kunnen verdienen.

Op die bewering valt veel aan te merken. Allereerst profiteren de leraren, verpleegkundigen en brandweerlieden slechts in beperkte mate van de behaalde rendementen. Degenen die er het meest van profiteren zijn de vermogensbeheerders zelf. Die onttrekken namelijk grote hoeveelheden geld uit het fonds in de vorm van hun eigen vergoedingen. Of het fonds nu goed of slecht presteert, zij winnen altijd.

Het tweede probleem is dat een steeds kleiner aandeel van het geld dat in deze fondsen wordt belegd, pensioengeld is. Steeds vaker gaat het om geld van staatsinvesteringsfondsen (‘sovereign wealth funds’), van bijvoorbeeld Saoedi-Arabië, Singapore of China. Het is voor vermogensbeheerders natuurlijk veel moeilijker om een positief public relations-verhaal rond dat soort investeerders te spinnen dan rond leraren, verpleegkundigen en brandweerlieden.

En als laatste, maar niet minder belangrijk, is het zo dat pensioenspaargelden zeer ongelijk over de samenleving zijn verdeeld. Slechts een klein deel van het totale pensioenvermogen behoort toe aan de verpleegkundigen, leraren en brandweerlieden onder ons. Het grootste deel van het pensioenvermogen dat via deze fondsen worden geïnvesteerd, behoort toe aan de bankiers, dokters en leidinggevendenden onder ons. En natuurlijk aan de vermogensbeheerders zelf.’

Dus de wereld van het vermogensbeheer fungeert absoluut niet als een soort van herverdelingsmachine, eerder het tegenovergestelde?

‘Ja. En ook de schadelijke gevolgen van het feit dat een steeds groter deel van de voorzieningen waar we in ons dagelijkse leven van afhankelijk zijn, wordt gecontroleerd door vermogensbeheerders, komen bij bepaalde groepen veel harder aan. Dan heb ik het over dingen als huisuitzettingen, sterk stijgende watertarieven of oplopende kosten voor de kinderopvang.

Mensen worden ongelijk blootgesteld aan dergelijke ontwikkelingen. Leraren, verpleegkundigen en brandweerlieden wonen nu eenmaal veel vaker in een huurwoning dan bankiers en advocaten. Bovendien worden zij veel harder geraakt door oplopende kosten voor het gebruik van de infrastructuur en basisvoorzieningen zoals energie, water en openbaar vervoer. Zij zijn immers een veel groter deel van hun inkomen kwijt aan het gebruik van dergelijke voorzieningen.’

Wat kunnen politici doen?

‘Om te beginnen is het belangrijk om met een gezonde dosis argwaan te kijken naar de rol van vermogensbeheerders in de economie. Ook doen politici er goed aan de nodige kennis te vergaren over de manier waarop vermogensbeheerders opereren. We hebben het al gehad over de fondsstructuren die worden gehanteerd en het derisken van investeringen door overheden. Waar we het nog niet echt over hebben gehad zijn de vergoedingen die vermogensbeheerders ontvangen voor hun diensten.

Toen vermogensbeheerders in de jaren negentig infrastructuur- en vastgoedfondsen begonnen aan te bieden aan hun klanten, pasten zij het beloningsmodel toe dat werd gehanteerd in de private equity-industrie. Dat

betekende zeer hoge vergoedingen, met daarbovenop nog eens een flinke prestatievergoeding. Dat beloningsmodel is volledig ongepast in de sectoren waar we het hier over hebben omdat het allerhande prikkels creëert voor maximaal gebruik van schuldfinanciering, maximale winstextractie ten koste van lange termijn investeringen en het snel doorverkoop van activa, wat ook weer ten koste gaat van lange termijn investeringen. Politici en beleidsmakers moeten zich telkens de vraag stellen: waarom betalen we dit soort vergoedingen? En waarom worden investeringen op deze manier vormgegeven?

Politici zouden weer serieus moeten overwegen basisvoorzieningen en infrastructuur in publiek eigendom te brengen. Ik ben zeker niet iemand die denkt dat publiek eigendom het universele antwoord is op al onze problemen. Ik ben oud genoeg om me te herinneren dat British Rail in het Verenigd Koninkrijk in publieke handen was. Dat was zeker geen feestje voor consumenten. Het was veelal een *shitshow*.

De overheid kan zowel een goede als een slechte beheerder zijn van basisvoorzieningen en infrastructuur. Dat geldt ook voor de private sector. Maar met publiek eigendom heb je tenminste een kans op socialere en eerlijkere uitkomsten.

Belangrijk is ook dat we alternatieve manieren moeten vinden om ons pensioengeld in te zetten. We hebben nu een model waarin een select aantal financiële dienstverleners ons pensioenvermogen beleggen in de voorzieningen waar we in ons dagelijks leven van afhankelijk zijn. Maar alternatieve modellen zijn denkbaar. Om te beginnen kunnen pensioenfondsen direct investeren in dit soort activa, in plaats van dat te doen via investeringsfondsen die worden gecontroleerd door vermogensbeheerders. Enkele grote Canadese pensioenfondsen doen dit al.

In het verleden was het in veel landen zo dat lokale overheden openbare nutsbedrijven en andere voorzieningen zelf in eigendom hadden. Die investeringen financierden zij middels de uitgifte van obligaties. Een groot deel daarvan werd opgekocht door pensioenfondsen. Dat is dus een model waar alle betrokken partijen voordeel hebben van elkaars betrokkenheid en waarbij die extractieve partij in het midden, die eenduidig gefocust is op het zo veel mogelijk waarde onttrekken aan het systeem, wordt vermeden.

Dienstverleningsactiviteiten worden teruggedroefd tot het absoluut noodzakelijke minimum en werknemers krijgen minder betaald

Dit soort mogelijkheden moeten verkend worden. Neem het idee van een publieke vermogensbeheerder. Zo'n instelling zou een vergelijkbare rol spelen als de rol die private vermogensbeheerders vandaag spelen, maar dan met het oogmerk van publiek in plaats van privaat gewin.

Uiteindelijk is het gewoon een kwestie van politieke wil om zulke modellen te verkennen en op te tuigen. Het trieste is echter dat velen vandaag de dag lijken te denken dat private vermogensbeheerders niet de oorzaak van onze problemen zijn, maar de oplossing. De reden dat ze dat denken is omdat daar het geld zit.'



Zonder een **nieuw** **bedrijfsmodel** gaat het niet

De financialisering van het bedrijfsleven is al een kwart eeuw aan de gang. Jarenlang zijn de winsten gegaan naar uitkeringen aan aandeelhouders, en is alleen op de korte termijn en niet op de lange termijn gestuurd. Met een klap lopen we nu tegen de grens van dit bedrijfsmodel op. Door klimaatverandering zijn investeringen onontkoombaar, maar de financiële ruimte hiervoor ontbreekt.

RODRIGO FERNANDEZ

Rodrigo Fernandez is senior Onderzoeker bij SOMO

De Nederlandse economie staat op een kruispunt. Veel bedrijven die in het verleden zijn ontstaan, en die soms zijn uitgegroeid tot wereldwijde spelers door de aanwezigheid van goedkoop gas en overheidsbeleid, passen niet in een wereld waarin de energiehuishouding gaat veranderen. Een wereld waarin de kosten voor energie en water, de kosten voor het gebruik van de fysieke ruimte en de uitstoot van broeikasgassen en stikstof, niet langer op de maatschappij kunnen worden afgewenteld maar op het bord van de bedrijven zelf komen te liggen.

We moeten richting kiezen. We kunnen niet terug naar de wereld van de PVV en de BBB, waarin we ecologische grenzen kunnen blijven negeren en waarin het Groningse gas oneindig leek. Die wereld bestaat simpelweg niet meer.

We kunnen de afslag nemen van aanmoderen, zoals we nu doen, afwachten en hopen dat de markt op tijd met een oplossing komt en ondertussen alles blijven subsidiëren, risico's afdekken en convenanten sluiten. De vraag is waar we dan terechtkomen.

We kunnen ook de afslag nemen naar een versnelling van de noodzakelijke energietransitie. Dit is de weg van duidelijke normen, regels en dwang. Meer stok en minder wortel. Het grootste obstakel hiervoor is maatschappelijk en dus electoraal draagvlak.

Welke weg we ook kiezen, één probleem is hetzelfde: we zitten opgescheept met een groot aantal beursgenoteerde bedrijven die van binnenuit zijn uitgehold. Deze bedrijven zijn in de laatste kwart eeuw gefinancialiseerd en verkeren daardoor in een slechte conditie om de lange weg van de energietransitie af te leggen. De focus op het verhogen van de aandeelhouderswaarde op de korte termijn is ten koste gegaan van het bestaan van deze bedrijven op de lange termijn.

Deze bedrijven zijn minder gaan investeren, maar zijn wel blijven lenen en keerden een steeds groter deel van de nettowinst uit aan de aandeelhouders. Er zitten bedrijven tussen die sinds het akkoord van Parijs in 2015 meer dan 100% van de totale nettowinst hebben uitgekeerd, zoals Ahold (101%), Akzo Nobel (103%) en Unilever (98%).¹ De aandeelhouder is niet meer de sluitpost maar prioriteit waar alles voor moet wijken. Dit bedrijfsmodel is hoe dan ook onhoudbaar.

De bezittingen van sommige van deze bedrijven zitten bovendien vol met activa die hun financiële waarde verliezen op het moment dat de grenzen van het akkoord van Parijs zouden worden beschermd door wetgeving, overheidsbeleid of de rechter. Deze 'gestrande activa' be-

Geen winstuitkering als bedrijven niet de ruimte hebben om te investeren in het toekomstbestendig maken van het eigen bedrijf

staat uit bezittingen die op de balans van bedrijven staan — fabrieken, patenten, infrastructuur of oliereserves — en die in de toekomst niet meer gebruikt kunnen worden waardoor ze versneld afgeschreven zouden moeten worden. De actuele waarde van deze bezittingen wordt gevormd door de kasstromen die ze in de toekomst zouden kunnen genereren. Op het moment dat de bedrijven begrensd worden in hun uitstoot om bepaalde planetaire grenzen te bewaken, dan vallen deze kasstromen weg en dan stort de waarde van deze bezittingen ook in.

Als de grenzen van het akkoord van Parijs worden gehandhaafd en vertaald naar het niveau van bedrijven, worden de gestrande activa



Heimstaden kocht in 2020 93 huurappartementen in het complex Ypehove in Heiloo. Sindsdien wordt er geen planmatig groot onderhoud meer gedaan.

van Shell geschat op 90% van de bestaande olie-reserves en 72% van de gasreserves.²

Veel van de huidige fysieke industriële infrastructuur zal verloren gaan bij een transitie naar een andere economie. De grootste energie-slurpende bedrijven in Nederland zijn inmiddels uitsluitend dochterondernemingen van buitenlandse multinationals, zoals Tata, Yara, Shell,

De inkoop van eigen aandelen moet worden uitgebannen

Dow en Chemours. Met andere woorden: de grootste energiegebruikers en vervuilers van Nederland zijn ook nog eens onderafdelingen van bedrijven die elders hun hoofdkantoor hebben. Deze bedrijven geven geen prioriteit aan transitie-ambities van Nederland.

Het startpunt van deze bedrijven is dus niet gunstig. We zien dat hierdoor ook de stroperigheid van de publieke en private besluitvorming op het gebied van de transitie sterker wordt. Stilstand is het gevolg. Stilstand die bestaat uit een complex van waarde-ketenen van die met elkaar verstrengeld zijn door vraag en aanbod, zoals olie en de brandstofauto. Een beweging kan vaak alleen plaatsvinden als iedereen meebeweegt. Maar deelbelangen houden dit tegen. Niet elk onderdeel kan even makkelijk bewegen en heeft evenveel te winnen bij het zetten van stappen in de richting van een energietransitie. Niet iedereen heeft evenveel te verliezen door gestrande activa.

Een tussenliggende schakel kan vaak niet in isolement overstappen van de fossiele econo-

mie naar een duurzame economie. Elektrificatie van een bedrijfsproces zonder een bestaande infrastructuur is niet mogelijk. Het gedeelde belang van bedrijven is dan al snel het verdedigen van de bestaande orde. We zien dit in de agro-industrie bij het verzet tegen de stikstofnormen.

We zien dit ook bij de basisindustrie die niet van de fossiele subsidies af wil. Het gaat hierbij om grote bedragen die in mindering worden gebracht op belastingen van de industrie en zo de energieconsumptie en de emissies goedkoper maken en stimuleren. De specifieke belastingkorting voor de petrochemische industrie bedraagt alleen al € 2,2 mrd per jaar.³ De kunstmestproducten ontvangen een korting van € 1,2 miljard per jaar.

Deze deelbelangen weten hun weg goed te vinden naar het electoraat. De VVD, de BBB (en tot voor kort het CDA) zijn vehikels voor deze deelbelangen, aangekleed met een politiek programma. Het grootbedrijf weet zo zijn belangen te herdefiniëren als het algemene belang, waarmee de deelbelangen worden geïnstitutionaliseerd en gelegitimeerd.

Financialisering: hoe bedrijven worden uitgehold

Wellicht is het goed om even een stap terug te zetten om te begrijpen hoe onze bedrijven zijn uitgehold in het tijdperk van financialisering. Want de energietransitie zal niet van de grond kunnen komen zonder een einde te maken aan dit regime.

Het academische debat over de financialisering van niet-financiële bedrijven is ruim een kwart eeuw oud. In deze periode is veel veranderd. Enerzijds veranderde het gedrag van bedrijven, onder andere door de cruciale veranderingen in de context sinds de ICT-crash van 2000, zoals de sterke daling van de rente. Daarnaast waren er belangrijke verschuivingen

De fotoserie in dit nummer van appartementencomplex Ypehove dat is opgekocht door Heimstaden zijn gemaakt door Bart Burkels van fotomakerij.nl. Omdat bewoners repercussies vrezen, zijn zij niet in beeld gebracht.

in de theorieën, de gebruikte methoden en empirische bevindingen.⁴

Aanvankelijk werd in de literatuur over de financialisering van bedrijven een grote nadruk gelegd op de toename van financiële activa in verhouding tot de omzet of de vaste activa vanaf de vroege jaren negentig. Deze opgepote financiële middelen werden vooral aangehouden in liquide vorm en geïnvesteerd in relatief veilige beleggingen zoals staatsobligaties. Greta Krippner zag in 2005 in de inkomsten die deze opgepote financiële tegoeden genereren een nieuw verdienmodel voor niet-financiële ondernemingen.⁵ Winst zou steeds meer komen uit beleggingsopbrengsten en steeds minder door operationele activiteiten zoals de verkoop van goederen en diensten. Dit verdienmodel werd gezien als de 'financialisering' van bedrijven en bestond uit een verschuiving van investeringen door bedrijven in materiële vaste activa, zoals machines en gebouwen, naar het beleggen van de opgepote winst.⁶

Deze 'financiële accumulatie'-visie op financialisering kreeg gaandeweg steeds meer kritiek.⁷ De belangrijkste kritiek was gericht op de vermeende causale relatie tussen de gestegen spaarpotten en de dalende investeringen. De financiële crisis veranderde alles. Doordat centrale banken ingrepen met een opkoopbeleid van obligaties daalde de rente. Het rendement van de liquide beleggingen van Nederlandse beurse-noteerde bedrijven daalde van 5% in 2006 naar 1% in 2020.⁸ De schuldenlasten namen af van 6% in 2008 naar 3% in 2020.⁹ Hierdoor werd het aanhouden van grote spaarpotten steeds meer afgestraft terwijl schulden maken aantrekkelijk werd.

Een tweede invalshoek in deze discussie is de strategie van 'downsize & distribute'.¹⁰ Dalende investeringen worden hierin vooral begrepen tegen de achtergrond van de toegenomen uitkering van winsten aan aandeelhouders ('distribute').

Terwijl krimp ('downsize') een voorwaarde was om meer winst te kunnen uitkeren in de periode vanaf de jaren '80 tot '00, zijn de hoge uitkeringen aan de aandeelhouder een blokkade om van de krimp af te komen in de periode erna.¹¹

In verhouding tot de omzet dalen de investeringen van Nederlandse beurse-noteerde bedrijven in materiële vaste activa (zoals machines en gebouwen) van 6,5% in 2000 tot 3,8% in 2020.¹² Als we de jaarlijkse investeringen in materiële vaste activa afzetten tegen de waarde van de bestaande voorraad aan vaste activa dan zien we dat deze dalen van 22% in 2000 naar 12,3% in 2020. Financialisering is hier de toegenomen druk van de aandeelhouder om alle kasstromen naar zich toe te trekken, inclusief het aangaan van schulden. Het gevolg is dat bedrijven uitgehold raken.

Bedrijven die alleen kunnen opereren door de kosten af te wenden op de maatschappij, moeten in publieke handen komen of moeten sluiten

Een derde visie die goed samengaat met de andere invalshoeken is de toegenomen marktmacht van grote bedrijven die samenhangt met de groei van de immateriële activa. Enerzijds zien we sinds de jaren tachtig een de-industrialisatie in het centrum van de wereldeconomie, wat samenging met een groei van meer kennisintensieve productiemethoden. Anderzijds zien we in specifieke sectoren dat intellectueel eigendom geen deel uitmaakt van het productieproces maar van een verdienmodel.

Mariana Mazzucato deelt op basis hiervan bedrijven op in de categorie 'maker' en 'onttrekker'.¹³ De 'makers' zien ook hun immateriële ac-



Op het appartementencomplex van Heimstaden in Heiloo zit asbest waar van alles tussen groeit. Bij storm komen die stukken soms naar beneden. Het dak is een lappendeken van reparaties.

tiva toenemen maar hebben een verdienmodel dat primair gebaseerd is op de vervaardiging en levering van producten en diensten, al dan niet in toenemende mate kennisintensief. Het verdienmodel bij de 'onttrekkers' draait om bezit of controle van immateriële activa die een opbrengst kunnen generen. Hierbij kan het gaan om een concessie of een dominant digitaal platform dat de functie van poortwachter heeft.

Deze verschuiving naar het generen van winst zonder te produceren, het rentenieren, is voornamelijk weggelegd voor de grootste en machtigste bedrijven, waardoor de ongelijkheid tussen bedrijven op wereldschaal toeneemt.¹⁴ De bedrijven die boven aan de waardeketen staan, zijn bijvoorbeeld grote kledingmerken, of bedrijven waar de bescherming van het intellectuele eigendom door handelsregels monopolies creëren, zoals in de farmaceutische industrie.¹⁵ Maar ook de grote tech-bedrijven waar platforms een eigen dynamiek creëren die mensen vasthouden en waar intellectueel eigendom concurrenten buiten de deur houdt. Denk ook aan nutsbedrijven, de financiële sector en olie- en gasbedrijven.

Het resultaat is een grotere toe-eigening van de totale winstquote door 1% van wereldwijde grootste beurgenoteerde bedrijven. Dat gaat gepaard met een uitholling voor de resterende 99% van de bedrijven wereldwijd. Dit alles creëert een rem op de energietransitie.

Weg van het gefinancialiseerde bedrijfsmodel

Om de weg naar de energietransitie succesvol af te kunnen leggen is het noodzakelijk voorbij de uitholling van bedrijven te komen. Er moet dus een einde komen aan de prioritering van de aandeelhouder in het gefinancialiseerde bedrijfsmodel. De inkoop van eigen aandelen moet worden uitgebannen.

De uitkering van dividend aan de aandeelhouder moet daarom pas worden toegestaan als aan een aantal voorwaarden is voldaan die rekening houden met de internalisering van de kosten en het bestaan van het bedrijf op de lange termijn. Hierbij moeten vragen centraal staan over de waardering van de bezittingen en de solvabiliteit op het moment dat klimaatnormen worden opgelegd als harde grenzen.

De energietransitie zal alleen van de grond kunnen komen als we een einde weten te maken aan het regime van financialisering

Er moet vooral weer ruimte gecreëerd worden om te investeren. Nu willen bedrijven subsidies voor elke ingreep die ze doen om te veranderen. Het verhaal van het grootbedrijf is dat bedrijven de kosten niet zelf kunnen dragen, en als ze gedwongen worden, moeten ze sluiten of gaan ze naar het buitenland waardoor de uitstoot niet afneemt. Fossiele subsidies moeten volgens deze bedrijven in stand blijven, en worden aangevuld met groene subsidies, het afdekken van de risico's en een flinke dosis aan vertrouwen in marktwerking. Dit alles in een context van decennia dalende winstbelasting en grootschalige belastingontwijking.

