



## Ethiek op financiële markten

**Auteur(s):**

Soppe, A.B.M.  
Vakgroep financiering, Erasmus Universiteit

**Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4160, pagina 536, 3 juli 1998

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

ethiek, financiële, markten

*Financiering en ethiek hebben veel met elkaar te maken. Zo liggen morele keuzen ten grondslag aan het risicobegrip, de gewenste vorm van regulering, en aan keuzen van beleggers. Bewust ethisch handelen in de financiële sector is in opkomst - maar blijft een 'niche' in een grote en hectische markt.*

**In navolging van de belangstelling voor milieu en economie, komt er expliciete aandacht voor de morele kwaliteit van de menselijke gedragingen in het bedrijfseconomisch handelen. Deze bijdrage heeft tot doel om het specifieke terrein van de financiering en belegging in verband te brengen met ethiek. Er wordt achtereenvolgens gekeken naar het risicobegrip en de morele keuze die daaraan ten grondslag ligt, naar regulering en financiële instellingen, en tenslotte naar de aanbieders van vermogen: de beleggers. Als eerste wordt aandacht geschonken aan het begrip ethiek.**

### Ethiek

Ethiek bestrijkt het terrein van de moraliteit. In het gewone spraakgebruik wordt de moraliteit veelal gebruikt in praktische en normatieve zin. Bijvoorbeeld bij het beantwoorden van de vraag welke handelwijze 'goed' genoemd kan worden. Als wetenschap kenmerkt de ethiek zich door een positieve benadering. Op basis van filosofische of psychologische theorieën wordt een bepaalde handelswijze beschreven.

Filosofische theorieën omtrent ethiek worden veelal in drie verschillende groepen onderscheiden<sup>1</sup>. Dit zijn respectievelijk teleologische theorieën, deontologische theorieën en theorieën gebaseerd op het concept van deugden.

Teleologische theorieën concentreren zich op het doel (telos = doel in het Grieks) of het eindresultaat van een actie of houding. Een voorbeeld van een teleologische benadering is de utilitaire benadering waarin het betalen van steekpenningen soms wordt gedoogd. Als een onderneming zich namelijk niet conformeert aan zo'n in een bepaalde regio cultureel geaccepteerd aspect, doet het de belanghebbenden bij de eigen organisatie tekort. Het doel, de levensvatbaarheid van de onderneming en daarmee het verhogen van het totale nut, heiligt in dat geval de middelen.

Deontologische theorieën (deon = plicht) kijken in essentie naar de aard van de menselijke acties en de regels die er uit voortkomen, en beoordelen of deze geoorloofd zijn zonder naar de consequenties van de keuze te kijken. Bijvoorbeeld: het is de plicht van een mens of organisatie om geen steekpenningen aan te nemen of te betalen. Als een organisatie daaraan begint, zo luidt de redenering, doen anderen dat ook en zal de degeneratie van de moraal leiden tot een sub-optimale economische allocatie. De grondslag voor de deontologische ethiek is gelegd door Immanuel Kant.

Als een derde stroming gelden de theorieën gebaseerd op (burgerlijke) deugden (virtues), met als grondlegger Aristoteles. In dit gedachtegoed wordt de nadruk gelegd op het morele karakter van een persoon in een gemeenschap, in plaats van alleen naar de moraliteit van een persoonlijke actie te kijken, zoals in het Kantiaanse denken.

### Ethiek op markten en financiële markten

Als markten met strikt economische ogen worden beschouwd, dan is er geen verschil tussen de handel in groente, elektrische tandenborstels, drugs, of verfijnd oorlogsmaterieel. In alle gevallen is er een economische behoefte, wordt er een inkomen verdiend, is er werkgelegenheid in het spel en stijgt het nationale inkomen bij toenemende activiteit. In morele zin is eenvoudig zichtbaar dat de groentehandelaar een andere positie heeft dan de importeur van landmijnen die ook op kindervoeten reageert. Dit is een extreem voorbeeld, maar het geeft aan dat er een verschil in morele kwaliteit is tussen de handel in verschillende producten in een economisch identieke omgeving.