In deze visie is de winst privaat en zijn de risico's publiek, dus voor de maatschappij. Dit moet anders. Als bedrijven niet de ruimte hebben om te investeren in het toekomstbestendig maken van het eigen bedrijf, dan kan er ook geen sprake zijn van een winstuitkering. Als bedrijven niet kunnen opereren zonder kosten op de maatschappij af te wentelen, dan moeten ze in publieke handen worden getransformeerd of

moeten ze sluiten. We lopen nu aan tegen harde ecologische grenzen, en die moeten leidend zijn. De weg van langer blijven weifelen is dus een doodlopende weg.

Het is nodig om het gefinancierde bedrijfsmodel te vervangen door een model met een langere tijdshorizon, gebouwd op geduldig kapitaal dat bedrijven in staat stelt om veel te investeren en te innoveren. Dit kan niet zonder een radicale verlaging van de beloning van de aandeelhouder. Dit is de enige private financiële stroom van enige omvang die kan worden aangewend.

Ook zullen toeleveranciers, zoals boeren en andere bedrijven in de keten, een groter deel van de omzet moeten krijgen, zodat ook zij over de financiële ruimte beschikken om te investeren. Om dit laatste te bewerkstelligen moet marktmacht op verschillende fronten worden bestreden. De mantra dat grote bedrijven goed zijn voor de consument en daarom met rust gelaten moeten worden – hoeksteen van de dominante neoliberale mededingingsfilosofie – moet worden verlaten.

Deze fabel doorprikken is slechts een begin van wat nodig is om een noodzakelijke koerswijziging van de politieke economische kaders te forceren. In het eindspel van het fossiel kapitalisme waarin we ons nu bevinden, moeten we het initiatief nemen om te fantaseren over een andere toekomst.

Electorale steun verwerven voor deze koerswijziging is daarna een belangrijke stap die gezet moet worden. Op basis van concrete voorstellen die op een rechtvaardige wijze een daadwerkelijke transitie bewerkstelligen, zullen de electorale meerderheden moeten worden teruggewonnen.



Noten

- 1 Fernandez, R, Hartlief, I, Messick, J (2024) Aandeelhouders boven klimaat: grote vervuilers maken liever winst dan klimaatplannen. SOMO, p 55
- 2 Fernandez, R, Klinge, T, Zeolla, N, Contreras Ramirez, R & Deruytter, L. (2023). Stranded: Why Shell is unable to navigate the just transition trilemma. SOMO, p24
- 3 Boris Schellekens, Albert ten Kate (2023). Rechtvaardig afbouwen van fossiele subsidies: Minder CO2 en meer inkomsten. SOMO, p 17
- 4 Rabinovich J and Reddy N (2024). Corporate Financialization: A Conceptual Clarification and Critical Review of the Literature. Post-Keynesian Economics Society Working Paper 2402.
- 5 Krippner GR (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review* 3(2): 173–208.
- 6 Tori D and Onaran Ö (2020). Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review* 18(3): 681–718.
- 7 Klinge TJ, Fernandez R and Aalbers MB (2021). Whither corporate financialization? A literature review. *Geography Compass* 15(9).
- 8 Fernandez, Rodrigo, Bart-Jaap Verbeek en Tobias J. Klinge (2022). Aandeelhouders eerst. Hoe bedrijven dividend-machines werden. SOMO, p. 18.
- 9 <https://www.somo.nl/nl/aandeelhouders-eerst/>, pagina 20
- 10 Lazonick W and O'Sullivan M (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society* 29(1): 13–35.
- 11 Auvray T, Durand C, Rabinovich J, et al. (2021). Corporate financialization's conservation and transformation: from Mark I to Mark II. *Review of Evolutionary Political Economy*.
- 12 Fernandez, Rodrigo, Bart-Jaap Verbeek en Tobias J. Klinge (2022). Aandeelhouders eerst. Hoe bedrijven dividend-machines werden. SOMO, p. 22.
- 13 Mazzucato, M (2018). *The value of everything: making and taking in the global economy*. Allen Lane.
- 14 UNCTAD (2017). Market power and inequality: The revenge of the rentiers. In: UNCTAD (Ed.). *Trade and development report 2017* (pp. 119–145). United Nations.
- 15 Rikap C (2021). *Capitalism, Power and Innovation. Intellectual Monopoly Capitalism Uncovered*. Londen ; New York: Routledge.

Laat **werkenden** de koers van het bedrijf bepalen, niet de **aandeelhouders**

Lonen en investeringen blijven al decennia achter bij de winsten die bedrijven maken. Dit heeft alles te maken met financialisering van onze economie. De focus op aandeelhouderswaarde heeft geleid tot grote maatschappelijke ongelijkheid en tot een onzekere toekomst van bedrijven.

Het tij kan gekeerd worden door werkenden veel meer zeggenschap te geven in de bedrijfsvoering.

ARTHUR BERKHOUT

Redactielid S&D, schrijver, researcher en hij verrichtte voor De Burcht onderzoek naar financialisering in Nederland

Wordt het bedrijfsleven in Nederland ‘gepest’? Als een veeleisende partner in een toxische relatie dreigt chip-fabrikant ASML ervandoor te gaan als er niet onmiddellijk aan zijn eisen wordt voldaan. Aanleiding voor deze wrevelige houding? Een in oktober vorig jaar door de Tweede Kamer aangenomen amendement bij het Belastingplan 2024 dat bepaalt dat de inkoop van eigen aandelen niet langer wordt uitgesloten van belastingheffing.

De inkoop van eigen aandelen is een veelgebruikt middel van beursgenoteerde bedrijven om de waarde van hun aandelen te laten stijgen. Er zijn enorme bedragen mee gemoeid die niet op productieve wijze worden geïnvesteerd, of voor loonsverhogingen worden ingezet, maar die als enige doel hebben de aandeelhouders te fêteren.

In dit artikel pleit ik voor verdergaande inperking van de macht van de aandeelhouders. Niet alleen moet hiervoor de mogelijkheid om geld met geld te verdienen drastisch worden ingeperkt. Om dat doel te bereiken zal ook de zeggenschap van werkenden in de bedrijfsvoering moeten worden versterkt. Ik volg hierin het argument van Isabelle Ferreras, die betoogt dat de werkenden in feite *arbeidsinverteerders* zijn met het recht op gelijkwaardige beslissingsmacht, naast de kapitaalinvesteerders.²

We moeten toe naar een economie waarin de belangen van de aandeelhouders niet langer allesbepalend zijn. Maar eerst dienen we te snappen hoe we in deze situatie terecht zijn gekomen.

De ondergang van het fordistische bedrijf

Financialisering gaat over een veranderde verhouding tussen de reële economie (dus de ‘echte’ productie van dingen die voorzien in behoeftes) en de financiële sector. De suprematie van de aandeelhouders is een van de meest saillante uitingen van de financialisering van onze economie.

In een kapitalistische economie is er natuurlijk altijd een financiële sector. Die is nodig om bijvoorbeeld investeringen in de productiecapaciteit te doen. Kredieten kunnen op die manier ondersteunend zijn aan de reële economie. Maar in het geval van financialisering zijn de verhoudingen in feite omgedraaid, daarin heeft de reële economie juist een ondersteunende rol.

De financiële sector is in enkele decennia sterk gegroeid en omvat een grote verscheidenheid aan spelers. Naast de traditionele banken is er het zogenoemde ‘schaduw-bancaire’ stelsel; institutionele beleggers, private equity, hedgefondsen en dergelijke. De geliberaliseerde financiële markten vervullen niet een ondersteunende, kredietverstrekende functie, maar zijn zelf belangrijke bronnen van winst.

De reële economie wordt hier niet mee ondersteund, er wordt juist waarde aan *onttrokken*. Kapitaal stroomt van de reële economie naar

Institutionele beleggers willen rendement op hun aandelenbezit, en zijn sterk genoeg geworden om dat bij bedrijfsmanagers ook af te dwingen

de vermogensmarkten, niet andersom.³ De econoom Benjamin Braun verwoordt het kort en bondig: de ‘financing function’ is verruild voor het doel van ‘wealth preservation’.⁴ En dat heeft vergaande gevolgen voor bedrijven en voor de werkenden.

In het academische onderzoek naar de impact van financialisering op het presteren van niet-financiële bedrijven is het baanbrekende werk van de Amerikaanse econoom Williamazonick paradigmatisch geworden.⁵ Hij heeft de

NG

78  I.M. van der NET

76  W.B. Tewarie

80  E. van de STREEK

82  A. NIEUWENHUIS - GREUTER

92  BAS BERGMAN

84  T. Somrakubon

90  J.M. de BOER

86 

88  CM

NG

56  T.E. BOONSTRA

54  

58  

52  Y.M. Taverne

60  NM. Appel en
JP. Appel-van Stein

50  R. ben Akil

62  S.H. AMASE

64  A

74  A

G

30  B. van der HORST

28  H.J.G. Wighman

32  M.D.F. van den BERG

26  A.F. TRIEST

34  

24  Richard Wisaupt

36  J.A. KLAASE

38  Y

48 

ND

4  B.S. ENGEL

2  G.A. van der Bosch
I.A.V. Amsen

6  W. KORTEKAAS

8  J.J.A. KOPPELAAR

10  WA. BOS

12  C.O.

22  8

Steeds meer appartementen in het complex van Heimstaden staan maandenlang leeg. Terwijl ook in Heiloo de nood aan huurwoningen onvoorstelbaar hoog is.

overgang naar het gefinancialiseerde bedrijfsmodel als volgt geanalyseerd. In de fordistische fase (het tijdperk van ‘normaal’ functionerend industrieel kapitalisme) hanteerden bedrijven de strategie van ‘retain & reinvest’. Uitgangspunt van deze strategie is om gemaakte winsten te herinvesteren in zowel de eigen productiemiddelen als in de werknemers, om op die manier verdere productiviteitsgroei te bevorderen. Dat biedt ruimte voor loonstijgingen, die weer een groeiende vraag en daarmee een groeiende productie mogelijk maken — de ‘virtueuze cirkel’ van het fordisme.⁶

Een noodzakelijke voorwaarde hiervoor is dat het kapitaal ‘geduldig’ is: gecommitteerd aan het langetermijnproces van waardecreatie. Een ander aspect is dat de vakbond in deze constellatie een heel duidelijk omschreven rol heeft: ervoor zorgen dat die ruimte voor loonstijgingen — die door toenemende arbeidsproductiviteit wordt geopend — ook daadwerkelijk wordt benut. En gedurende een hele tijd — de naoorlogse decennia van de sociaal-democratische consensus — is dit behoorlijk goed gegaan.

Maar onder de financialisering is deze balans uit het lood geslagen. Het ‘retain & reinvest’ is vervangen door een vorm van corporate governance die ‘downsize & distribute’ wordt genoemd.

Twee ontwikkelingen zijn hierin doorslaggevend geweest. Enerzijds het idee dat het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde het belangrijkste doel van bedrijven is. Anderzijds raakte aandelenkapitaal toenemend geconcentreerd. Was het in de naoorlogse decennia nog grotendeels verspreid over huishoudens, het raakte met de opkomst van de institutionele beleggers juist geconcentreerd.⁷ En dat proces is alleen maar verder gegaan met de gigantische vermogensbeheerders van tegenwoordig, zoals BlackRock en Vanguard.

‘Distribute’: zo hoog mogelijke rendementen voor aandeelhouders

Institutionele beleggers willen rendement op hun aandelenbezit, en zijn sterk genoeg geworden om dat bij bedrijfsmanagers ook af te dwingen. De focus van bedrijven komt daardoor te liggen bij het op zo kort mogelijke termijn behalen van zo hoog mogelijke financiële rendementen. Die verkorte tijdshorizon uit zich onder meer in de steeds kortere aanstellingsduur van CEO’s, en een enorm hoge ‘share turnover’ (de hoeveelheid verhandelde aandelen).

De terugkoop van eigen aandelen zou simpelweg verboden moeten worden

Het kapitaal is extreem ongeduldig geworden. De bonussen en salarissen van managers zijn gekoppeld aan de aandelenkoers, met als resultaat dat dividenden omhoog zijn schoten. En de inkoop van eigen aandelen werd een vaste truc in het repertoire van het topmanagement. Dit soort terugkoopprogramma’s — share buy-backs — hebben geen enkel ander doel dan de aandelenkoers oppompen: ze verkleinen de hoeveelheid aandelen waarover dividend wordt uitgekeerd, waardoor de waarde omhooggaat.

Het inkopen van eigen aandelen heeft de afgelopen twintig jaar in Nederland een hoge vlucht genomen. Steeds duidelijker worden de negatieve effecten daarvan zichtbaar. Bedrijven investeren steeds minder in de productiecapaciteit of in onderzoek en ontwikkeling, ze gaan torenhoge schulden aan en besteden veel kapitaal aan fusies en overnames. Ondertussen stagneren de lonen, is de economische groei ondermaats en stijgt de (vermogens)ongelijkheid.

Het is een manier om de waarde van financieel bezit te doen stijgen, zonder dat het een

investerings in de productiesfeer vereist. Sterker nog, het kapitaal wordt nu juist aan die sfeer *onttrokken*. Kapitaal dat besteed zou kunnen worden aan investeringen in de productiecapaciteit, of in loonsverhogingen, of in onderzoek en ontwikkeling — allerlei bestedingen die op de langere termijn ten goede zouden komen aan de economie.

De aandeelhouders worden al decennia in de watten gelegd — verre van gepest dus — terwijl de rest van de samenleving de nevenkosten daarvan te verwerken krijgt.

‘Downsize’: besparen op arbeidskosten

Dit is het ‘distribute’ gedeelte: zoveel mogelijk waarde naar de aandeelhouders overhevelen. Het ‘downsize’ gedeelte gaat over hoe bedrijven dat bereiken. In wezen gaat het erom zoveel mogelijk te besparen op arbeidskosten. Of dat nu wordt bereikt door saneringen en herstructureringen, of door het afstoten van minder winstgevend bedrijfstukken, door te bezuinigen op onderzoek en ontwikkeling, of door flexibilisering en outsourcing — de resultaten zijn eenduidig. De lonen stagneren en lopen achter op de arbeidsproductiviteit, en de arbeidsinkomensquote (AIQ) gaat gestaag naar beneden.

De druk om de aandeelhouderswaarde te verhogen vertaalt zich dus in het streven om de arbeidskosten te verlagen. Cushen en Thompson spreken in dit verband van een dynamiek van ‘eindeloze herstructurering’, wat zowel tot onzekerheid onder werknemers als werkintensivering leidt.⁸ De kostenbesparende strategie leidt tot zogenoemde efficiëntie-innovatie, waarbij banen worden geschrapt — in tegenstelling tot ‘markt-creërende innovatie’, waarbij juist nieuwe banen worden geschapen.

Het tijdperk van geduldig kapitaal is voorbij. De jacht op rendement en snelle financiële winsten is geopend. En die jacht is succesvol. Managers worden in lijn gebracht met de belan-

gen van aandeelhouders; financieel rendement en de waardestijging van bezit zijn de alles overkoepelende doelen geworden.

Financialisering als extractie

In de Verenigde Staten is in de afgelopen twintig jaar \$ 6,3 biljoen aan de inkoop van eigen aandelen besteed.⁹ Voor de duidelijkheid: dat is 6,3 duizend miljard dollar. Om één individueel bedrijf eruit te halen: de hoeveelheid geld die St-

Democratisering van de economie is het ‘tegengif’ tegen financialisering

arbucks aan de inkoop van eigen aandelen heeft besteed, zou volstaan voor een jaarlijkse loonsverhoging van \$ 7000 voor alle werkers.

Er worden ontzaglijke hoeveelheden kapitaal ingezet om op onmiddellijke wijze de aandeelhouderswaarde te verhogen, zonder dat dit op wat voor manier dan ook de productiecapaciteit verbetert. Daarbij wordt die terugkoop van eigen aandelen in de helft van de gevallen gefinancierd met schuld. We zitten dus met een situatie waarbij kredieten op een niet-productieve wijze worden ingezet, dus niet als investeringen in de productiecapaciteit. Dat is precies het tegendeel van de ‘normale’ situatie die we van het fordisme kennen.

Financiële middelen die aan financiële activiteiten worden besteed, gaan zo ten koste van reële investeringen. De bestedingen aan dividenden en de inkoop van eigen aandelen schieten al decennia de hoogte in; terwijl die aan lonen en investeringen min of meer op hetzelfde niveau blijven.

Ik heb zojuist de Amerikaanse context benoemd. Uit SOMO-onderzoek van Rodrigo Fernandez et al. blijkt dat ook bij Nederlandse

beursgenoteerde niet-financiële bedrijven de uitgaven aan de terugkoop van eigen aandelen en dividenden consequent torenhoog zijn, terwijl de lonen min of meer gelijk blijven.¹⁰ Ook in Nederland lopen de lonen achter op de productiviteitsgroei, die ook hier stagneert.

Procentueel komen de uitkeringen aan aandeelhouders in de buurt van het Amerikaanse niveau. In twintig jaar tijd gaat het over een totaal van € 273 mrd.¹¹ De productieve investeringen zijn in diezelfde periode naar beneden gegaan, terwijl de schulden consequent stijgen. Het is het typische beeld van financialisering: schulden zonder investeringen, hoge beloningen voor aandeelhouders en stagnerende lonen voor de werkenden.

Er is ontzaglijk veel (financieel) kapitaal in omloop, maar het wordt niet productief besteed. Zo startte PostNL in 2022 met een terugkoopprogramma ter waarde van € 250 mln. Daar zou je ook een forse loonsverhoging mee kunnen financieren. In plaats daarvan blijf het geld in de financiële sfeer hangen, waar het weinig tot niks bijdraagt aan de economie.

De zeer lage rente die we hadden in de nasleep van de grote financiële crisis heeft niks veranderd aan de trend van de dalende investeringen. In tegendeel, het heeft het alleen maar aantrekkelijker gemaakt om schulden aan te gaan en de waarde van (financiële) bezittingen op te pompen. Maar het heeft niets gedaan om de productieve vermogens van de economie te verbeteren.

Financialisering vormt in zekere zin de ‘oplossing’ voor een probleem dat zij zelf creëert: door financiële extractie stijgen de winsten voor de aandeelhouders, maar wordt gelijktijdig de basis voor verdere winsten ondermijnd, doordat zowel investeringen in productiviteit als de lonen stagneren. Daardoor wordt enerzijds winstgevendende activiteit op de langere termijn

onwaarschijnlijker en stagneert anderzijds de effectieve vraag. De ongelijkheid neemt toe en de prikkel om productief te investeren neemt af: er ontstaat een vicieuze cirkel.

De ‘oplossing’ is om middels krediet de vraag op peil te houden en een continue waardestijging van (financiële) bezittingen te faciliteren. In plaats van winsten te baseren op productiviteitsgroei als motor van de kapitalistische economie, opereert financialisering middels een schuldgedreven stijging van de waarde van (financieel) bezit.

Hoe dit mechanisme werkt is redelijk bekend, maar ik denk ook dat we een stapje achteruit moeten doen om te overzien wat hiervan de implicaties zijn. Voor de klassieke economen – voor zowel Adam Smith als Karl Marx – was arbeid de bron van waarde. Dat idee komt al van Smith, maar wat Marx eraan toevoegt is dat kapitaalaccumulatie berust op de toe-eigening van de *meerwaarde* van de arbeid. En dat levert meteen een heel duidelijk perspectief op voor de arbeidersbeweging: het zoveel mogelijk inperken van die toe-eigening.

Met financialisering zijn we daarentegen in een andere wereld beland. We hebben nu te maken met wat de econoom James Crotty de ‘portfolio view of the firm’ noemt; een kijk op bedrijven als elementen binnen een investeringsportefeuille, waarin de prestaties van individuele bedrijven er minder toe doen dan de waardestijging van de portefeuille als geheel.¹²

De beschikbaarheid van goedkoop kapitaal, schulden, financiële speculatie, complexe financiële producten en uitgebreide financiële markten, en uiteindelijk altijd weer overheidsingrijpen (zoals de kapitaalinjecties voor multinationals tijdens de coronacrisis, die linea recta bij de aandeelhouders terechtkwamen), zijn daar minstens zo belangrijk voor als die directe uitbuiting van de werkers.

Zeggenschap voor werkenden

Vakbondsonderzoekers Alice Martin en Annie Quick stellen dat in tijden van financialisering 'hogere lonen' op zich niet volstaan om de verdeling van welvaart en macht in toereikende mate weer in balans te brengen.¹³ Aandeelhouders beschikken daarvoor, in verhouding tot de andere stakeholders, over te veel mechanismen waarmee ze het economische proces volgens hun belangen kunnen laten verlopen.

Een van de mechanismen die ik hier heb uitgelicht betreft de inkoop van eigen aandelen. Het terugdringen hiervan zou een eenvoudige manier zijn om de verhouding tussen kapitaal en arbeid – tussen aandeelhouders en de rest van de maatschappij – meer in balans te brengen. Terugkoopprogramma's zouden simpelweg verboden kunnen worden. Zo gek is dat idee niet: tot de jaren tachtig werden terugkoopprogramma's als koersmanipulatie beschouwd en waren zij als zodanig niet toegestaan.

Maar er bestaan ook andere manieren om deze praktijk aan banden te leggen. Zo zou de aan het begin van dit artikel genoemde belastingheffing op de inkoop van eigen aandelen een goede eerste stap zijn. Daarnaast zou het toestaan van terugkoopprogramma's voorwaardelijk gemaakt kunnen worden aan loonsverhogingen. Of de toestemming hiervoor zou ingetrokken kunnen worden als het bedrijf in kwestie werkers heeft ontslagen, of als het niveau van productieve investeringen te laag is, of als het verschil tussen de laagste lonen en de topsalarissen binnen een bedrijf te groot is.¹⁴

Om ons een voorstelling te kunnen maken van wat een maatschappelijk zinvolle productieve activiteit überhaupt is, moeten we af van het idee dat alleen kapitaalinvesteerdere iets te zeggen mogen hebben over hoe bedrijven gerund worden. Meer zeggenschap van de werkenden is daarvoor een vereiste.¹⁵ De democratisering

van de economie is het 'tegengif' tegen financialisering. Immers: werkenden hebben een veel groter belang bij het goed presteren van maatschappelijk zinvolle economische activiteit.

Omgekeerd is er weinig reden om aan te nemen dat kapitaalinvesteerdere loyaler zijn aan bedrijven of meer risico's lopen dan de werkenden, en om die reden hogere beloningen zouden verdienen.¹⁶ Ze zijn juist mobieler en minder gecommiteerd, en altijd op zoek naar de volgende renderende investering.

Voor een private-equityfonds hoeft het faillissement van een van de portfolio-bedrijven niet per se een probleem te zijn. De werkers zijn daarentegen veel afhankelijker van het werk dat ze doen. Het verdwijnen van hun werkplek kan voor hen een ware ramp betekenen – en is dat vaak niet alleen voor henzelf, maar ook voor de

**Het is waarschijnlijker dat
werkenden beslissingen maken
die ten goede komen aan de
waardecreeatie van het bedrijf
op de lange termijn dan
aandeelhouders**

samenleving, die de sociale kosten van een sluiting moet dragen. Tegelijk zijn zij degenen die, zoals tijdens de coronapandemie bleek, de echte risico's lopen en de samenleving draaiende houden. Kort gezegd, het is waarschijnlijker dat werkenden beslissingen maken die ten goede komen aan de lange termijn waardecreatie van het bedrijf dan aandeelhouders.

Er bestaan verschillende manieren om meer zeggenschap van de werkenden in de praktijk te brengen. Zo pleit de genoemde Ferreras voor een tweekamer-stelsel binnen de bedrijfsvoe-

ring. De werkenden (als arbeidsinvesteerders) zouden een gelijkwaardige vertegenwoordiging in de raad van bestuur moeten verkrijgen naast de kapitaalinvesteerders. Om besluiten te nemen, is een meerderheid in beide afvaardigingen vereist. Het topmanagement wordt aangesteld door deze beide kamers. Op die manier kan er democratisch tegenwicht geboden tegenover de korte termijn financiële belangen van de aandeelhouders.

Een ander, eventueel aanvullend, mechanisme zou zijn om de werkenden collectief stemrecht van minsten 25% op de aandeelhoudersvergadering te verlenen.¹⁷ Dit zou werkenden extra invloed geven en bovendien het handelen van de verkozen bestuurders in de praktijk kunnen controleren. Voor een uitgebreider overzicht van de verschillende manieren waarop financialisering kan worden tegengegaan, verwijs ik naar het onderzoeksrapport dat ik voor De Burcht, het Wetenschappelijk Bureau voor de Vakbeweging, schreef over de impact van financialisering op de arbeidsverhoudingen.¹⁸

Voor nu wil ik er vooral op wijzen dat het ideaal van de democratisering van de economie niet volstrekt hypothetisch is. In Duitsland bestaat bijvoorbeeld de 'Mitbestimmung'. In beursgenoteerde bedrijven van een bepaalde omvang hebben werkers het recht om de helft van de raad van commissarissen te benoemen. Dat is een indirecte vorm van inspraak in het bestuur, en zeker geen zelfbestuur. Maar het gevolg is ook hiermee al dat deze bedrijven beter presteren in termen van investeringen in de productiecapaciteit, output per werknemer, en dat ze ook minder aan outsourcing doen. Precies die problemen die we met financialisering associëren dus.

De uitholling van bedrijven als gevolg van financialisering en de economische malaise die ermee gepaard gaat, kan alleen teruggedraaid

worden wanneer de werkenden betekenisvolle invloed hebben op de bedrijfsvoering. Beleidsmaatregelen die waardecreatie voor de lange termijn aantrekkelijker maken dan financieel gewin op de korte termijn, hebben dan ook niks met 'pesten' te maken. Ze zijn de eerste stap richting een meer rechtvaardige economische orde waarin de meerderheid kan delen in de collectief geproduceerde welvaart.



Noten

- 1 NRC (8 maart 2024). Na de alarmbelfase komen grote bedrijven met dreigementen.
- 2 Ferreras, Isabelle (2023). Democratizing the Corporation: The Bicameral Firm as Real Utopia. *Politics & Society* 2023, Vol. 51(2), 188–224.
- 3 Bezemer, Dirk (2020). *Een land van kleine buffers. Er is genoeg geld, maar we gebruiken het verkeerd*. Amsterdam: Uitgeverij Pluim.
- 4 Braun, Benjamin (2022). Exit, Control, and Politics: Structural Power and Corporate Governance under Asset Manager Capitalism. *Politics & Society*, 50(4), 630–654.
- 5 Lazonick, William, O'Sullivan, Mary (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35.
- 6 Crouch, Colin (2011). *The Strange Non-Death of Neoliberalism*. Cambridge: Polity Press.
- 7 Braun, Benjamin (2021). Asset Manager Capitalism as a Corporate Governance Regime. In: J. Hacker, A. Hertel-Fernandez, P. Pierson, & K. Thelen (eds.). *The American Political Economy: Politics, Markets, and Power*, Cambridge University Press, 275.
- 8 Cushen, Jean, Thompson, Paul (2016). Financialization and Value: Why the Labour and the Labour Process Still Matter. In: *Work, employment and society*, 2016, Vol.30 (2), pp. 352–365.
- 9 Palladino, Lenore, Lazonick, William (2021). Regulating Stock Buybacks. The \$6.3 Trillion Question. *Roosevelt Institute Working Paper*, 20.
- 10 Fernandez, Rodrigo, Klinge, Tobias, Verbeek, Bart-Jaap (2022). *Aandeelhouders eerst. Hoe bedrijven dividendmachines werden*. SOMO, Amsterdam.
- 11 Ibid, p. 31.
- 12 Crotty, James (2003). The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. In: *Review of Radical Political Economics*, 35(3), 271–279.
- 13 Martin, Alice, Quick, Annie (2020). *Unions Renewed. Building Power in an Age of Finance*. Cambridge: Polity Press, p. 109.
- 14 Palladino, Lenore (2021). Financialization at Work: Shareholder Primacy and Stagnant Wages in the United States. *Competition & Change* Vol.25(3–4), p. 395.
- 15 Martin, Alice, Quick, Annie (2020). *Unions Renewed. Building Power in an Age of Finance*. Cambridge: Polity Press.
- 16 Ferreras, Isabelle (2023). Democratizing the Corporation: The Bicameral Firm as Real Utopia. *Politics & Society* 2023, Vol. 51(2), p. 198.
- 17 Zie Lawrence, Matthew, Buller, Adrienne, Hager, Sandy (2020). Commoning the Company. Rewriting company rules and building public wealth for a fairer, stronger post-crisis economy. Onderzoeksrapport Common Wealth.
- 18 Arthur van Berkhout (2023). 'Al het vaststaande verdamp't': Hoe financialisering de economie overneemt en wat de vakbeweging daartegen kan doen. De Burcht.

CASUS HUISARTSEN IN DEN HAAG

MICHEL VERMEER

Beleidsmedewerker Haagse Stadspartij en student Bestuurskunde aan de Universiteit Leiden

Kent u uw huisarts nog? Een goede band met een vaste huisarts, een telefoon die wordt opgenomen, binnen een dag terecht kunnen in uw eigen vaste praktijk en netjes begroet worden door de receptioniste. Het lijkt op de beschrijving van een standaard huisarts-patiënt-relatie maar dat is steeds vaker niet het geval.

Telefoons worden niet opgenomen, er wordt niet teruggebeld, de eerst mogelijke afspraak is over twee weken, afspraken zijn online, steeds een andere huisarts die u niet kent en medicatie-voorschriften die niet worden doorgegeven aan de apotheek.

Commerciële bedrijven kopen in groten getale huisartspraktijken over van huisartsen die met pensioen gaan, vaak van eenmanspraktijken. Onlangs wilde een aantal jonge huisartsen een dergelijke praktijk overnemen in Zwolle, maar hierbij zouden ze € 500.000 aan goodwill moeten betalen. Dat konden ze niet. De financiële holding Co-Med kon dat wel en nam de praktijk over.

Goed voorbereid gaan financiële partijen dergelijke overnames over het algemeen niet in. Vaak staat geen (vast) personeel klaar, wat uiteindelijk resulteert in dichte praktijken, onbereikbaarheid en een ondermaatse en onpersoonlijke service.

Het gebeurt ook in Den Haag. Ik sprak met 84-jarige vrouw die altijd een uitstekende huisarts gehad heeft aan de Bordewijklaan in Mariahoeve, totdat deze praktijk plotseling bleek te zijn overgenomen door Co-Med. Zij was hiervan niet op de hoogte gesteld, wat wettelijk wel verplicht is.

De vrouw kwam er pas achter toen ze bij de apotheek haar gebruikelijke medicatie wilde ophalen en ze te horen kreeg dat de huisarts het recept niet had doorgegeven. Compleet verrast belde zij de praktijk op. Ze had die medicatie absoluut nodig. Er werd niet opgenomen; er werd gevraagd een bericht in te spreken zodat ze zo spoedig mogelijk

teruggebeld kon worden. Het belletje terug bleef echter uit. De volgende dag ging ze weer naar de apotheek, maar er was nog steeds geen recept. Ze besloot naar de praktijk zelf te gaan, waar ze voor gesloten deuren stond. Ze kon niet telefonisch in contact komen, de praktijk was gesloten en ze had haar medicatie niet.

Een andere vrouw van 91 uit Den Haag die ik sprak bevond zich in een vergelijkbare situatie, maar zij wist na anderhalve week toch een fysieke afspraak te krijgen. Ze kwam op tijd, maar merkte dat ze wel erg lang moest wachten terwijl er niemand anders in de wachtkamer zat. Uiteindelijk kwam er een medewerker langs die vroeg: 'Wat doe je hier?' 'Ik heb een afspraak', antwoordde de vrouw. 'Maar er is vandaag helemaal geen huisarts, ben je niet afgebeld?' De volgende week was er wel een digitaal spreekuur waar ze terecht zou kunnen.

De grote bedragen voor goodwill die gevraagd worden bij overnames van huisartspraktijken zijn niet verplicht. De overdragende praktijk kan ook voor de patiënten kiezen en niet voor het grote geld. Sterker: het was al heel lang niet meer gebruikelijk om goodwill te vragen bij overnames van huisartsenpraktijken. Nu de financiële holdings bereid zijn deze sommen te betalen verdrijven zij jonge en enthousiaste huisartsen van de markt.

Een markt die helemaal geen markt zou moeten zijn. Praktijkhouders zijn investeerders geworden, die geen enkele medische verantwoordelijkheid dragen. De bedrijven maken grote winsten ten koste van de patiënten want goede zorg leveren kost veel meer geld dan slechte zorg leveren.

In 2022 rapporteerde Co-Med — met tot op heden dertig praktijken in Nederland — een winst van € 1,2 mln op een omzet van € 9,3 mln. Een stijging van de winst van 170% vergeleken met 2021. Ondanks deze winsten heeft Co-Med wel gebruikgemaakt van de coronaregeling om niet in financiële problemen te komen.¹ Deze winst uit deze bv wordt niet terug geïnvesteerd in de zorg. Het doel is niet kwalitatief goede zorg leveren maar zo veel mogelijk geld overhouden voor de investeerders en de aandeelhouders. De commerciële ketens profileren zichzelf daarbij als dé toekomst van de zorg en als oplossing voor het huisartsentekort. Het doel van Co-Med is volgens de website 'vernieuwing te brengen in de eerstelijns gezondheidszorg'.

In totaal zijn er nu 116 van deze soort huisartsenpraktijken in Nederland.² Den Haag telt tot op heden drie van zulke locaties die allemaal recent zijn overgenomen. De praktijk aan de Bordewijklaan die nu door Co-Med gerund wordt, is er daar één van. Co-Med Holding BV had aanvankelijk twee praktijken in Den Haag. Maar de praktijk aan de Esperantostraat is van de één op de andere dag gesloten en zonder mededeling aan de patiënten is alle zorg naar de praktijk aan de Bordewijklaan verplaatst.

De commerciële keten van Centric Health runt de twee andere huisartsenpraktijken in Den Haag onder de naam van Haagse Zorg, aan de Herman Costerstraat in de Schilderswijk en de Berensteinlaan in Zuid-West. Centric Health is de huisarts van meer dan tienduizend inwoners. En net als Co-Med is ook CentricHealth al meerdere malen op de vingers getikt door de inspectie wegens de onbereikbaarheid van de praktijk.

Zuidwest, Mariahoeve en de Schilderswijk zijn wijken die veel inwoners kennen met een lage economische positie. Het is geen toeval dat financiële investeerders zich focus-



ENTREE

Tandartsenpraktijk
Hofzicht

De huisartsenpraktijk in Mariahoeve (Den Haag) die werd overgenomen door Co-Med.

sen op dit soort wijken. De huisartsenpraktijken krijgen hier hogere inschrijfgelden per patiënt van de zorgverzekeraars uitgekeerd vanwege de achterstandsregeling.

Dit kan zo niet doorgaan. Van de marktwerking in de zorg afstappen gaat zomaar niet, maar het zou al heel wat helpen als de overnames van commerciële ketens in de huisartsenzorg door holdings die geen ander doel hebben dan er geld uit halen, aan banden worden gelegd en er daarnaast een verbod komt op de goodwill som bij de overname van huisartspraktijken.

Noten

- 1 L1Nieuws (12 augustus 2023). Forse winstgroei bekritiseerde artsenketen Co-Med.
- 2 Laura van Elst (2014). Zoveel commerciële huisartsenpraktijken telt Nederland. Skipr, geraadpleegd 14 april 2024.

De financialisering van onze woningmarkt

Sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw, maar vooral sinds de jaren negentig, is er sprake van een ware kredietexplosie die de prijzen van onder andere vastgoed en aandelen tot grote hoogten deed en doet stijgen.¹ Deze periode luidde de opbouw in van een zeepbeconomie. Met de kredietcrisis van 2008 leek het einde te komen aan die zeepbeconomie, maar achteraf blijkt deze slechts een nieuwe fase van 'de grote financialisering' te hebben ingeluid.

Het begrip financialisering duidt op een toenemende dominantie van financiële actoren, praktijken en vertogen waarbij een steeds groter deel van de winst van de economie of een sector in financiële markten wordt gerealiseerd en steeds minder in de reële economie.² Het gaat dus niet enkel om een grotere rol van 'ouderwetse' financiële instellingen zoals banken en van 'nieuwe financiële instellingen' zoals hedgefondsen en 'exchange traded funds', maar ook om de toenemende invloed van financiële markten in andere domeinen van de economie en samenleving. In de vakliteratuur vinden we voorbeelden van financialisering in een eindeloze rij sectoren, van de farmaceutische industrie tot infrastructuur en van onderwijs tot stedelijk beleid.

De Nederlandse koopwoningmarkt is in grote mate gefinancialiseerd. Waar hypotheek instanties het in eerste instantie mogelijk maakten voor huishoudens om een woning te kunnen kopen, werden hypotheek geleidelijk instrumenten van banken die de koopprijzen verder opdreven. Dat leidde weer tot extra vraag naar particuliere huurwoningen, wat deze extra interessant maakte als beleggingsobject en wat tot een gedeeltelijke financialisering van de huurwoningmarkt leidde.

MANUEL AALBERS

Afdeling Geografie en Toerisme, KU Leuven

Er is sprake van een ‘muur van geld’ en die muur is sinds de financiële crisis niet lager maar juist hoger geworden.³ Niet zozeer de superrijken, maar vooral de pensioenfondsen en het monetaire beleid van lage rentes en geldverruiming zijn verantwoordelijk voor het ophogen en verlengen van de muur van geld.

Een niet onaanzienlijk deel van die financiële, metaforische muur wordt geïnvesteerd in fysieke muren, in vastgoed. Dat leidt niet per se tot een bouwhausse, wel tot het opdrijven van

Groei die niet gebaseerd is op de productie, maar op de groei zelf, is een algemeen kenmerk van de financialisering van de economie

grond-, woning- en kantoorprijzen wereldwijd. Toch worden de vastgoedmarkten niet in alle landen op dezelfde manier overspoeld door de kredietexplosie en investeringsgolf. De Nederlandse woningmarkt wordt ten opzichte van andere woningmarkten gekenmerkt door een relatief liberaal woningfinancieringssysteem, een gemiddeld eigenwoningbezit, een zeer hoge hypotheekschuld en een snelle groei van de woningprijzen. In Nederland is de financialisering van de woningmarkt daardoor vergesloerd, zeker als we kijken naar de koopwoningmarkt. De Nederlandse huurwoningenmarkt is minder gefinancialiseerd, maar dit is snel aan het veranderen.

Van huren naar kopen en vooral naar hypotheek

Nederland staat bekend om zijn sociale huursector. Er zijn 263 woningcorporaties die ruim twee miljoen sociale huurwoningen beheren.

Zij hebben hun wortels in de Woningwet van 1901 en bouwen vanaf het interbellum op grotere schaal betaalbare huurwoningen. Door het grote woningtekort na de Tweede Wereldoorlog nam de overheid het voortouw in de volkshuisvesting. De rol van de overheid veranderde vanaf eind jaren tachtig. Het geloof dat een samenleving tot in de kleinste details door middel van regulering bestuurd kon worden, brokkelde af.

De groeiende tekorten van de nationale overheid leidden tot bezuiniging op bezuiniging. Met de beleidsnota *Wonen in de jaren negentig* (1989) heeft de overheid de eerste stappen gezet om zich terug te trekken uit de woningmarkt. De woningbouwverenigingen zijn in de jaren negentig in verschillende stappen losgeweekt van de overheid. De basis van dit beleid werd in de decennia daarna verder uitgerold. De beleidsnota *Mensen Wensen Wonen* (2000) had de volgende hoofddoelen: (1) deregulering van de woningmarkt, (2) meer bewonerscontrole en meer keuze voor woonconsumenten, en (3) het bevorderen van het eigenwoningbezit en de verkoop van delen van de sociale woningvoorraad.