Op de financiële markten is het verschil in morele kwaliteit van de verschillende producten veel subtieler. De financiële markten vervullen een intermediaire rol in het economische proces. Ze bemiddelen tussen de besparingen (de beleggers) enerzijds en de investeringen (de ondernemers) anderzijds. Hiervoor worden steeds meer nieuwe instrumenten ontwikkeld. Kapitaalmarkten kunnen daarbij worden opgedeeld in enerzijds primaire markten, die nieuwe schuld of nieuw eigen vermogen emitteren, en anderzijds de secundaire en afgeleide markten, die ervoor zorgen dat de handel in eenmaal geëmitteerde vermogenstitels plaatsvindt. De laatste decennia heeft een verschuiving plaatsgevonden van primaire financiering naar activiteiten op de secundaire en derivatie markten.

De emissie van aandelen en obligaties op de primaire markt, direct ter financiering van reële economische activiteit, dient een andere functie dan bijvoorbeeld een future of een optie op een index. De belangrijkste drijfveer achter de historisch-ethische oppositie tegen financiële derivaten zijn de economische motieven van de betrokken partijen<sup>2</sup>. Historisch gezien is de financiële handel het meest geaccepteerd voor zover het rechtstreeks ten dienste staat van het reële allocatieproces. Naarmate de financiële handel meer het karakter krijgt van tussenhandel, waarbij de deelnemers niet meer aantoonbaar dienstverleners aan het reële economische proces, dreigt er een vervreemding tussen de dienstverleners in de reële en de financiële sfeer. Door de hefboomwerking van derivaten, de grote volatiliteit in de prijsvorming van de onderliggende vermogenstitels en de ondoorzichtige relatie naar de leverbaarheid van de onderliggende waarde, krijgt de prijsvorming van financiële derivaten veelvuldig het karakter van een gokcontract. Aan het begin van deze eeuw waren de autoriteiten van de aandelenbeurzen zeer beducht voor een reputatie die geassocieerd werd met gokinstellingen<sup>3</sup>. In deze tijd is dat taboe minder evident. Bernstein bijvoorbeeld, redacteur van *The Journal of Portfolio Management*, stelt dat de financiële handel meer lijkt op poker en black jack, dan op roulette en dobbelen<sup>4</sup>.

## Risico

In onze tijd worden financiële derivaten in eerste instantie ingezet om (financieel) risico terug te dringen. We spreken van risico indien men in staat is om een kansverdeling op te stellen omtrent het toekomstige verloop van de betrokken vermogenstitel<sup>5</sup>. Wanneer die kansverdeling niet op te stellen valt spreekt Knight over het begrip onzekerheid. Aangezien de handel in vermogenstitels veel empirische observaties kent, is het veelal goed mogelijk om op grond van historische waarnemingen een relatief betrouwbare steekproef op te bouwen. We spreken dan van risico. Vervolgens is het mogelijk kasstromen te fixeren op basis van een gepercipieerde (ex post waargenomen) kansverdeling. Gaan we daarentegen uit van het Knightsiaanse onzekerheidsbegrip, dan wordt risico-management eveneens zinloos omdat er geen geschikte verwachting gegenereerd kan worden. In die opvatting is de toekomst onvoorspelbaar en anticipatie daarop derhalve zinloos.

Aan de keuze tussen risico versus onzekerheid ligt naar mijn idee een morele keuze ten grondslag. Aanvaarden we toekomstige (financiële) veranderingen als onvoorspelbaar en als een proces dat individuen slechts te accepteren hebben, zoals gebruikelijk in Boeddhistische en Hindoeïstische opvattingen<sup>6</sup>, dan kan risicomanagement opgevat worden als een minder zinvolle activiteit en heeft het weinig waarde voor de samenleving. Stellen we ons op het (in de financiële wereld) gebruikelijke standpunt dat een voorspelling beter is dan geen voorspelling, dan heeft risico-management wel zin. Dat levert de financiële handel veel inkomen en werkgelegenheid op.

De grote vraag is of financiële derivaten naast de bovengenoemde voordelen, ook negatieve (externe) effecten oplevert. Een voorbeeld van het laatste zou kunnen zijn dat juist dóór de aanwezigheid van de vele instrumenten, er zoveel arbitrage- en speculatieprocessen op gang komen en er daarmee zoveel liquiditeit in de markt komt, dat dit de volatiliteit van de onderliggende vermogenstitels vergroot. Het is dan vanuit een utilitaire redenering mogelijk om het uiteindelijke nut van het complex aan financiële instrumenten ter discussie te stellen.