Het addertje onder het gras is dat de overheid zich helemaal niet heeft teruggetrokken uit de woningmarkt. De woningcorporaties zijn weliswaar grotendeels verzelfstandigd, maar de overheid investeert, bijvoorbeeld via de hypotheekrentaftrek, nog steeds miljarden in de woningmarkt. De hypotheekmarkt is in Nederland niet enkel zo groot door de hypotheekrentaftrek, maar ook door het leenbeleid van de banken en de doorverkoop van hypotheekportefeuilles, het zogeheten ‘securitiseren’.

Sinds het begin van de jaren negentig is het acceptatiebeleid van banken namelijk steeds soepeler geworden en zijn de kredietlimieten (dat wil zeggen het maximale bedrag dat via een hypotheek kan worden geleend) opgerekt. Waar in het verleden bij de berekening van de krediet-

limieten geen rekening werd gehouden met een tweede inkomen binnen één huishouden, nemen alle banken tegenwoordig dergelijke inkomsten mee in hun berekeningen.

Daarnaast hanteren banken een hogere woonlastengrens (woonquote): het deel van het huishoudinkomen dat aan huisvesting wordt besteed. De Nederlandsche Bank berekende dat

De hausse op de huizenmarkt was de brandstof voor de hausse op de hypotheekmarkt en omgekeerd

de kredietlimieten vanaf 1995 in vijf jaar met 86% werden verruimd voor wat destijds een gemiddeld anderhalfverdienershuishouden was: gezinnen met één inkomen van € 30.000 en één inkomen van €12.000.⁴

Ook het percentage van de executiewaarde dat wordt gebruikt om de omvang van een hypotheek te berekenen is toegenomen. De executiewaarde is de waarde die een huis zou hebben als deze direct verkocht zou moeten worden en is lager dan de marktwaaarde. Het aantal nieuwe hypotheekleningen dat meer dan 75% van de executiewaarde bedraagt, is tussen 1995 en 1999 verdrievoudigd, waardoor het risico waarmee banken worden geconfronteerd is toegenomen.

Omdat het gemiddelde huishoudinkomen niet zo snel steeg als de gemiddelde huizenprijzen waren hogere 'loan-to-value'-leningen nodig. Met andere woorden: de omvang van de lening ten opzichte van de executiewaarde is steeds groter geworden. Deze grotere leningen droegen weer bij aan hogere huizenprijzen. De hausse op de huizenmarkt was de brandstof voor de hausse op de hypotheekmarkt en omgekeerd. NB: groei die niet gebaseerd is op de productie, maar op de groei zelf, is een algemeen

kenmerk van de financialisering van de economie.

Hypotheekverstrekkers ontwikkelden ook veel alternatieve hypotheekvormen die weliswaar financieel voordelig waren en waarbij optimaal gebruik werd gemaakt van de hypotheekrenteaftrek, maar die ook hoge risico's met zich meebrachten. De risicovolle beleggingshypotheek, waarmee gegokt werd op stijgende aandelenkoersen om de hoofdsom van de hypotheek uiteindelijk te financieren, haalde de traditionele annuïteitenhypotheek in. Daarbij hadden financiële tussenpersonen en hypotheekbemiddelaars er belang bij om transparantie te belemmeren; het gebrek aan transparantie maakte hun bestaan immers mogelijk.

Een andere factor die vaak onbelicht blijft in de financialisering van de woningmarkt is de hypotheeksecuritisatie, waarbij pakketjes hypotheekleningen door banken worden doorverkocht aan investeerders. De banken maken daarbij weer kapitaal vrij voor andere leningen, vaak voor meer en nog grotere hypotheekleningen. De grote en groeiende vraag naar hypotheekleningen leidde bij banken tot een groeiende druk om deze activa buiten hun boeken te plaatsen om zo weer kapitaal vrij te maken voor een nieuwe ronde van hypotheekverstrekkingen. Ik durf de stelling zelfs aan dat om maar over zoveel mogelijk nieuwe 'grondstof' voor nieuwe securitisaties te kunnen beschikken, banken hun verstrekkingcriteria hebben verlaagd.

Ook volgens De Nederlandsche Bank lag de belangrijkste verklaring voor de sterke groei aan de vraagkant; de groeiende behoefte, vooral bij risicomijdende beleggers met kwantificeerbare toekomstige financiële verplichtingen zoals pensioenfondsen, aan veilig schuld papier met een hoger rendement dan staatsobligaties. De lage rentestanden en de sterk toegenomen volatiliteit van aandelenkoersen deden pensi-

oenfondsen en andere institutionele beleggers meer en meer omzien naar alternatieve beleggingsproducten met vergelijkbare of betere risicoprofielen en hogere rendementen.

Nederland heeft in termen van bruto nationaal product een van de grootste, diepste en meest ontwikkelde securitisatiemarkten ter wereld. Vanaf midden jaren negentig is het aantal securitisaties gelijk opgegaan met de stijging van de woningprijzen (zie figuur 1). Meer geld voor de banken leidde tot grotere hypotheekleningen die vervolgens weer doorverkocht konden worden op de internationale kredietmarkt. Tot de kredietcrisis werden groei cijfers op groei cijfers gestapeld: meer securitisaties, hogere hypotheekschulden en hogere woningprijzen. *Repeat.* Tijdens de kredietcrisis stortte de vice-euze cirkel in, maar dit duurde niet heel lang. De securitisatiemachine werd heropgestart en na enkele jaren van verval begonnen de prijzen weer de pan uit de swingen.

Na 2013 trok de huizenmarkt weer aan, waarbij de prijzen met een ongekende snelheid stegen en nieuwe hoogten bereikten, van gemiddeld € 233.000 in 2013 naar € 422.500 eind 2023. Uiteraard stegen de inkomens veel minder snel. Interessant is dat de prijsstijgingen in de laatste tien jaar vooral tot stand kwamen in een periode waarin de overheid de fiscale steun aan het eigenwoningbezit juist afbouwde. De hypotheekrenteaftrek werd afgetopt en de staatskosten voor de regeling daalden met een derde (ook als gevolg van de dalende rentetarieven) van ongeveer € 14 mrd in 2011 naar € 9 mrd in 2020.

Ook heeft de overheid een 'loan-to-value'-plafond ingevoerd. Waar vóór 2009 loan-to-value-ratio's van 120% gebruikelijk waren, zijn deze geleidelijk teruggebracht naar 105% in 2013 en vervolgens naar 100% in 2018. Dat betekent dat huishoudens niet langer méér kunnen lenen dan de waarde van hun huis. Dat beperkt het

risico op een restschuld voor zowel huishouden als bank indien men wil of moet verkopen.

Tegelijkertijd heeft de rijksoverheid maatregelen genomen om de woningmarkt te stimuleren. De overdrachtsbelasting werd in 2011 verlaagd van 6% naar 2% — eerst als tijdelijke maatregel maar vervolgens definitief in 2013 — waardoor huizenkopers meer kapitaal aan de aankoop van de woning konden besteden. Ook werd de maximale 'loan-to-income'-ratio verhoogd door het tweede inkomen nog zwaarder mee te laten tellen bij het vaststellen van de maximale leencapaciteit. Terwijl een deel van het beleid de hypotheek- en koopmarkt betugelde, liet een ander deel de teugels dus juist vieren.

Er is sprake van een 'muur van geld' en die muur is sinds de financiële crisis niet lager maar juist hoger geworden

Het totale volume van de hypotheekschuld bleef in deze periode vrij stabiel. Het daalde volgens het CBS licht van € 730 mrd in 2013 naar € 697 mrd in 2016, om vervolgens weer iets te stijgen naar € 716 mrd in 2019. De hypotheekschuld per huiseigenaar is in deze periode echter gedaald. Ook daalde de hypotheekschuld als percentage van het bbp van 105% in 2012 naar 89% in 2019. Andere landen met relatief hoge hypotheekschulden, zoals Denemarken, Ierland en de VS, zagen een vergelijkbare daling na de kredietcrisis, terwijl landen die met lagere ratio's begonnen een stijging van de schuldenlast zagen.

We zijn daarmee in een periode van ontkoppeling tussen hypotheekschulden en huizenprijzen aangekomen: de huizenprijzen hebben nieuwe recordhoogten bereikt, terwijl de rela-

tieve niveaus van de hypotheekschulden zijn gedaald. Figuur 1 laat dit zien. Deze ontkoppeling is illustratief voor een bredere verschuiving van een schuld- naar een rijkdom-gedreven woningmarktdynamiek. Deze verschuiving maakt schulden en hypotheek zeker niet overbodig, maar de rijkdomsdynamiek is prominenter geworden als *aanvulling* op het op schulden gebaseerde model.

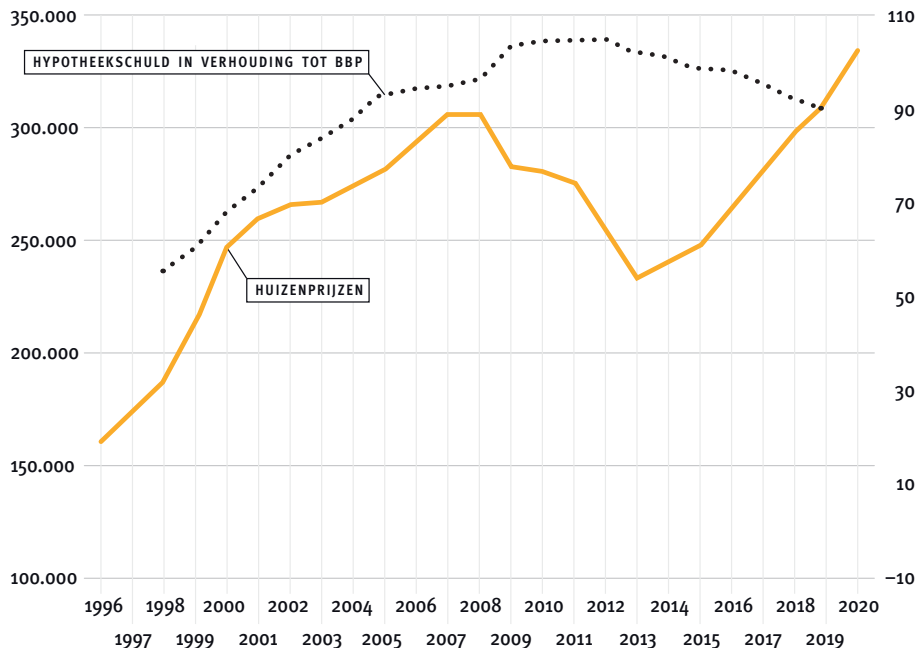
Is het einde van de financialisering van de Nederlandse woningmarkt hiermee in zicht? Nee, niet echt. Ten eerste is er geen sprake van een de-financialisering maar eerder van een verzadiging van de Nederlandse hypotheekmarkt.

Er is simpelweg weinig ruimte meer voor verdere groei. Anderzijds zien we dat de prijzen steeds meer worden gedreven door kapitaal in plaats van door schuld en daarmee komen we bij een tweede luik van de financialisering van de Nederlandse woningmarkt: de huurwoningen.

Financialisering van huurwoningen

Een illustratie van de nieuwe, door rijkdom gedreven woningmarkt is de scherpe stijging van de 'buy-to-let' huisaankopen na de kredietcrisis: huizen die worden aangekocht om te verhuren. Onder de verhuurders zien we zowel particulieren als beursgenoteerde bedrijven. Tot deze

Figuur 1 Hypotheekschuld in verhouding tot het bbp (rechter y-as) en gemiddelde huizenprijzen in euro's gecorrigeerd voor inflatie (linker y-as).



Bron: Hochstenbach en Aalbers, 2023

firma's behoren ook mondiale en gefinancierde verhuurders zoals Blackstone, dat de afgelopen jaren de Nederlandse woningmarkt heeft betreden door woningblokken in Amsterdam en Rotterdam op te kopen.

Vonovia, een Duits vastgoedfonds en de grootste verhuurder ter wereld, heeft meer dan eens aangekondigd van plan te zijn om in Nederland uit te breiden, terwijl andere in Duitsland gevestigde verhuurders zoals Patrizia en LaSalle dit de afgelopen jaren al hebben gedaan door duizenden sociale huurwoningen op te kopen die voorheen eigendom waren van woningbouwverenigingen.⁵ Zie ook het artikel over Heimsteden in dit nummer van S&D.

Dergelijke gefinancierde verhuurders investeren met geleend geld of zijn grote vastgoedfondsen die meestal aan de beurs genoteerd zijn. Voor sommige fondsen, zoals Blackstone, gaat het om goedkoop kopen, herstructureren en weer doorverkopen, om vervolgens op zoek te gaan naar andere hoger renderende investeringen. Maar andere verhuurders, zoals Vonovia, investeren eerder voor (middel-) lange termijn in huurwoningen.

Dankzij het monetaire beleid van lage rentes en geldverruiming ('quantitative easing') konden zij goedkoop geld lenen om er vervolgens hogere winsten mee te boeken dan met andere beleggingen die als laag-risico worden gezien, zoals staatsobligaties. Dit maakt deze fondsen erg populair bij risicomijdende investeerders, zoals pensioenfondsen die hun investeringen in vastgoedfondsen de afgelopen decennia dan ook flink hebben opgeschoefd, in Nederland van nog geen € 22 mrd in 2002 tot € 78 mrd in 2012.⁶ Deze gefinancierde verhuurders zijn voorts nog relatief kleine spelers in Nederland en hun activiteiten beperken zich veelal tot de grotere steden. Dankzij hun financiële positie kunnen ze hun portefeuilles echter snel uitbreiden.⁷

Het aandeel koopwoningen dat door *particulieren* gekocht is om door te verhuren, is in de periode 2009–2019 gestegen van 4% naar ruim 7%. In de vier grootste steden steeg dit percentage zelfs van 6% naar 12%. Het aandeel buy-to-let-aankopen in grote steden door *bedrijven* is in deze periode gestegen van 10% naar 16%. Alles bij elkaar waren verhuurders in 2019 dus goed voor 28% van alle woningaankopen in de grote steden.

Investeren in woningen is een lucratief alternatief voor staatsobligaties en andere laag-risico/laag-renderende beleggingen

Het is belangrijk om te onderkennen dat verhuurders natuurlijk niet alleen woningen kopen, maar ook verkopen, zowel onderling als aan eigenaar-bewoners. De netto-effecten op eigendom en huurprijzen zijn dus kleiner dan deze cijfers suggereren. Al deze transacties dragen echter bij aan dezelfde dynamiek van stijgende huurniveaus, omdat goedkopere huurwoningen doorgaans worden verkocht en nieuwe huurovereenkomsten doorgaans hogere huurprijzen opleveren.

Deze dynamiek staat in wisselwerking met de liberalisering van de huursector. Dankzij een reeks maatregelen van de afgelopen kabinetten hebben verhuurders de huurprijzen kunnen verhogen en konden zij met kortetermijnhuurcontracten werken. Tegelijkertijd zorgt de beperkte toegang tot zowel sociale huurwoningen als eigenwoningbezit voor een aanhoudende vraag naar particuliere huurwoningen. Deze hoge vraag, de verminderde bescherming van huurders en de toegenomen macht van verhuurders hebben de belangstelling van investeerders voor de particuliere huursector aange-

wakkerd. De buy-to-let-aankopen hebben zowel binnenlands als internationaal kapitaal naar de Nederlandse woningmarkt gesluisd waarmee potentiële eigenaar-bewoners, vooral potentiële starters op de woningmarkt, worden overgeboden en buitenspel gezet.

Veel van de beleggers die meerdere huurwoningen opkopen, zijn niet als 'gefinancieeliseerd' te kenmerken. We zien echter wel een toename van gefinancierde verhuurders. Maar het is belangrijk te begrijpen dat ook de toename van niet-gefinancierde particuliere verhuurders deels wordt gedreven door financiering. De reden dat vastgoed voor hen interessant is als belegging heeft alles te maken met het monetair en macro-economische beleid, inclusief geldverruiming, dat financiering in de hand werkt maar dat er ook toe leidt dat investeren in woningen een lucratief alternatief is voor staatsobligaties en andere laag-risico/laag-renderende beleggingen.

Maar het gaat nog een stap verder: waar hypotheek huishoudens eerst hielpen om een woning überhaupt te kunnen kopen, werden hypotheek geleidelijk instrumenten die de koopprijzen verder opdreven. Paradoxaal genoeg maakt de hypotheek individueel woningbezit mogelijk, maar zorgt zij op collectief niveau en op langere termijn juist voor een *afname* van de betaalbaarheid hiervan.

Dat zien we terug in de dalende cijfers voor eigenwoningbezit, vooral onder de lage en lage-middeninkomens en onder jongere generaties die steeds meer de woningmarkt worden uitgesloten. Als zij nog wel kunnen kopen, is dat vooral dankzij wat Britten 'the Bank of Mum & Dad' noemen. Kort gezegd leidt de financiering van de koopwoningenmarkt tot extra vraag naar particuliere huurwoningen, wat deze extra interessant maakt als beleggingsobject en wat tot een gedeeltelijke financiering van de huurwoningmarkt leidt.

Wat te doen?

De financiering van de economie in het algemeen en van de woningmarkt in het bijzonder is geen natuurlijk fenomeen maar is het gevolg van decennialang woningmarktbeleid, fiscaal beleid en financieel beleid, vooral op nationaal maar ook op Europees niveau. Gelukkig is er al een begin gemaakt met het aanpakken van de financiering van de woningmarkt. Het beperken van de hypotheekrenteaftrek was een

Nederland heeft in termen van bruto nationaal product een van de grootste, diepste en meest ontwikkelde securitisatiemarkten ter wereld

no-brainer. De hypotheekrente kan gefaseerd helemaal worden afgeschaft, zoals men in het Verenigd Koninkrijk heeft gedaan. Dat maakt tevens geld vrij voor een aantal andere ingrepen.

Ook de huurwoningenmarkt wordt in de plannen van demissionair minister Hugo de Jong langzaamaan weer meer in plaats van minder gereguleerd. Het beperken van de middenhuren is een goed begin. Verder zou de overdrachtsbelasting weer omhoog moeten. Dat beperkt speculatie op korte termijn — het wordt immers financieel minder aantrekkelijk woningen vaak van eigenaar te laten wisselen — maar zal op structurele woningbeleggers weinig impact hebben. Met andere woorden: de cowboys gaan eruit en de serieuze particuliere beleggers mogen blijven. We moeten niet bang zijn dat dit tot minder woningbouw leidt: de meeste van die cowboys kopen vooral bestaande huurwoningen op. Ze verhogen de huren maar niet het aanbod aan huurwoningen.

Uiteraard moeten er daarnaast meer alternatieven komen. Meer sociale huurwoningen vooral. Maar de overheid kan ook coöperatieve en alternatieve huisvestingsmodellen bevorderen. Een beetje subsidie en een verlaagde grondprijs kunnen daarbij helpen, maar nog belangrijker hiervoor is het om initiatieven van onderop te bevorderen, bijvoorbeeld met een 'revolving fund' die speciale leningen verstrekt voor initiatieven waarvoor grote banken geen lening verstrekken. Ook is het belangrijk dat er een kennisbank komt waarin enkele door de overheid betaalde professionals hun ervaring inzetten om nieuwe initiatieven te ondersteunen, zodat men niet telkens het wiel opnieuw moet uitvinden.

Verder kan de overheid pensioenfondsen oproepen om meer direct te beleggen in middenhuurwoningen en minder via buitenlandse 'exchange traded funds' en 'real estate investment trusts' (de ook in Nederland juridische naam voor een specifieke vorm van gereguleerde vastgoedbeleggingsfondsen met ingebakken belastingvoordelen) die zelden veel belasting betalen en vaak hogere huurprijzen proberen af te dwingen. Nederland heeft de 'real estate investment trusts' al in 1969 toegang gegeven tot de Nederlandse vastgoedmarkt, maar deze waren eerder vooral actief op de kantorenmarkt.

Eigenlijk zal de overheid zich bij elke grote portfoliotransactie moeten afvragen of dit in het belang is van de Nederlandse woningmarkt, zeker als zowel de winst als de belasting in het buitenland terechtkomen. En als beleggers te dominant worden in een bepaald marktsegment of een bepaalde buurt, zou dit tegengegaan kunnen worden, wellicht door anti-monopoliewetgeving toe te passen.

Tot slot zien we dat gefinancieerde verhuurders zich steeds meer toeleggen op specifieke marktsegmenten zoals co-living (een

businessmodel waarbij een huis delen een marktproduct is geworden), studentenflats en ouderenwoningen, soms omdat de regulering daar anders is en soms omdat de potentiële marges er groter zijn. Als we naar die sub-markten kijken, zien we helemaal geen afnemende interesse onder beleggers maar juist een grote groei.

Onder het mom van 'flexibel wonen' wordt het delen van een flat tot lang na de studententijd gepromoot en ouderhuisvesting en woonzorgwoningen worden in toenemende mate gezien als financiële activa waar veel geld mee kan worden verdiend. We moeten deze woningen – net als alle andere woningen – weer in de eerste plaats behandelen als een thuis in plaats van als een beleggingsproduct.



Noten

- 1 Dit artikel maakt gebruik van een aantal eerdere artikelen, deels met co-auteurs, vooral Aalbers, M.B. (2009). Residential capitalism in Italy and the Netherlands. In: H.M. Schwartz and L. Seabrooke (Eds) *The politics of housing booms and busts*, pp. 146-169. Basingstoke: Palgrave; Aalbers, M.B. Engelen, E. & Glasmacher, A. (2010). De staat en de securitisatierevolutie: de institutionele verankering van een nieuwe obligatiemarkt. *Beleid en Maatschappij* 37(3): 207-220; Aalbers, M.B., Hochstenbach, C., Bosma, J. & Fernandez, R. (2021). The death and life of private landlordism: How financialized homeownership gave birth to the buy-to-let market. *Housing, Theory and Society* 38(5): 541-563; Hochstenbach, C. & Aalbers, M.B. (2023). The uncoupling of house prices and mortgage debt: towards wealth-driven housing dynamics. *International Journal of Housing Policy*.
- 2 Aalbers, M.B. (2016). *The Financialization of Housing: A Political Economy Approach*. Londen: Routledge.
- 3 Fernandez, R. & Aalbers, M.B. (2016). Financialization and housing: Between globalization and Varieties of Capitalism. *Competition and Change* 20(2): pp. 71-88.
- 4 DNB (2000). *Het bancaire hypotheekbedrijf onder de loep. Rapport over de ontwikkelingen op de hypotheekmarkt in de periode 1994-1999 gebaseerd op onderzoek naar de hypothecaire kredietverlening bij Nederlandse financiële instellingen*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- 5 Aalbers, M.B., Van Loon, J. & Fernandez, R. (2017). The financialization of a social housing provider. *International Journal of Urban and Regional Research* 41(4): 572-587; Hochstenbach, C. (2022). *Uitgewoond: Waarom het hoog tijd is voor een nieuwe woonpolitiek*. Amsterdam: Das Mag.
- 6 Van Loon, J. & Aalbers, M.B. (2017) How Real Estate Became 'Just Another Asset Class': The Financialization of the Investment Strategies of Dutch Institutional Investors. *European Planning Studies* 25(2): 221-240.
- 7 Fernandez, R., Hartlief, I. & Hudig, K. (2022). *Blackstone als nieuwe huisbaas. Hoe grote beleggers terrein dreigen te winnen op de Nederlandse woningmarkt*. Amsterdam: SOMO.

Nederland pensioenkampioen?

Het nieuwe pensioenstelsel versterkt de financialisering van onze pensioenen. Aan de ene kant lijken financiële markten dé oplossing te kunnen bieden voor de oplopende kosten van de vergrijzing. Aan de andere kant kleven er belangrijke nadelen aan het nieuwe stelsel. De hoogte van de pensioenuitkeringen wordt onzeker én pensioenbeleggingen jagen de bredere financialisering van de Nederlandse samenleving aan en stimuleren zo de privatisering van onze sociale voorzieningen. Doen alsof we geen keuze hebben is in elk geval onverstandig.

NATASCHA VAN DER ZWAN

Verbonden aan het Instituut Bestuurskunde, Universiteit Leiden

Nederland heeft het beste pensioenstelsel ter wereld. Althans, dat wordt jaarlijks breed uitgemeten in de pers wanneer ons land weer de bovenste positie in internationale pensioenrankings bekleedt.¹ Ook politici en sociale partners beschrijven het Nederlandse pensioenstelsel graag in kampioenstermen, vaak verwijzend naar het enorme vermogen dat door pensioenfondsen wordt beheerd: eind 2023 een duizelingwekkende € 1.500 mrd.²

De keerzijde van de medaille is echter de hoge mate waarin de Nederlandse pensioenvoorziening, met name de arbeidsvoorwaardelijke pensioenen (de tweede pijler, zie kader), afhankelijk is geworden van rendementen die worden behaald op mondiale financiële mark-

Het is opmerkelijk dat Nederlandse politici en beleidsmakers nooit serieus overwogen hebben de financialisering van het pensioenstelsel in te perken

ten. In Nederland hangt rond financialisering van onze pensioenen een zweem van onvermijdelijkheid, onder andere dankzij een lange traditie van kapitaaldekking en het belang van de pensioenfondsen voor de nationale economie. Dat is onterecht.

Pensioenfinancialisering

Pensioenfinancialisering verwijst naar de groeiende afhankelijkheid van financiële markten en financiële spelers bij het verstrekken van het ouderdomspensioen.³ Het is geen eenduidig fenomeen, maar een optelsom van verschillende factoren. De financialisering van pensioenen begint met de invoering van kapitaaldekking als financieringsmethode. Kapitaaldekking houdt

in dat pensioenen (gedeeltelijk) gefinancierd worden uit beleggingsopbrengsten in plaats van uit premies of belastingen.

In veel landen is kapitaaldekking een aantrekkelijk alternatief geworden voor omslagfinanciering, waarbij pensioenen voor de huidige generatie gepensioneerden worden gefinancierd door de premies van de huidige generatie werkenden. Door de vergrijzing zullen pensioenstelsels meer ruimte moeten bieden aan een groeiende groep gepensioneerden, wat het vermogen van de actieve beroepsbevolking om aan dit systeem bij te dragen ernstig beperkt.

De Nederlandse arbeidsvoorwaardelijke pensioenen, waarvan de eerste regelingen reeds in de negentiende eeuw werden ingevoerd, worden van oudsher via kapitaaldekking gefinancierd en worden uitgevoerd door pensioenfondsen. Onder invloed van de verplichtstelling van de arbeidsvoorwaardelijke pensioenen (veel deelnemers) en de invoering van bijna maximale beleggingsvrijheid voor pensioenfondsen (veel rendement) is het Nederlandse pensioenvermogen in de loop van de twintigste eeuw uitgegroeid tot een van de grootste ter wereld.

Dit pensioenvermogen wordt beheerd door een 170-tal pensioenfondsen, die daarbij worden ondersteund door een omvangrijke sector van onder andere vermogensbeheerders en uitvoeringsorganisaties. Wat dat betreft sluiten de ontwikkelingen in het pensioenstelsel aan bij de bredere maatschappelijke ontwikkeling waarbij de financiële sector een groeiend aandeel inneemt binnen de economie.⁴

Maar kapitaaldekking alleen betekent nog geen hoge mate van pensioenfinancialisering. Hoewel beleggen in financiële markten zowel in winsten als in verliezen kan resulteren, hoe-

Lees verder op pagina 60

Het Nederlandse pensioenstelsel

In Nederland hebben we een zogenaamd drie-pijlerstelsel voor onze pensioenen. De eerste pijler bestaat uit de AOW (Algemene Ouderdomswet), het pensioen dat de Nederlandse overheid verschaft aan personen die daarvoor tijdens hun werkende leven premie hebben betaald. Momenteel ontvangen mensen AOW vanaf de leeftijd van 67 jaar.

De AOW wordt gefinancierd via een omslagstelsel. Dat wil zeggen: met de premies die de huidige werkenden eraan bijdragen worden de pensioenuitkeringen van de huidige pensioengerechtigden betaald. De AOW is niet inkomensafhankelijk: elke pensioenge-rechtigde ontvangt hetzelfde bedrag aan AOW-uitkering.

De tweede pensioenpijler bestaat uit de arbeidsvoorwaardelijke pensioenen, waar werknemers via hun werkgever voor sparen. De arbeidsvoorwaardelijke pensioenen worden gefinancierd door kapitaaldekking. Dat wil zeggen: de premies die werkgevers en werknemers hiervoor betalen worden belegd door pensioenfondsen op financiële markten. Met de behaalde rendementen bouwen pensioenfondsen vermogen op, waarmee de huidige pensioenuitkeringen worden betaald.

In Nederland zijn pensioenfondsen vrijwel geheel vrij om te beleggen zoals ze willen, zolang ze daarbij de belangen van de bij hen aangesloten werknemers, werkgevers en gepensioneerden in acht nemen. De pensioenfondsen worden in de meeste gevallen bestuurd door vertegenwoordigers van werkgevers, werknemers en gepensioneerden, hoewel in een groeiend aantal gevallen ook onafhankelijke experts zitting hebben in de pensioenfondsbesturen.

Er zijn twee soorten arbeidsvoorwaardelijke pensioenregelingen. Uitkeringsovereenkomsten (in het Engels, Defined Benefit of DB-regelingen) beloven een gegarandeerd bedrag bij pensionering. In tegenstelling tot de AOW zijn DB-regelingen inkomensafhankelijk. Veel DB-regelingen zijn zogenaamde middelloonregelingen. Bij deze pensioenregelingen is de belofte dat een pensioen wordt uitgekeerd ter hoogte van 70% van het gemiddelde loon gedurende de loopbaan.

Bij beschikbare premieregelingen (Defined Contribution of DC-regelingen) staat de hoogte van de premie vast, maar zijn de uitkeringen afhankelijk van het beleggingsrendement. Een premieregeling kent daarom geen concrete pensioenbelofte.

In het Nederlandse pensioenstelsel is de tweede pijler vrijwel net zo belangrijk voor toekomstige pensioeninkomens als de eerste pijler. Dat komt doordat veel arbeidsvoorwaardelijke pensioenregelingen verplicht zijn om aan deel te nemen. Het aantal werknemers met een aanvullend pensioen is daardoor hoog: 87% van het totaal. Ook kent de tweede pijler van oudsher een hoge mate van solidariteit: jongere en oudere deelnemers betalen dezelfde premie (doorsneepremie), onafhankelijk van de daadwerkelijke kosten voor hun pensioen. Die kosten liggen bij jongeren lager dan bij ouderen, omdat hun premies over een langere periode rendement kunnen opleveren. Hierdoor vindt er dus herverdeling plaats tussen de generaties, van jong naar oud.

De laatste jaren is dit stelsel binnen de tweede pijler onder druk komen te staan. Door de flexibilisering van de arbeidsmarkt heeft een grote groep werkenden geen aanvullend pensioen (24%), waaronder de meeste zzp'ers (94%). Veel jongeren maken zich zorgen over de toekomst van hun pensioen. Door de vergrijzing van de Nederlandse bevolking zullen jongeren meer moeten bijdragen zonder er zeker van te zijn dat zij in de toekomst een gelijkwaardig pensioen zullen ontvangen. Daarbij zijn Nederlandse pensioenfondsen gebonden aan strenge regels om onderdekking van de pensioenverplichtingen te voorkomen. Indexatie (het aanpassen van pensioenrechten aan loon- of prijsstijgingen) was daardoor lange tijd niet mogelijk.

Sinds 1 juli 2023 vindt een hervorming van de tweede pijler plaats, die meer flexibiliteit moet gaan bieden. Binnen het nieuwe pensioenstelsel wordt de belofte op een vaste pensioenuitkering losgelaten. In plaats daarvan krijgen deelnemers een persoonlijke pensioenpot op basis van de ingelegde premie en de beleggingsrendementen. Pensioenrechten kunnen sneller aangepast worden aan de ontwikkelingen op de financiële markten, bij winst maar ook bij verlies. De nieuwe DC-regelingen blijven collectieve elementen behouden. Zo worden de nieuwe pensioenregelingen nog steeds uitgevoerd door pensioenfondsen, die op collectieve wijze beleggen en buffers aanhouden om financiële tegenvallers op te vangen.

De derde pijler van het pensioenstelsel bestaat uit de persoonlijke pensioenen, oftewel financiële producten die mensen op vrijwillige basis afnemen bij aanbieders zoals banken of verzekeraars. In Nederland is de rol van deze derde pijler relatief klein, omdat de meeste mensen het grootste gedeelte van hun pensioen krijgen uit de eerste en tweede pijlers.

Pensioendeskundigen spreken soms nog over een vierde pijler van het stelsel. De vierde pijler bestaat niet uit een vorm van pensioen, maar verwijst naar het vermogen dat mensen hebben opgebouwd met het bezit van een eigen woning.

ven tegenvallende beleggingsresultaten niet direct vertaald te worden in lagere pensioenen. De mate waarin beleggingsresultaten pensioenuitkeringen beïnvloeden, hangt namelijk af van het soort pensioenregeling.

DB-regelingen (zie kader) beloven een gegarandeerd bedrag bij pensionering, bijvoorbeeld 70% van het gemiddelde salaris van een begunstigde. Mocht een pensioenfonds onvoldoende financiële reserves hebben om aan de verplichtingen te voldoen, dan zijn hogere premies of herstelbetalingen vereist om deze situatie van

Volgens welke doelstelling pensioengelden worden belegd is niet alleen een keuze van het pensioenfonds zelf, maar is ook aan de wetgever

onderfinanciering te rectificeren.

Bij DC-regelingen staan de premies vast, maar zijn de uitkeringen afhankelijk van het beleggingsrendement. DC-regelingen zijn dus inherent onzeker, omdat de hoogte van de uitkering niet van tevoren vaststaat. Het beleggingsrisico wordt volledig gedragen door de begunstigten.

In veel Europese landen zijn DB-pensioenregelingen de laatste decennia vervangen door DC-regelingen. DC-regelingen, zo wordt vaak betoogd, passen beter bij de behoeften van werknemers in de huidige arbeidsmarkt, waarin steeds vaker van baan wordt gewisseld. Daarnaast maken DC-regelingen de premieverplichtingen voor werkgevers stabiel en voorspelbaar. En dat is aantrekkelijk, zeker voor beursgenoteerde bedrijven die door hun aandeelhouders afgerekend worden op (te) grote pensioenverplichtingen.⁵

Pensioenonderzoekers staan vaak kritisch tegenover deze ontwikkeling. Zij brengen DC-pensioenregelingen in verband met lagere pensioenen, een hogere kans op armoede op latere leeftijd en met een grotere ongelijkheid tussen groepen gepensioneerden.⁶ In sommige DC-regelingen mogen deelnemers zelf hun inleg bepalen en beleggingsbeslissingen nemen. Uit onderzoek blijkt dat veel deelnemers niet in staat zijn om zelf de optimale keuzes te maken: ze dragen te weinig bij en kiezen voor risicomijdende beleggingen met lagere rendementen (of maken helemaal geen keuze).⁷

Toch valt pensioenfinancialisering niet te reduceren tot de tegenstelling tussen de 'zekere' DB-regelingen en de 'onzekere' DC-regelingen. Allereerst is het mogelijk om middels wet- en regelgeving de risico's van DC-regelingen te dempen, bijvoorbeeld door het invoeren van bij wet gestelde minimale beleggingsrendementen of door beleggingskeuzes te standaardiseren.

Daarnaast zijn ook DB-regelingen niet ongevoelig voor financiële risico's. In Nederland hebben we dat de afgelopen vijftien jaar ontvonden, toen veel pensioenfondsden door slechte financiële resultaten gedwongen werden indexatie op te schorten en zelfs pensioenen te korten. Dit was niet alleen het gevolg van de beleggingen zelf. Sinds de jaren negentig van de vorige eeuw zijn de pensioenbeloften van de Nederlandse DB-regelingen namelijk steeds meer onder druk komen te staan. Niet alleen besloten sociale partners indexatie (het aanpassen van pensioen aan loon- en/of prijsstijgingen) afhankelijk te maken van beleggingsresultaten, ook door het maximaliseren van de pensioenpremie en het beperken van herstelbetalingen is het moeilijker geworden te compenseren voor financiële tegenvallers.⁸

De invoering van het nieuwe pensioenstelsel per 1 juli 2023 kan in het verlengde worden

gezien van deze eerdere veranderingen aan de Nederlandse arbeidsvoorwaardelijke pensioenregelingen. Immers, binnen het nieuwe pensioenstelsel zullen de oude DB-regelingen vervangen worden door collectieve DC-regelingen. Deelnemers krijgen een persoonlijke pensioenpot, die bestaat uit de ingelegde premie en de beleggingsrendementen.

Binnen de nieuwe pensioenregelingen zullen beleggingswinsten – maar ook verliezen – directer worden vertaald naar de pensioenuitkering. Wel blijven pensioengelden op collectieve wijze belegd worden en blijven er buffers bestaan om financiële tegenvallers op te vangen. Er is echter geen vaste pensioenbelofte meer en de uiteindelijke hoogte van het pensioen wordt onzeker. Met de invoering van het nieuwe pensioenstelsel neemt de pensioenfinancialisering in Nederland dus toe.

Vergeten link

Met een direct verband tussen beleggingsprestaties op financiële markten en de hoogte van het uiteindelijke pensioen wint één vraag aan belang: *hoe* worden onze pensioengelden belegd? Tot aan de jaren tachtig van de vorige eeuw domineerden vastrentende waarden zoals onderhandse leningen of obligaties de beleggingsportfolio's van pensioenfondsen. Vastrentende waarden werden als veilig én voorspelbaar gezien, en daarmee als essentieel voor het garanderen van toekomstige pensioenen.

Vanaf de jaren tachtig zien pensioenonderzoekers echter een verschuiving naar aandelen en alternatieve beleggingen zoals private equity.⁹ Deze verschuiving is niet alleen een reactie geweest op de veranderende economische omstandigheden, zoals de hoge inflatie van de jaren zeventig en tachtig of de florerende aandelenmarkten van de jaren negentig, maar ook van nieuwe financieel-economische ideeën.¹⁰

Los van de vraag in welke financiële producten de pensioengelden worden belegd, is er ook de overweging met welk oogmerk deze beleggingen moeten worden gedaan. Volgens één perspectief is de doelstelling primair het behalen van een maximaal rendement. Volgens dit perspectief maakt het niet uit of beleggingen voor de korte of lange termijn worden gedaan, of in maatschappelijk of moreel (on)wenselijke economische activiteiten worden gestoken, zolang de rendementen maar een positief effect op de pensioenuitkering hebben.

Een ander perspectief stelt dat pensioenbeleggingen ook secundaire doelstellingen mogen hebben. Vanuit dit perspectief worden pensioenbeleggingen gekoppeld aan bepaalde maatschappelijke doelstellingen, zoals werkgelegenheid, huisvesting of milieu en klimaat.

Volgens welke doelstelling pensioengelden worden belegd is niet alleen een keuze van het pensioenfonds zelf, maar is ook aan de wetgever. Er zijn landen waar de wetgever tot in detail

**Ook duurzame beleggingen
dragen bij aan verdere
financialisering doordat sociale
voorzieningen of natuurlijke
fenomenen hiervoor moeten
worden verpakt als een
financieel product**

vaststelt welke beleggingen geschikt worden geacht voor pensioeninstellingen en welke niet. De Duitse Pensionskassen bijvoorbeeld, mogen maximaal 35% van hun portfolio in aandelen beleggen en niet meer dan 50% in staatsobligaties. De reden voor dit soort regels is dat sommige beleggingen als te risicovol worden

gezien voor een zo belangrijkste sociale voorziening als pensioen.

In Nederland worden pensioenfondsen geacht te beleggen volgens de ‘prudent persoonsregel’ die een grote mate van beleggingsvrijheid geeft. Daarnaast geeft de Nederlandse wet ook de ruimte om pensioenbeleggingen te gebruiken voor secundaire doeleinden naast het behalen van financieel rendement, zoals investeren in huisvesting of in de zorg. Dat is niet overal zo. In de Verenigde Staten wordt bijvoorbeeld het behalen van maximaal financieel rendement als primaire taak van pensioenfondsen gezien.¹¹

In sommige gevallen hanteren overheden wet- en regelgeving om de beleggingen van pensioenfondsen richting een bepaalde maatschappelijke doelstelling te sturen, zoals het kopen van aandelen in het binnenlandse bedrijfsleven. De Amerikaanse politicologe Margarita Estévez-Abe noemt dit de vergeten link tussen de verzorgingsstaat en het financiële stelsel.