Ter illustratie de volgende metafoor: wat hebben we aan een schildersknecht die door de hoofdstraat van het dorp loopt en alle ruiten ingooit met stenen waaraan een briefje is bevestigd met de boodschap dat het schildersbedrijf ruiten verkoopt die bestand zijn tegen de stenen van de knecht? Met andere woorden: wat hebben we aan een financiële sector die zelf substantieel bijdraagt aan de volatiliteit van de vermogenstitels, terwijl het anderzijds producten ontwikkelt en verkoopt aan het bedrijfsleven om de gevolgen van de door henzelf in stand gehouden volatiliteit tegen te gaan? Vanuit het teleologische gedachtegoed zou men zich derhalve af kunnen vragen of de samenleving niet een hoger nutsniveau kan bereiken indien alle hoogtechnologische financiële productie en de daarmee gepaard gaande hooggekwalificeerde arbeid, zou worden ingezet voor de mondiale productie en allocatie van voedsel en andere primaire behoeften.

## Regulering

Opvallend is dat waar vroeger altijd de overheid als eerste verantwoordelijke werd genoemd voor toezicht op frauduleuze handelingen, nu steeds vaker het bedrijfsleven die verantwoordelijkheid krijgt en neemt. Achtereenvolgens zullen we het probleem van voorinformatie op de beurs bespreken en enkele nieuwe trends in het bankwezen.

### Voorinformatie

In navolging van de Angelsaksische landen, is in Nederland de handel op de effectenbeurs met voorkennis nu nadrukkelijker strafbaar geworden. De lastige vraag die speelt is wie er nu eigenlijk eigendomsrecht heeft op de waarde van interne, nog niet gepubliceerde informatie van een onderneming. Is dit de bestaande aandeelhouder als eigenaar van de onderneming, is dit de 'vinder' van de (voor) informatie, of zijn dit anderen? Eigenlijk is dit een inkomensverdelingsvraagstuk, dat expliciet is geworden doordat de handel in koersgevoelige informatie met aanzienlijke kasstromen gepaard gaat.

In strikt economische termen gesproken is er wederom geen probleem, omdat alle handel plaatsvindt op openbare en gereguleerde markten waarop iedereen vrij kan handelen. In morele zin is het antwoord op die vraag een stuk gecompliceerder. Uitgaande van de deugdenethiek kan men ervoor pleiten dat de opbrengst van (voor)informatie niet alleen ten goede moet komen van de aandeelhouders en/of de 'vinder' van de informatie, maar ook iets oplevert voor de werknemers in de organisatie, die tenslotte voor de toekomstige kasstroom zorgen. Voorstellen waarbij de werknemer recht krijgt op vermogenswinsten van de onderneming zijn nog steeds dun gezaaid.

Met de vernieuwde strafbaarstelling van handel met voorkennis sluit de Nederlandse overheid aan bij de Angelsaksische marktmoraal, waarbij in ieder geval de initiator of de 'vinder' van de (voor)informatie aan banden wordt gelegd. Blijkbaar vindt de wetgever het niet fair als een speurneus markthandelingen verricht die leiden tot individuele buitengewone kasstromen. De argumenten die daarbij genoemd kunnen worden zijn concurrentievervalsing, diefstal van informatie, schade aan andere betrokkenen en het aantasten van het vertrouwen van het publiek in de vermogensmarkten. Economen benadrukken meestal de voordelen van het toestaan van handel met voorinformatie in termen van een efficiëntere marktwerking.

## Zelfregulering

In de financiële wereld zelf zijn er verschillende voorbeelden van ethiek in het ondernemingsbeleid. Voorbeelden zijn de opkomst van sociale beleggingsfondsen (zie verderop), de betekenis van 'bedrijfsethiek' en gedragscodes voor financiële dienstverlening. Voor het bankwezen beschrijft Lynch de rol van ethiek als volgt: Money is the life-blood of banking, service is the heart and ethics the soul <sup>7</sup>. Ethisch bankieren gaat over de conventies en regels die de relatie tussen de bankier en haar klanten hanteren.