Deze vergeten link heeft ermeê te maken dat kapitaalgedekte pensioenen niet alleen een sociale functie kunnen hebben, maar ook in financiële doelen kunnen voorzien. Zo beschrijft Estévez-Abe hoe in Japan wettelijke beleggingsregels ervoor zorgden dat nationale ondernemingen konden rekenen op het ‘geduldige’ kapitaal van pensioenfondsen, wat hen in staat stelde stabiele en langdurige arbeidsplaatsen te creëren voor werknemers.¹² Ook de Wereldbank zag in kapitaaldekking lange tijd dé manier om de financiële stelsels van ontwikkelende landen te doen groeien.¹³

Ook in Nederland is de vergeten link van groot belang geweest voor de ontwikkeling van economie en samenleving. In de naoorlogse periode hebben pensioenfondsen voor enorme bedragen obligaties aangekocht en onderhandse leningen verstrekt voor voorzieningen die in de decennia erna vorm hebben gegeven aan onze

samenleving. Denk aan scholen, ziekenhuizen, maar ook woningcorporaties en nutsbedrijven.

Voor een publiek fonds als het ABP – dit pensioenfonds voor de overheid werd pas in de jaren negentig geprivatiseerd – werd de link tussen beleggingen en samenleving afgedwongen via de Beleggingswet, waarin een lijst van toegestane beleggingen werd geboden. Maar ook private fondsen die niet gebonden waren aan de Beleggingswet volgden dikwijls het voorbeeld van ABP dankzij een voorkeur voor beleggingen in vastrentende waarden en een terughoudendheid om het vermogen in vreemde buitenland (risicovol!) te beleggen. Er zullen weinig stedelijke gebieden in Nederland zijn waar het naoorlogse beleggingsbeleid van pensioenfondsen niet nog steeds zichtbaar is in het straatbeeld.

Inmiddels zijn Nederlandse pensioenfondsen mondiale financiële spelers geworden en is de vergeten link een kleiner onderdeel van de enorme beleggingsportefeuille die zij beheren. Volgens De Nederlandsche Bank was 18% van het Nederlandse pensioenvermogen aan het begin van 2023 in Nederland belegd, en dus 82% in het buitenland.¹⁴ Tegelijkertijd hebben pensioenfondsen andere manieren gevonden om pensioenbeleggingen te verankeren in de Nederlandse samenleving. Zo kondigde ABP onlangs aan € 10 mrd – 2% van het totale vermogen – te investeren in zogenaamde impactbeleggingen in Nederland, als onderdeel van het duurzaam en verantwoord beleggingsbeleid van het fonds.

Met deze impactbeleggingen hoopt het fonds een bijdrage te leveren aan het oplossen van maatschappelijke problemen, zoals de woningcrisis of de hoge energiekosten.¹⁵ En ABP is geen uitzondering: vrijwel alle grote Nederlandse pensioenfondsen hanteren een verantwoord of duurzaam beleggingsbeleid, waarbij diverse beleggingsstrategieën worden gehanteerd voor

het realiseren van financiële gewin, maar ook voor de maatschappij of de natuur.¹⁶

Verantwoord of duurzaam beleggen moet niet worden gezien als het alternatief voor pensioenfinanciering, maar eerder als een verlengstuk ervan. Dat heeft niet alleen te maken met de onheuse duurzaamheidsclaims die aanbieders van financiële producten nogal eens maken — *greenwashing*. Zo zijn big tech-bedrijven oververtegenwoordigd in veel duurzame beleggingsfondsen ondanks brede kritiek op het energieverbruik van datacenters en de arbeidsomstandigheden bij deze bedrijven.¹⁷ Maar ook ‘echt’ duurzame beleggingen dragen bij aan verdere financiering als dit betekent dat sociale voorzieningen of natuurlijke fenomenen moeten worden verpakt als een financieel product.

Immers, duurzaam beleggen in zaken als natuurconservatie kan alleen indien daar een financiële infrastructuur rondom wordt opgetuigd (denk aan de ‘neushoornobligaties’¹⁸). Of, dichter bij huis: een belegging in kinderopvang voldoet netjes aan Sustainable Development Goal 4 (kwaliteitsonderwijs), maar komt uiteindelijk vooral de private equity-ondernemingen die kinderdagverblijven hebben opgekocht ten goede.

Volle kracht vooruit

De toenemende onzekerheid van pensioenuitkeringen en de alsmaar uitbreidende invloedssfeer van pensioenbeleggingen zijn twee belangrijke nadelen van financiering van onze pensioenen. Toch hebben volksvertegenwoordigers en sociale partners gekozen voor een stelselhervorming die de afhankelijkheid van financiële markten in de tweede pijler zal doen toenemen.

Er zijn meerdere redenen om een nieuw pensioenstelsel in te voeren. Zo belooft het nieuwe stelsel een betere verdeling tussen de generaties. Door het afschaffen van de doorsneepe-

mie hoeven jongeren niet langer bij te dragen aan de pensioenen van de steeds groter wordende groep ouderen. Ook past het nieuwe stelsel beter bij de huidige arbeidsmarkt met een aanzienlijke flexibele schil en een groot aantal zz-p’ers. Tot slot maakt het nieuwe stelsel ook een einde aan de enorme regeldruk die voortkwam

Volgens De Nederlandsche Bank was 18% van het Nederlandse pensioenvermogen aan het begin van 2023 in Nederland belegd, en dus 82% in het buitenland

uit de noodzaak de oude pensioenbeloften te beschermen. Zo bepaalt de dekkingsgraad niet langer of pensioenfondsen kunnen indexeren.

Het is opmerkelijk dat Nederlandse politici en beleidsmakers nooit serieus overwogen hebben de financiering van het pensioenstelsel in te perken. Zelfs na de financiële crisis van 2008, waarbij Nederlandse pensioenfondsen grote verliezen leden en vele burgers hun pensioenaanspraken gekort zagen worden, bleven kritieken op de ‘casinopensioenen’ beperkt tot de linkerflank van het politieke spectrum en een deel van de vakbeweging.¹⁹

Zelfs toen het publieke vertrouwen in pensioenfondsen een dieptepunt raakte — lager nog dan in de grote banken, de veroorzakers van de crisis! — opperden de sociale partners enigszins neerbuigend dat het een sprookje was te verwachten dat gangbare maatregelen zoals premieverhogingen nog een adequate respons waren bij tegenvallende beleggingsresultaten.²⁰

In de loop der jaren is de kritiek op pensioenfinanciering verder verstomd. Zo hebben progressieve partijen als PvdA en GroenLinks

hun steun aan de huidige stelselhervorming verbonden aan andere pensioen-knelpunten, zoals de compensatie voor zware beroepen en het terugdringen van het aantal werkenden zonder arbeidsvoorwaardelijk pensioen, waaronder zzp'ers.²¹

En in zekere zin is het uitblijven van die kritiek ook begrijpelijk. Het is moeilijk te argumenteren dat de vanuit internationaal perspectief uitstekende pensioenvoorziening in Nederland onwenselijk is. Volle pensioenpotten hebben er ook voor gezorgd dat relatief weinig Nederlandse ouderen in armoede leven. Volgens het meest recente *Pension Adequacy Report* van de Europese Commissie kent Nederland ook een relatief lage inkomensongelijkheid tussen groepen gepensioneerden, hoewel het pensioengat voor vrouwen aanzienlijk blijft.²²

Echter, huidige pensioenuitkeringen zijn het resultaat van vroegere pensioenarrangementen en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Voorstanders van het nieuwe stelsel benadrukken graag de mogelijkheid om de pensioenen sneller te verhogen bij goede financiële prestaties. Maar pensioenen kunnen ook sneller gekort worden bij financiële tegenwind. En wie garandeert dan een goede ouderdomsvoorziening, wanneer de pensioenen van grote groepen mensen onverhoopt onvoldoende blijken te zijn?

Daarnaast laat de luxepositie waarin het Nederlandse pensioenstelsel verkeert het juist ook toe een meer fundamentele discussie te voeren over de bijdrage van pensioenbeleggingen aan de bredere financialisering van de Nederlandse maatschappij. Meer betaalbare woningen of een toegankelijker kinderopvang? Prachtig! Meer speculatie op de woningmarkt of eigendom van private equity? Liever niet. Het zal niet makkelijk zijn maatschappelijke investeringen te ontkoppelen van het huidige rendementsdenken.

In het verleden werd die ont koppeling gefaciliteerd door wet- en regelgeving. Binnen de huidige context van de Europese vrije markt is het moeilijk beleggingsvrijheid te beperken. De 'vergeten link' kan echter ook op andere manieren gerealiseerd worden. Bijvoorbeeld door sociale voorzieningen of de natuurlijke omgeving niet zelf tot beleggingsobject te transformeren, maar deze weer via de overheid te financieren

Een belegging in kinderopvang voldoet aan Sustainable Development Goal 4 (kwaliteitsonderwijs), maar komt vooral ten goede aan de private equity-ondernemingen die kinderdagverblijven hebben opgekocht

(zonder daarbij in de valkuil van het 'de-risking' te vallen). Ook zouden alternatieve financiële infrastructuur bespreekbaar moeten zijn, zoals het idee voor een publieke vermogensbeheerder dat recent werd geopperd door de Amerikaanse econome Lenore Palladino.²³

De financialisering van pensioen stelt ons voor een belangrijk dilemma. Aan de ene kant lijken financiële markten dé oplossing te bieden voor de oplopende kosten van de vergrijzing en de daarmee gepaard gaande intergenerationele conflicten over de verdeling van pensioengelden. Tegelijkertijd kleven er belangrijke nadelen aan financialisering, waaronder de groeiende onzekerheid van de hoogte van toekomstige pensioenuitkeringen.

Ook de bijdrage van pensioenfinancialisering aan bredere maatschappelijke ontwikkelingen, zoals de privatisering van sociale voorzieningen, vereist dat we het succes van de pensioenkam-

pioen meten aan bredere beoordelingscriteria dan aan puur financiële uitkomsten. Een dergelijke evaluatie zou vervolgens als input kunnen dienen voor een bredere maatschappelijke discussie over de rol van pensioenkapitaal in onze samenleving, waarbij alle beleidsopties op tafel liggen. Financialisering is nooit onvermijdelijk, maar het gevolg van bewuste beleidskeuzes die — zelfs in Nederland — ook anders gemaakt kunnen worden.



Noten

- 1 Mercer CFA Institute (2023). Pension Index 2023. Geraadpleegd op 25 maart 2024.
- 2 DNB (2024). Marktwaaarde inclusief derivaten, totale pensioenfondsen [dataset]. Geraadpleegd op 25 maart 2024.
- 3 Van der Zwan, N. (2020). 2020, Patterns of pension financialization in four European welfare states. *Revista Internacional de Sociología* 78(4), pp. 1-14.
- 4 Krippner, G.R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review* 3(2), pp.173-208.
- 5 Dixon, A.D. en Monk, A.H.B. (2009). The power of finance: Accounting harmonization's effect on pension provision. *Journal of Economic Geography* 9(5), pp. 619-639.
- 6 Bijvoorbeeld: Ellis, C. D., Munnell, A. H., & Eschtruth, A. D. (2014). *Falling short: The coming retirement crisis and what to do about it*. Oxford University Press; Ghilarducci, T. (2008). *When I'm sixty-four: The plot against pensions and the plan to save them*. Princeton University Press.
- 7 Bijvoorbeeld: Choi, J.J. (2015). Contributions to defined contribution pension plans. *Annual Review of Financial Economics*, 7, pp. 161-178; Kristjanpoller, W.D. en Olson, J.E. (2015). The effect of financial knowledge and demographic variables on passive and active investment in Chile's pension plan. *Journal of Pension Economics & Finance*, 14(3), pp. 293-314; Sävje-Söderbergh, J. (2012). Self-directed pensions: Gender, risk, and portfolio choices. *The Scandinavian Journal of Economics*, 114(3), pp. 705-728.
- 8 Van der Zwan, N. (2016). Het Pensioenmirakel Ontleed. Functionaliteit en Legitimiteit in het Nederlandse Pensioenstelsel. In: Maarten Keune (red.), *Nog Steeds een Mirakel? De Legitimiteit van het Poldermodel in de Eenentwintigste Eeuw* (pp. 143-166). Amsterdam University Press.
- 9 McCarthy, M.A., Sorsa, V-P, en Van der Zwan, N. (2016). Investment Preferences and Patient Capital: Financing, Governance, and Regulation in Pension Fund Capitalism. *Socio-Economic Review* 14(4):751-769.
- 10 Vooral ideeën die verband houden met de Moderne Portefeuilletheorie hebben pensioenbeleggers ertoe aangezet beleggingsrisico's te beheersen door te diversifiëren over verschillende beleggingscategorieën. In tegenstelling tot eerdere

- beleggingsideeën zijn volgens de Moderne Portefeuilletheorie typen beleggingen, zoals obligaties of aandelen, namelijk niet inherent risicovol of risicovol.
- 11 McCarthy, M.A., Sorsa, V-P, en Van der Zwan, N. (2016). Investment Preferences and Patient Capital: Financing, Governance, and Regulation in Pension Fund Capitalism. *Socio-Economic Review* 14(4):751-769.
 - 12 Estevez-Abe, M. (2004). The forgotten link: The financial regulation of Japanese pension funds in comparative perspective. In B. Ebbinghaus en P. Manow (red.). *Comparing welfare capitalism* (pp. 212-236). Routledge.
 - 13 Orenstein, M.A. (2013). Pension privatization: Evolution of a paradigm. *Governance* 26(2), pp. 259-281.
 - 14 De Nederlandsche Bank (2023). Pensioenfondsen beleggen meer in Nederland. Geraadpleegd op 9 april 2024.
 - 15 ABP (2024). Nieuw beleggingsbeleid voor een veranderende wereld. Geraadpleegd op 25 maart 2024.
 - 16 VBDO (2023). Navigating uncharted waters. Benchmark on responsible investment by pension funds in the Netherlands 2023. Geraadpleegd op 25 maart 2024.
 - 17 Otani, A. (2020). Big technology stocks dominate ESG funds. *Wall Street Journal*. Geraadpleegd op 25 maart 2024.
 - 18 Neushoornobligaties ('rhino bonds') werden in 2022 voor het eerst uitgegeven door de Wereldbank. Middels de obligaties hoopt de Wereldbank \$ 150 mln op te halen voor duurzame ontwikkelingsprojecten. Zo'n \$ 10 mln wordt gestoken in programma's in Zuid-Afrika ter bescherming van de neushoorn. De rente op de obligaties wordt gekoppeld aan de groei van de neushoornpopulatie: hoe meer neushoorns, hoe hoger de rente. De rente wordt gefinancierd door een schenking van de Global Environment Facility.
 - 19 Van der Zwan, N. (2016). Het Pensioenmirakel Ontleed. Functionaliteit en Legitimiteit in het Nederlandse Pensioenstelsel. In: Maarten Keune (red.), *Nog Steeds een Mirakel? De Legitimiteit van het Poldermodel in de Eenentwintigste Eeuw* (pp. 143-166). Amsterdam University Press.
 - 20 Jongerius, A., Wientjes, B. e.a. (2011, 29 juni). De waarheid over ons akkoord. *Het Financieele Dagblad*.
 - 21 Herderscheê, G. (2022, 23 december). Pensioenwet gaat er komen, maar minister Schouten is nog niet klaar. *De Volkskrant*.
 - 22 European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion (2021). 2021 Pension Adequacy Report. Current and future income adequacy in old age in the EU. *Publications Office*.
 - 23 Palladino, L.M. (2023). Establishing a public option for asset management in the United States. *Review of Social Economy*, pp. 1-20.



Recreatieruimte in appartementencomplex Ypenhove. Huurders betalen hiervoor servicekosten, maar krijgen geen inzicht in hoe die zijn opgebouwd. 'Mailtjes die we naar Heimstaden sturen raken kwijt.'

Interview met Benjamin Braun

‘We hebben te maken met een heel ander type aandeelhouder dan voorheen’

Benjamin Braun bestudeert de financialisering in de financiële sector zelf. Hij schetst hoe een paar grote internationale aandeelhouders onze bedrijven uithollen en hoe werknemersbelangen opzij worden geschoven. Een belangrijke sleutel tot verandering ligt volgens hem in de manier waarop ons pensioengeld wordt belegd.

ARJAN REURINK & NIK DE BOER

Beiden zijn redactielid van S&D. Arjan Reurink werkt als onderzoeker bij de WBS en Nik de Boer is universitair hoofddocent constitutioneel recht aan de UvA.



Als politiek econoom is Benjamin Braun verbonden aan het Max Planck Institute for the Study of Societies in Keulen, de Herthie School of Governance in Berlijn en vanaf september ook aan de London School of Economics. Hij doet al geruime tijd onderzoek naar de financialisering van Westerse economieën, waarbij hij onder andere kijkt naar de veranderingen die deze teweegbrengt in de financiële sector zelf. We spreken met hem over de groeiende dominantie van vermogensbeheerders, en waarom linkse partijen en vakbonden hier alert op moeten zijn.

Financialisering, wat is dat precies?

Benjamin Braun: 'De beste manier om over financialisering na te denken, naar mijn mening, is in termen van de claims die de financiële sector heeft op de niet-financiële sectoren van de eco-

nomie. Die claims kunnen twee vormen aannemen. Het kunnen *kredietclaims* zijn, dus spelers in de financiële sector die geld verstrekken aan huishoudens, bedrijven of de overheid via bankleningen of obligaties. Of het kunnen *equity claims* zijn, in de vorm van aandelen in bedrijven. Het begrip financialisering verwijst naar belangrijke veranderingen in de kwantiteit en kwaliteit van beide typen claims.'

Welke veranderingen hebben bij de kredietclaims plaatsgevonden?

'Om dat uit te leggen moet ik beginnen bij de definitie die het gemiddelde economielesboek geeft van de rol van de financiële sector in de economie. Daarin is de primaire functie van de financiële sector het verstrekken van krediet aan de niet-financiële sector.

Bedrijven, vooral kleine en groeiende bedrijven, zijn afhankelijk van toegang tot krediet om te kunnen investeren in machines, technologie, vastgoed en andere dingen. Zonder dat krediet lukt het niet om economische activiteiten op te starten of om hun productiecapaciteit uit te breiden. De financiële sector voorziet in de benodigde kredieten, en zorgt ervoor dat het be-

Aandeelhouders maakt het vrij weinig uit wat er binnen individuele bedrijven gebeurt

schikbare kapitaal terechtkomt op de plek in de reële economie waar dit het meest productief is.

Een van de grootste veranderingen in de relatie tussen de financiële sector en de echte economie van de afgelopen decennia is wat de Nederlandse econoom Dirk Bezemer de “debt shift” noemt. Daarmee doelt hij op een ontwikkeling waarbij geld uitlenen aan huishoudens, in tegenstelling tot aan bedrijven, een steeds groter deel van het verdienmodel van banken is gaan vormen.

De keerzijde hiervan is dat in veel landen, waaronder Nederland, de private schulden van huishoudens in de afgelopen decennia enorm zijn toegenomen, voornamelijk in de vorm van hypotheekleningen. Huishoudens maken daarvoor een steeds groter deel van hun inkomen over aan banken via rentebetalingen.’

En hoe is de rol van aandelen en aandeelhouders gewijzigd?

‘Met de opkomst van grote institutionele beleggers – zoals pensioenfondsen – zijn vermogensbeheerders de voornaamste aandeelhouders geworden in niet-financiële bedrijven. Vermogensbeheerders zijn financiële dienstverleners die hun klanten fondsen aanbieden om in te investeren. De vermogensbeheerders beheren en

beleggen vervolgens namens hun klanten het geld dat in die fondsen is verzameld.

De wereld van vermogensbeheer kun je onderverdelen in twee segmenten. Eén bestaat uit vermogensbeheerders die hun klanten fondsen aanbieden die investeren in standaard effecten: obligaties uitgegeven door bedrijven of overheden en aandelen van beursgenoteerde bedrijven. De meest voorkomende van dergelijke fondsen zijn aandelenfondsen. Zo zijn er fondsen die specifiek investeren in Europese of opkomende marktaandelen, en fondsen die bijvoorbeeld de S&P 500 in de VS of de FTSE 100 in het Verenigd Koninkrijk volgen.

Het andere segment bestaat uit vermogensbeheerders die investeren in praktisch alles waar je in mag en kan investeren. En vandaag de dag is dat in zo’n beetje alles. Deze groep wordt vaak aangeduid als “alternatieve vermogensbeheerders”. Hier vind je vermogensbeheerders die gespecialiseerd zijn in venture capital-fondsen – die investeren in startups – of hedgefondsen – die handelen in zo’n beetje alles wat je maar kan bedenken: beursgenoteerde bedrijven, niet-beursgenoteerde bedrijven, grondstoffen, obligaties, derivaten, je kunt het zo gek niet bedenken.

Maar bovenal investeren alternatieve vermogensbeheerders in private equity-fondsen. Dat zijn fondsen die zich met name richten op het kopen, herstructureren en met winst doorverkopen van bedrijven. In toenemende mate richten ook private equity-bedrijven zich op investeringen in infrastructuur en vastgoed.’

Deze dominante positie van vermogensbeheerders in de economie van vandaag, heb je elders aangeduid als ‘asset manager capitalism’ (vermogensbeheerderskapitalisme). Kun je dit uitleggen?

‘De geschiedenis van ‘asset manager capitalism’ begon met de opkomst van collectieve beleg-

gingsfondsen, zogeheten 'mutual funds', in de Verenigde Staten. Zulke fondsen bestonden al veel langer, maar werden pas in het midden van de twintigste eeuw een veelgebruikt beleggingsvehikel.

Aanvankelijk bestond het merendeel van de investeerders in zulke fondsen uit individuele spaarders. Een serie hervormingen van het Amerikaanse pensioenstelsel in de jaren zeventig bracht daar verandering in. Toen stapten pensioenfondsen over van een systeem waarin ze het pensioenvermogen van hun deelnemers zelf investeerden, naar een systeem waarin ze dat pensioenvermogen steeds meer investeerden via collectieve beleggingsfondsen die werden beheerd door externe vermogensbeheerders.

Aanvankelijk ging dat voornamelijk om beleggings- en indexfondsen beheerd door bekende vermogensbeheerders zoals BlackRock, Vanguard en State Street. Maar vanaf de jaren 2000, en vooral sinds de financiële crisis van 2007-2008, begonnen pensioenfondsen steeds vaker gebruik te maken van de alternatieve vermogensbeheerders. Met andere woorden: pensioenfondsen, ook in Nederland, zijn steeds meer geld gaan steken in hedgefondsen, in private equity-fondsen en in vastgoed- en infrastructuurfondsen.'

Waarom zijn pensioenfondsen in dergelijke fondsen gaan beleggen?

'Er zijn verschillende antwoorden op die vraag. Eén daarvan concentreert zich op de aanbodzijde. Dat is primair het verhaal over de privatisering van staatsdeelnemingen en publieke voorzieningen. Om allerlei redenen zijn overheden de afgelopen decennia tot de conclusie gekomen dat ze dergelijke activa – denk aan verliesgevend telecombedrijven of vastgoedportefeuilles van sociale woningbouw – niet langer op hun balans konden of wilden houden.

Bovendien realiseerden ze zich dat de verkoop van die activa geld zou opleveren. Dat konden ze dan weer gebruiken om eventuele gaten te dichten in de begroting van het jaar waarin de verkoop plaatsvond. Dat is de aanbodzijde, waarbij de staat de leverancier van deze activa is.

Aan de vraagzijde is de voornaamste kwestie de grote hoeveelheid geld die op zoek is naar renderende beleggingen. Daarbij is de groei van het vermogen dat wordt beheerd door institutionele beleggers, met name pensioenfondsen, van cruciaal belang.

Pensioenfondsen zijn steeds meer geld gaan steken in hedgefondsen, in private equity-fondsen en in vastgoed- en infrastructuurfondsen

Neem Nederland: het door pensioenfondsen beheerde vermogen schommelt ergens rond de 200% van het bbp. Al dat vermogen moet worden belegd in een zo goed mogelijk gediversifieerde portefeuille van activa. Dan komen ook de beleggingen die worden aangeboden door alternatieve vermogensbeheerders – aandelen in niet-beursgenoteerde bedrijven, vastgoed en infrastructuur – in beeld. Tot zo'n vijftien jaar geleden kwamen deze nog maar nauwelijks voor in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen.

Bovendien werd het macro-economisch klimaat in de periode na de financiële crisis van 2007-2008 gekenmerkt door lage rentes. Dat drukte de rendementen op obligaties, het type belegging dat traditioneel het grootste deel uitmaakte van de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen. Ook dat droeg er dus aan bij dat pensioenfondsen meer geïnteresseerd raakten in

alternatieve beleggingen. Kortom: na 2008 kwam er een goudmijn aan pensioengeld beschikbaar voor alternatieve vermogensbeheerders.'

Wat zijn de gevolgen van de steeds dominantere positie van vermogensbeheerders in onze economie? Moeten we ons hier zorgen over maken?

'Het is nog te vroeg om een definitief antwoord te geven op die vraag. Maar een aantal dingen is voor mij inmiddels wel duidelijk. Eén daarvan is dat de aandelen van beursgenoteerde bedrijven steeds meer in handen zijn gekomen van buitenlandse aandeelhouders. Dat geldt met name voor relatief open economieën zoals de Nederlandse. Dat is een wezenlijke verandering ten opzichte van enkele decennia geleden, toen de economie in veel Europese landen was georganiseerd volgens het Rijnlandse model waarbij de grootste bedrijven binnen een nationale economie, samen met een klein aantal binnenlandse banken en verzekeringsmaatschappijen, allemaal belangrijke aandeelhouders waren in elkaars bedrijven en hun zaken min of meer samen coördineerden. Die tijd is voorbij.

We zitten nu in een situatie waarin een relatief klein aantal internationaal opererende vermogensbeheerders aandelen heeft in zo'n beetje alle grote beursgenoteerde bedrijven in de wereld. Deze vermogensbeheerders zijn dusdanig groot dat hun belang in elk individueel bedrijf behoorlijk groot is. We hebben daardoor te maken met een heel ander type aandeelhouder dan de aandeelhouders die we voorheen kenden. Net als alle andere aandeelhouders willen ze dividenden verdienen voor hun institutionele en huishoudelijke klanten. Ook willen ze netjes voldoen aan alle regelgeving die van toepassing is op aandeelhouders en zijn ze consequent aanwezig op de algemene aandeelhoudersvergadering om gebruik te maken van hun

hun stemrecht. Maar los van dat alles maakt het ze vrij weinig uit wat er binnen die individuele bedrijven gebeurt.

We hebben dus te maken met een veel internationaler landschap van aandeelhouders en die aandeelhouders zijn veel minder geïnteresseerd in die bedrijven zelf. De legitimering van

Verbied private equity-fondsen in de zorg en in andere voorheen publieke sectoren

de dominante positie van aandeelhouders ten opzichte van andere actoren in het ondernemingsbestuur, zoals managers en werknemers, is daardoor achterhaald.'

Moeten politici zich hier zorgen over maken?

'Het ligt eraan waar je je als politicus voor wilt inzetten. Als je je zorgen maakt over de mogelijkheden van de pensioensector om rendementen te realiseren voor hun deelnemers, dan ben je misschien wel blij met de dominante positie die deze vermogensbeheerders hebben.

Maak je je daarentegen zorgen over het vermogen van werknemers en vakbonden om reële loongroei of andere arbeidsgerelateerde kwesties te realiseren? Stuk voor stuk zaken die onderhandelingen vereisen met werkgevers, en dus met de aandeelhouders van deze bedrijven. Dan is mijn inschatting dat het door de dominante positie van grote buitenlandse vermogensbeheerders in het ondernemingsbestuur van Nederlandse bedrijven moeilijker is geworden om dat soort afspraken te maken met bedrijven of beleid op te leggen dat indruist tegen hun belangen.'

Werknemers hebben dus conflicterende belangen: als toekomstige gepensioneerden

hebben ze een direct belang bij goede beleggingsrendementen, maar als werknemers hebben ze ook een direct belang bij eerlijke lonen en goede arbeidsomstandigheden. In hoeverre vormt dit een dilemma voor sociaal-democratische partijen en voor vakbonden?

‘Ik denk dat dat een enorm dilemma voor ze is. Ik weet dat dit behoorlijk prominent speelt in vakbondskringen in de Verenigde Staten. Vakbonden en werknemers in de VS zijn sterk vertegenwoordigd in de raden van bestuur van pensioenfondsen. Daar is nu een levendig debat gaande over hoe om te gaan met het feit dat investeringen in private equity weliswaar hoge rendementen opleveren, maar dat de essentie van het private equity-model is om bedrijven te kopen, mensen te ontslaan, lonen te verlagen, en arbeidsomstandigheden te verslechteren om zo de waarde van het bedrijf te verhogen voordat het wordt doorverkocht.

Deze vraag kan natuurlijk breder getrokken worden. In elke economie is er sprake van een functionele verdeling van inkomen: een deel van het bbp gaat naar de factor kapitaal, een andere deel gaat naar de factor arbeid. In een wereld zonder pensioenfondsen is elke euro van het bbp dat naar arbeid gaat, in de vorm van lonen, goed voor werknemers. Elke euro die naar kapitaal gaat, in de vorm van dividenden, is slecht voor werknemers. Maar heb je een pensioensysteem met een omvang van 200% van het bbp, dan gaat elke euro van het bbp dat naar dividenden gaat gedeeltelijk naar pensioenfondsen. Dat is dus goed voor toekomstige gepensioneerden. Tegelijkertijd komt die euro dus niet meer terecht in het inkomen van werkende mensen. In zekere zin splitst een kapitaalgedekt pensioenstelsel de arbeidersklasse, of eigenlijk elke werknemer, dus in tweeën: een loontrekker in het hier en nu, en een rentenier, wiens toe-

komstige welvaart afhankelijk is van de beleggingsresultaten van pensioenfondsen.

Voor zover deze splitsing gelijk is over de inkomensverdeling, is dat misschien nog niet eens zo heel problematisch. Maar wanneer claims op het pensioensysteem zeer ongelijk verdeeld zijn, dan is dat natuurlijk een heel groot probleem. Hoe de claims op het pensioensysteem zijn verdeeld, is politiek gezien dus een zeer belangrijke vraag, denk ik.’

Hoe zouden progressieve partijen en vakbonden met dit dilemma moeten omgaan?

‘Een optie die naar mijn mening onderdeel van de discussie zou moet zijn, is uitbreiding van het omslagstelsel in onze pensioensystemen. De tegenstrijdige belangen waar we het zojuist over hadden, spelen niet in het omslagstelsel. Want in het omslagstelsel gaat een vast percentage van ieders lonen in de pensioenpot. Het is dus vrij eenvoudig te begrijpen dat de meest efficiënte manier om de pensioenen van ouderen te verhogen is om de lonen van jongeren te verhogen.

Vanuit het perspectief van een linkse politieke partij is dat natuurlijk een vrij elegante afstemming van macro-economische belangen. In een met kapitaaldekking gefinancierd pensioensysteem heb je dat niet; dan heb je het tegenovergestelde.’

Zijn er andere politieke interventies die mogelijk het tij kunnen keren?

‘Naast de nucleaire optie om (terug) te schakelen naar een prominentere rol voor het omslagstelsel, is een andere mogelijkheid om te proberen de regressieve verdelingseffecten van de pensioenfondsector te verminderen. Een voor de hand liggende maatregel zou zijn om private equity-fondsen te verbieden in de zorg en in andere voorheen publieke sectoren. Er is inmid-

dels voldoende bewijs dat de gevolgen daarvan letterlijk dodelijk kunnen zijn.

Wetenschappelijk onderzoek in de Verenigde Staten heeft laten zien dat patiënten die terechtkomen in een door private equity gerund ziekenhuis of verzorgingstehuis een aanzienlijk grotere kans hebben om te overlijden. Als je het mij vraagt is het bizar dat we dit nog niet hebben verboden. Door private equity-gerunde verzorgingstehuizen passen simpelweg niet in een fatsoenlijke samenleving.

De aandelen van beursgenoteerde bedrijven zijn steeds meer in handen gekomen van buitenlandse aandeelhouders

Een andere strategie zou zijn om de druk op pensioenfondsen te verlichten om jaar na jaar hoge en stabiele rendementen te behalen. Het is eigenlijk heel eenvoudig; we staan aan de rand van een klimaatcatastrofe. We moeten onszelf dus de vraag stellen: hoe zorgen we ervoor dat we over dertig jaar kunnen genieten van een goed pensioen? Doen we dat met een pensioensector die de komende tien jaar geweldige rendementen weet te behalen met beleggingen in de fossiele industrie, met alle klimaatgevolgen van dien? Of doen we dat met een pensioensector die haar kapitaal inzet voor de groene transitie, ook als dat mogelijk ten koste gaat van de rendementen over de komende twintig jaar? Het juiste antwoord is uiteraard: het laatste. Toch zijn huidige pensioensystemen ingericht op het eerste.

Je zou dus een systeem moeten ontwerpen waarin investeren in een rechtvaardige groene transitie de meest aantrekkelijke optie wordt

voor pensioenfondsen. Dat vereist veel meer dan het *derisken* van groene investeringen door de overheid – de huidige aanpak om pensioenfondsen te verleiden mee te investeren in de energietransitie.’



Geen EU-uitbreiding zonder waarborgen

Oekraïne, Moldavië en Georgië hebben al langere tijd de ambitie lid te worden van de Europese Unie maar meer dan een uitgebreid associatieakkoord zat er tot voor kort voor hen niet in. Die situatie is veranderd op 24 februari 2022. Een sterke band tussen met name Brussel en Oekraïne is ineens strategische noodzaak. Aan de drie landen is, als antwoord op de bedreiging door Rusland, het EU-lidmaatschap aangeboden.

Ook de vijf Balkanlanden waarmee over lidmaatschap wordt gesproken — Albanië, Servië, Bosnië, Noord-Macedonië, Montenegro¹ — zien we ondanks hun wankelende democratieën liever aan onze zijde. De EU kan het zich immers niet permitteren dat deze feitelijke enclave, die omringd is door EU-lidstaten, geheel of gedeeltelijk binnen de invloedssfeer van Rusland valt of die van Turkije, de Golfstaten of China. Bovendien zijn we deze landen nog iets schuldig vanwege ons falen in de jaren negentig van de vorige eeuw. Toen slaagden de landen van de EU er niet in de oorlogen die gepaard gingen met het uiteenvallen van Joegoslavië te voorkomen. Een herhaling moet voorkomen worden.

Jarenlang leek verdere uitbreiding van de Europese Unie tot stilstand gekomen te zijn, maar nu is de druk om voortgang te maken met de toetreding van landen als Oekraïne en Moldavië opeens groot. Daar zijn goede redenen voor, maar het tempo verhogen zonder beter aan te geven wat het karakter van de uitgebreide EU moet worden, is riskant. Zie de ervaringen die zijn opgedaan met de uitbreidingen van 2004 en 2007.

CAMIEL HAMANS & JAN MARINUS WIERSMA

Beiden zijn research fellow bij de WBS

Meer dan ooit blijkt de Unie een veiligheidsproject. Net zoals dat het geval was bij de oprichting van de Europese Gemeenschap van Kolen en Staal. Ging het indertijd om het slechten van de eeuwigdurende vijandschap tussen Duitsland en Frankrijk, nu gaat het om het pareren van een dreiging uit het Oosten.

We kunnen niet langer rekenen op *Wandel durch Handel*, op 'soft power', maar hebben als EU nu ook behoefte aan militaire slagkracht. Omdat directe toetreding van Oekraïne, Molda-

Het Europees Parlement heeft voorgesteld alle lidstaten elk jaar aan een rechtsstaattoets te onderwerpen

vië en Georgië tot de NAVO op politieke bezwaren stuit, ook al geeft een land als Polen daar de voorkeur aan, wordt, mede onder sterke Amerikaanse druk, hun het EU-lidmaatschap in het vooruitzicht gesteld om ze in elk geval enige zekerheid te bieden.

Voor Oekraïne en Moldavië staat er bovendien meer op het spel dan alleen de veiligheid en de soevereiniteit. Dit zijn landen waar democratisch gekozen, pro-Europese regeringen aan de macht zijn. Poetin neemt dat deze landen bijzonder kwalijk, want ze geven een voor hem verkeerd voorbeeld. Zou Poetin deze landen overheersen dan verliezen we meer dan een land en een volk; het zou een slag betekenen voor ons beschavingsmodel.

Het aanbod van EU-lidmaatschap heeft ook een morele dimensie. We hebben de verplichting op te komen voor een volk dat vecht voor zijn vrijheid. Net zoals we na 1989 besloten de deur voor de nieuwe democratieën van Midden- en Oost-Europa open te zetten. Het drukt uit: jullie horen bij ons en we laten jullie niet in de steek.

Kopenhagencriteria

Het is de vraag of alle lidstaten bereid zijn met enige voortvarendheid de toetreding te realiseren. De huidige praktijk van de onderhandelingen biedt volop ruimte aan verdragstactieken. Bij de grote uitbreiding van de Europese Unie in 2004 zijn drie criteria geformuleerd waaraan nieuwe lidstaten moeten voldoen bij toetreding. Deze zogenoemde Kopenhagencriteria zijn:

- Landen moeten beschikken over een functionerende rechtsstaat, waarbij de democratie, de mensenrechten en de rechten van minderheden gegarandeerd zijn zoals verwoord in het Verdrag van de Europese Unie.²
- Ze moeten beschikken over een sociale markteconomie,³ die de concurrentie met die van de overige leden aankan.
- En ze moeten in staat zijn het *acquis communautaire* — alle EU-regels — in te voeren en uit te voeren.

De twaalf landen die in 2004 en 2007 toetraden tot de EU voldeden in overwegende mate aan deze eisen. Toch hebben we moeten vaststellen dat dit geen garantie op naleving van rechtsstaatsnormen bood. Toen in Hongarije en Polen het politieke klimaat na de toetreding veranderde — tegen Brussel, voor het eigen land — kregen populistische partijen de wind mee.

Lang werd een leider als Orbán geen strobreed in de weg gelegd toen hij evident democratische basisprincipes als onafhankelijkheid van rechterlijke macht en media en rechten van minderheden schond of toen hij Europese subsidies aan vriendjes toespeelde. Het was het topje van een ijsberg van corruptie.

De regels ten aanzien van de rechtsstaat klopten op papier, maar bleken in de praktijk niet altijd te werken of werden omzeild. Te veel

politieke leiders bleken slechts in naam democraten en er was te weinig democratische basis in de landen zelf om tegenwicht aan hen te bieden. In theorie zagen de veranderingen er goed uit, maar er werd bij de rapportages te weinig gekeken naar de implementatie van afspraken.

De in 2023 aangenomen European Media Freedom Act is een eerste, bescheiden stap op weg naar onafhankelijke en betrouwbare media in Europa

Toen de landen eenmaal waren toegelaten tot de EU had Brussel weinig meer daarover te zeggen. Dat moet in het vervolg anders. Dus minder varen op de lokale elites en nationale regeringen, veel meer aandacht voor de uitvoering van de afspraken en veel meer betrokkenheid van onderop – van de samenleving als geheel en van haar vertegenwoordigers. Plus na toetreding: monitoring van de gemaakte afspraken.

Dit alles moet ook gaan gelden voor de huidige lidstaten – gelijke monniken, gelijke kappen. Al vanaf 2004 wordt gevraagd om ‘post accession compliance measures’ (maatregelen gericht op naleving van de afspraken na toetreding), die logischerwijs dan ook voor alle lidstaten moeten gelden.⁴ De huidige disciplinerende instrumenten – subsidies inhouden of in het uiterste geval het afnemen van het stemrecht van een lidstaat (artikel 7) – voldoen niet. Voor artikel 7 geldt unanimititeit – minus het aangeklaagde land. Het Europees Parlement heeft nu voorgesteld alle lidstaten elk jaar aan een rechtsstaattoets te onderwerpen. Dat zou veel meer effect hebben.

We moeten toe naar een jaarlijkse monitoring van *alle* lidstaten met toetsing en sanctio-

nering op basis van een aangepast artikel 7 van het Verdrag van de Europese Unie – met meerderheidsbesluitvorming. Als de toetreding een sluipteggetje kan bieden om dit te bereiken, is dit een positief neveneffect van de uitbreiding.

Vrijheid media

Een democratisch land is een land met niet alleen vrije verkiezingen, maar ook met onafhankelijk benoemde rechters die in vrijheid oordelen. De nadruk die ligt op de trias politica belemmert echter vaak het zicht op een ander aspect dat bepalend is voor de ontwikkeling van oude én nieuwe democratieën: de feiten leidend laten zijn.⁵ Een rechtsstaat kan niet functioneren zonder vrije media. Servië is daarvan een goed voorbeeld. Daarvoor zijn onafhankelijke media noodzakelijk. Media die niet als propaganda-instrument gebruikt kunnen worden door overheden of oligarchen.

Er moeten regels komen voor het eigendom van media. Ook in oude lidstaten als Italië en Nederland schort er op dit punt nogal wat. Het media-imperium van wijlen Berlusconi stond ten dienste van zijn politieke carrière. Sinds vrijwel de gehele Nederlandse geschreven pers in handen is van twee Belgische eigenaars, die concentratie hoog in het vaandel hebben, is de regionale journalistiek uitgehold. Er is bijna geen gemeenteraadsvergadering waar nog meer dan één journalist aanwezig is, als die er al is. Vijftig jaar geleden was de perstribune bij een gemeenteraad goed gevuld met journalisten van media die elkaar juist op dit terrein de maat namen.

Zo moeten er ook regels komen voor de redactionele onafhankelijkheid. Invoering van een verplicht redactiestatuut voor oude en waar mogelijk ook voor nieuwe (sociale) media is een prioriteit. Onafhankelijke media-waakhonden horen hier automatisch bij.

De in 2023 aangenomen European Media Freedom Act⁶ is een eerste, bescheiden stap op weg naar onafhankelijke en betrouwbare media in Europa. De EMFA benadrukt weliswaar de journalistieke onafhankelijkheid en beschermt journalisten tegen politieke inmenging, maar schrijft helaas niet de invoering van een redactiestatuut voor. Inmenging door anderen dan de politie, denk aan kerk en kapitaal, wordt daarmee niet expliciet buiten de deur gehouden.

Maar Illiberale en autoritaire leiders gebruiken niet alleen de media als propaganda-instrument en om fakenieuws te verspreiden. Ook het onderwijs, en dan met name het geschiedenisonderwijs, is een bekend middel om de jeugd te beïnvloeden. Herschrijving van de geschiedenis gebeurt regelmatig om volgelingen te creëren die één ideologie aanhangen.⁷

Dit is evident in strijd met het idee van een open maatschappij. Autoriteiten moeten zich niet met de inhoud van het onderwijs bemoeien. Net als bij de media moet het onderwijs – en in het bijzonder dat in de geschiedenis en de burgerschapskunde – onafhankelijk gemonitord worden.⁸ Een open maatschappij kan niet zonder grenzen. Van fatsoen, van betrouwbaarheid en van eerlijkheid.

Markteconomie

We horen weinig over het tweede Kopenhagen-criterium: de goed functionerende markteconomie. Dit criterium is niet gericht op het sociale Europa van Jacques Delors, maar op zeer liberale opvattingen over de rol van de markt, met een hoofdrol voor de aandeelhouders, het kapitaal. Gelukkig is er in Europa nu meer aandacht voor de factor natuur, waartoe ook grondstoffen en vestiging gerekend mogen worden, maar de factor arbeid blijft ondergeschikt.

De nadruk op de vrije markt die de nieuwe en kandidaat-lidstaten door Brussel is aanbe-

volen, en het langzame tempo waarmee de inkomenskloof tussen lidstaten wordt gedicht⁹, heeft, gekoppeld aan het vrije verkeer van werknemers, tot misstanden en uitbuiting geleid bij arbeidsmigratie van Oost naar West. Van een sociale markteconomie waar de Europese Unie ook voor zegt te staan, is nog geen sprake.

Als antwoord op die arbeidsmigratie en misstanden de grenzen compleet sluiten staat haaks op de uitgangspunten van de interne markt, waaronder het principe van het vrije verkeer van werknemers. Er zijn betere manieren om ongewenste arbeidsmigratie minder aantrekkelijk te maken. In de eerste plaats door de inkomensverschillen tussen lidstaten kleiner te

Op papier beschikt de EU over snel inzetbare bewapende eenheden maar deze zijn in de praktijk nooit van de grond gekomen

maken en door ervoor te zorgen dat ook in de armere landen de contouren van een sociale welvaartstaat zichtbaar worden.

Het communistische verleden van de voormalige Oostbloklanden zorgt nog steeds voor argwaan bij hun burgers tegen alles wat uit sociaal-democratische hoek komt. Dat staat de ontwikkeling van de sociale sector in de weg. Maar dat doet niets af aan de noodzaak de torenhoge jeugdwerkloosheid in die landen aan te pakken en ook de magere sociale voorzieningen en de matige gezondheidszorg verdienen verbetering.¹⁰ Daarnaast moet streng opgetreden worden tegen uitbuiting van arbeidskrachten in met name de agrarische en transportsector.

Wat de betreffende landen nodig hebben is een sociaaleconomische groeispurt met inbe-

grip van de ecologische en sociale dimensie. Een grotere investering van de EU dan nu het geval is kan daarbij helpen. De fondsen van de EU die nieuwe lidstaten moeten helpen de inkomensverschillen te overbruggen, worden vaak slecht besteed. Waarom maken we niet meer gelden vrij tijdens het toetredingsproces?

De Europese Commissie denkt ook in die richtingen en wil zes miljard euro extra uittrekken. Niet alle lidstaten zijn daarvoor. Nu het neoliberale tij ook binnen de EU deels aan het keren is, biedt de geplande uitbreiding sociaal-democraten een uitgelezen kans het model van de sociale markteconomie — ook wel het Rijnlandse model genoemd — centraal te stellen.

Die zes miljard euro leidt wel tot de volgende financiële kanttekening. Opgeteld bij het bestaande budget voor uitbreiding zou deze extra injectie de kandidaat-leden op de Westelijke Balkan € 3,5 mrd per jaar opleveren voor de periode 2024-2027. De vraag is of de kosten van de nieuwe leden — en dan met name van een groot land als Oekraïne — betaald dienen te worden uit herverdeling van de bestaande middelen, of dat er in de toekomst geld bij moet door geld te lenen of de bijdrages te verhogen.

Nu al maken de Poolse boeren zich zorgen om de landbouwsubsidies. Toetreding van Oekraïne met zijn enorm landbouwareaal vereist een grondige herziening van de landbouwfondsen en -subsidies. Dat geldt ook voor de cohesiefondsen. In 2028 moet een meerjarige begroting tot 2035 klaarliggen. Mocht tegen die tijd duidelijk zijn dat kandidaat-leden inderdaad zullen toetreden, dan wordt het debat daarover nog een hele klus.

Veiligheid

Zoals gezegd speelt veiligheid meer dan ooit een belangrijke rol in het uitbreidingsdebat, zowel voor de huidige als voor de toekomstige

EU-lidstaten. Van de EU wordt meer verwacht nu uitbreiding van de NAVO voorlopig een onbegaanbare weg is. In de Verenigde Staten is wel gesuggereerd dat EU-lidmaatschap onderdeel van een deal met Moskou zou kunnen zijn.¹¹ Dat zou mogelijk het door de EU accepteren van een Russische aanwezigheid inhouden, ook in Moldavië en Georgië.

De vraag is of Kyiv dit ooit kan aanvaarden en of de EU dat zou moeten willen. Hoe dan ook zal de EU en zullen de Europese NAVO-landen meer moeten investeren dan de huidige 2%-norm om militaire steun en geloofwaardige veiligheidsgaranties te kunnen bieden aan landen als Oekraïne.

Ook het EU-verdrag kent een bijstandsverplichting, alhoewel minder vergaand dan die van de NAVO en heeft vooral betrekking op politieke en financiële steun. De verplichting zou meer voorstellen wanneer de EU meer doet dan alleen spreken over gezamenlijke wapenproductie ten behoeve van Oekraïne en voor de eigen defensie. Een grotere operationele capaciteit is vereist, al is het maar ten behoeve van een gewapende vrede op de Westelijke Balkan. Op papier beschikt de EU over snel inzetbare eenheden maar deze zijn in de praktijk nooit van de grond gekomen. Dat zou eindelijk eens moeten gebeuren. Veel NAVO-landen, waaronder Nederland, hebben bilaterale veiligheidsverdragen verdragen met Oekraïne afgesloten. Dat is een belangrijke aanvulling op grotere EU-inspanningen zolang NAVO-lidmaatschap geen reële optie is.

Ten slotte is er nog een probleem van buitenlands politieke aard. Servië en Georgië delen lang niet altijd de buitenlandpolitieke standpunten en acties van de EU terwijl van kandidaten en latere EU-lidstaten verwacht mag worden dat zij instemmen met het gemeenschappelijk buitenlands en veiligheidsbeleid. In de onderhandelingen komt dit aspect nauwelijks naar

voren. Buitenlandse politiek en zeker geopolitieke affiliatie vallen buiten de tot nu toe gehanteerde toelatingscriteria. Dit kan niet langer, willen we niet naast de Hongaarse ‘Alleingang’ ook nog pro-Poetin stemmen uit Tbilisi en Belgrado aan de Brusselse vergadertafels laten opklinken. Niet nog meer Trojaanse paarden.

De praktijk van de onderhandelingen

Er wordt intussen met tien landen, waaronder ook nog altijd Turkije, onderhandeld. Sinds 2007 — het jaar van de toetreding van Roemenië en Bulgarije — is alleen Kroatië erin geslaagd zich aan te sluiten bij de EU (in 2013). De ruimte ontbreekt om hier de onderhandelingen met alle kandidaat-landen stuk voor stuk door te nemen. Een enkele opmerking moet volstaan. Alle mogelijke toetreders hebben moeite met het eerste Kopenhagencriterium. Telkens weer laten de rapportages van de Europese Commissie zien dat geen enkel kandidaat-lid, ook al blijkt er hier en daar vooruitgang, in de buurt komt van een voldoende op het gebied van rechtsstaat en democratie.¹²

Brussel sleutelt voortdurend aan de onderhandelingsaanpak, want ook in het Berlaymont-gebouw ziet men dat het sneller moet. Het blijkt echter gemakkelijker om onderhandelingen over belangrijke thema's te openen dan te sluiten. Omdat geen enkel land lid kan worden zonder een honderd procent-score op voor democratie en rechtsstaat én omdat deze score halen tijd blijkt te kosten, wordt vooruitlopend daarop aan een tussenoplossing gedacht: een gedeeltelijke integratie in de interne markt. Daarnaast is voorgesteld landen die stappen vooruit hebben gezet, alvast een plaats aan de Brusselse tafels te geven, maar dan nog zonder stemrecht. Tegenstanders van dit idee wijzen op het risico dat dit tot een (semi)permanente status kan leiden met een schil van proefleden.

Maar het verloop van de onderhandelingen is niet louter een kwestie van techniek, het heeft ook een sterk politiek karakter met een grote rol voor de lidstaten die elk voor zich een veto hebben bij elke stap in het proces. Van dat vetorecht is in het verleden regelmatig gebruikgemaakt, vaak onder binnenlandse druk. Ook Nederland had daar een handje van.

Van een sociale markteconomie waar de Europese Unie ook voor zegt te staan, is nog geen sprake

Het zou aanzienlijk schelen wanneer dit veto geschrapt zou worden en het zou nog beter zijn als dit ook zou gelden voor de buitenlandse politiek van de EU. Het eerste kan zonder verdragswijziging, het tweede niet. Het opheffen van het vetorecht is een fundamenteel punt en zal leiden tot veel discussie. Tegenstanders zullen aanvoeren dat daarmee weer een stuk nationale soevereiniteit opgegeven wordt. Maar het zal duidelijk zijn dat de besluitvormingsmechanismen aangepast moeten worden bij een groei van 27 naar 36 leden en dat handhaven van een vetorecht op essentiële terreinen zoals buitenland en belastingen geen werkbare situatie oplevert.

Lukt het Brussel en de lidstaten hierover niet tot een vergelijk te komen dan lopen het uitbreidingsproject en de slagkracht van de EU op het wereldtoneel gevaar. Sommige lidstaten zullen de huidige uitbreidingsplannen als hefboom willen gebruiken voor interne hervormingen — wat de facto een aanvullende voorwaarde voor de uitbreiding betekent. Het punt staat op de agenda van de Europese Raad van juni 2024.

Houding Nederland in Brussel

Het tempo van de onderhandelingen moet omhoog om aan de verwachtingen van de toetre-

dende landen te voldoen. Het kan niet zo zijn dat de onderhandelingen door een van beide zijden gebruikt worden om tot lang uitstel of zelfs tot afstel te komen.

Voor een versnelling van het proces is aan beide zijden politieke wil nodig. Moed aan EU-zijde om eeuwig slepende zaken, zoals de eigen niet bevredigende besluitvormingsprocedures, aan te pakken. Kordaatheid en de bereidheid tot het opgeven van bevoorrechte posities aan de andere zijde, om veranderingen door te voeren die vereist zijn om te voldoen aan de Kopenhagencriteria.

Nederland lijkt gelukkig niet meer de dwarsligger in Europa van enige jaren geleden, al is het afwachten wat een nieuwe regering doet. Ons land is in december 2023 akkoord gegaan met de voorstellen van de Europese Commissie om onderhandelingen te starten met Oekraïne en Moldavië, zij het met enkele kritische kanttekeningen bij het kandidaat-lidmaatschap van Servië, Georgië en een mogelijke vroegtijdige openstelling van arbeidsmarkten.¹³ Deze insteek lijkt nog steeds op een meerderheid van de Tweede Kamer te kunnen rekenen.

Verdragswijzigingen mogelijk maken

Verdragswijzigingen zullen moeilijk worden. Te veel parlementen moeten hierbij betrokken worden. Daarom moet de EU alle juridische en politieke vindingrijkheid aanwenden om de besluitvorming in de Europese Raad te verbeteren. Het veto lijkt niet zonder verdragswijziging afgeschaft te kunnen worden, maar er zijn binnen het verdrag mogelijkheden om veto's in bepaalde situaties te voorkomen, bijvoorbeeld als lidstaten die aan een bepaalde actie niet mee willen doen zich constructief onthouden van stemming. Ook is het juridisch mogelijk kwesties waarvoor nu eenstemmigheid geldt, via een zogenaamde passerelle onder te bren-

gen bij terreinen waar gekwalificeerde meerderheid geldt.

Desnoods moet er op een aantal gebieden waarover vaak geen eenstemmigheid bestaat, zoals buitenlandbeleid, landbouwpolitiek, milieu, defensie en arbeidsmarkt, gewerkt worden met een versterkte samenwerking van lidstaten die verder willen, ook al leidt dit tot een Europa van meerdere snelheden. Niet meedoen met een eensgezinde rest moet dan consequenties

Toetreding van Oekraïne met zijn enorm landbouwareaal vereist een grondige herziening van de landbouwfondsen en -subsidies

hebben, zoals het inhouden van subsidies. In Frans-Duitse kring zijn er nogal wat voorstanders te vinden van zo'n EU met meerdere snelheden zodat er coalities gevormd kunnen worden van landen die een of meer stappen voorwaarts willen zetten.¹⁴

Daar is wat voor te zeggen. Het kan niet zo zijn dat een tegenstribbelend land wel alle lusten geniet maar niet de lasten draagt. Informeel is er natuurlijk al sprake van een Europa van meerdere snelheden, als we ook de euro tot een van de EU-verworvenheden rekenen. Polen dat economisch gezien al een tijd aan de voorwaarden voor de invoering van de euro voldoet, heeft zich tot nu toe steeds eraan weten te onttrekken.

Weg van het neoliberale project

De EU is door de nadruk op marktwerking een neo-liberaal project geworden. Het wordt de hoogste tijd de pleidooien van Delors serieus te nemen en de sociale dimensie te versterken. Met de aankondiging van de volgende verbouwing van de EU is dit het uitgelezen moment om via

het op gang gebrachte onderhandelingsproces waarborgen te scheppen voor een stevige sociale dimensie als tegenwicht voor Angelsaksische tendensen die vooral tot misstanden bij het vrij verkeer van werknemers leiden.

De arbeidsmarkt verdient meer dan wegwerprkrachten. Het Europese verkiezingsprogramma van GL/PvdA doet daartoe waardevolle voorstellen.¹⁵ En de steun van de Europese sociaal-democratie aan de uitbreiding wordt terecht daaraan gekoppeld.



Noten

- 1 Het zesde land in de regio dat graag lid wil worden van de EU, Kosovo, is weliswaar geassocieerd met de unie maar is bij het ontbreken van een internationale status geen formeel kandidaat-lid.
- 2 Verdrag van de Europese Unie, VEU, art. 2
- 3 Verdrag van de Europese Unie, artikel 3.3 verwijst naar de sociale markteconomie
- 4 Heather Grabbe (2023). *Rule of law rules future European enlargement*. Bruegel.org; 9 november 2023.
- 5 Zie hierover ook de recente Banninglezing door Frans Timmermans.
- 6 Euretiv (2023). EU institutions agree new rules for media sector.
- 7 Zie Hannes Swoboda, Jan Marinus Wiersma (eds.) (2009). *Politics of the Past: The Use and Abuse of History*. Brussel.
- 8 Over de bijdragen die het onderwijs kan leveren aan het bereiken van een democratische samenleving zie het door de Raad van Europa opgestelde Reference Framework of Competences for Democratic Culture (2018).
- 9 De gemiddelde inkomens in de kandidaat-lidstaten bevinden zich op een niveau van 30 tot 50% van het EU-gemiddelde.
- 10 Zie Jan Marinus Wiersma (2014). EU membership no guarantee for social progress. In: *The Social Dimension of Enlargement*. Solidar and FEPS. Zie ook: FES Policy Paper (2020). *The Social Dimension of Enlargement*.
- 11 Richard Haass and Charles Kupchan (2023). Redefining success in Ukraine. *Foreign Affairs*, november 2023.
- 12 De Europese Commissie komt tot eenzelfde conclusie in haar rapportage van november 2023.
- 13 Brief over het uitbreidingspakket 2023 aan de Tweede Kamer, 1 december 2023.
- 14 Report of the Franco German Working Group on EU institutional reform (2023). *Sailing on the High Seas. Reforming and Enlarging the EU for the 21st Century*.

S&D online lezen

Abonnees van S&D kunnen zich aanmelden voor de digitale versie van S&D via send@wbs.nl.
Een los digitaal abonnement kost € 2 per maand.

INHOUD

- 3 *Redactioneel* Financialisering ontleed
 - 4 *Vrijmipo* **Sirkka Turkka** Alleen, ging in verwondering een herfstbloem
 - 6 *Column* **Bram van Welie** Samenscholingsgebod
-

S&D THEMA

FINANCIALISERING

- 8 **Arjan Reurink & Nik de Boer** Waarom hebben we het zo weinig over financialisering?
 - 16 **Annemarieke Nierop** Casus Heimstaden in Heiloo
 - 18 **Interview met Brett Christophers** Het bedrijfsmodel van vermogensbeheerders voor huisvesting en infrastructuur is belachelijk
 - 26 **Rodrigo Fernandez** Zonder een nieuw bedrijfsmodel gaat het niet
 - 34 **Arthur Berkhout** Laat werkenden de koers van het bedrijf bepalen, niet de aandeelhouders
 - 43 **Michel Vermeer** Casus Huisartsen in Den Haag
 - 47 **Manuel Aalbers** De financialisering van onze woningmarkt
 - 56 **Natascha van der Zwan** Nederland pensioenkampioen?
 - 68 **Interview met Benjamin Braun** ‘We hebben te maken met een heel ander type aandeelhouder dan voorheen’
-
- 75 **Camiel Hamans & Jan Marinus Wiersma** Geen EU-uitbreiding zonder waarborgen



9 789461 646057

S&D

JAARGANG 81 NUMMER 2 2024



vangennep