Een voorbeeld van een invulling van ethisch bankieren is de kredietverlening aan zwakkere groeperingen. In Amerika zijn sommige banken gespecialiseerd in kredietverlening aan allochtone stedelingen die bij geen enkele reguliere financiële instelling voor krediet in aanmerking komen. Een succesvolle variant hierop is de Grameenbank in Bangladesh. De stichter, Muhamad Yunus, creëerde in 1976 een bank die tegen normale tarieven onverzekerde leningen verstrekt aan arme mensen. Tegenwoordig is ongeveer 92% van het eigendom van de bank in handen van de mensen aan wie de leningen worden verstrekt. Zodra de succesvolle leners voldoende gespaard hebben kunnen ze één aandeel verkrijgen, met stemrecht. Het resterende aandelenbezit (8%) is in handen van de overheid in Bangladesh. Het succes van de Grameenbank heeft geleid tot wereldwijde erkenning van het belang van micro-kredieten en dient als voorbeeld voor vele financiële instellingen in ontwikkelingslanden.

Een andere vorm van ethisch bankieren is het Islamitische bankieren, waarbij renteheffing die geen vergoeding is voor deelname en risico van de uitlener, om religieuze redenen verboden is <sup>8</sup>. Volgens recente schattingen wordt door meer dan honderd financiële instituten in meer dan 45 landen een jaarlijkse omzet gemaakt van 70 miljard dollar, terwijl dit in 1985 nog een markt bedroeg van zo'n vijf miljard. Een Westerse variant hierop is het JAK-bankieren, waarbij de deelnemers geen rente betalen om geld te lenen, maar ook geen rente ontvangen bij beleggingen. Vooral in Zweden en in Denemarken is dit een bekend concept om het commerciële bankencircuit te ontwijken. In Nederland wordt onderzocht of een dergelijke vorm van bankieren ook haalbaar is <sup>9</sup>.

Van grotere invloed is de opkomst van 'compliance'-afdelingen in het bank- en effectenbedrijf. Dit interne toezichtorgaan is in het kader van het voorkomen van misbruik van voorwetenschap, verplicht gesteld door de overheid. De vraag is nu of de compliance officer vooral de oplossing moet bewerkstelligen van veel integriteitvraagstukken teneinde conflicten met de strafrechter te voorkomen, of dat het een instrument is om het morele karakter van de onderneming te versterken. Een klassiek voorbeeld is de problematiek van de zogeheten 'Chinese muren'; regels die beogen dat koersgevoelige informatie bekend bij één of meer medewerkers van een bank, niet bekend raakt bij medewerkers van andere bedrijfsonderdelen. Dit heeft als doel om interne belangentegenstellingen te voorkomen, dan wel er adequaat mee om te gaan. Naarmate het bankwezen meer de rol van een Banque d'Affaire (zakenbank), wordt de belangenverstrengeling groter en de morele problemen complexer <sup>10</sup>.

## Beleggen

Ook aan de beleggenkant van de markt is er de laatste jaren meer aandacht gekomen voor ethiek. Sociale beleggingen is een verzamelnaam voor allerlei beleggingsvormen, die naast risico-rendements criteria niet-financiële aspecten in ogenschouw nemen.

### *Soorten sociale beleggingen*

Het Merlin Research Institute in Londen onderscheidt een drietal vormen van sociale beleggingen. Dit zijn achtereenvolgens de ethische beleggingsfondsen, de groene beleggingsfondsen en de milieusector beleggingen.

De ethische beleggingsfondsen zijn de oudste van de drie en baseren hun beleggingsbeleid op ethische criteria. Deze fondsen kennen over het algemeen een ontwikkelingsbenadering en/of een positieve benadering. Bij de ontwikkelingsbenadering worden bedrijven uitgesloten van selectie omdat uit ethische overwegingen bepaalde aspecten onoirbaar worden geacht. Voorbeelden hiervan zijn contacten met de wapenindustrie, contacten met ondemocratische regimes, of bemoeienissen met dierproeven. In de positieve benadering wordt meer gekeken naar opvallende positieve zaken zoals openlijk milieubeleid, schenkingen aan charitatieve instellingen en aantal vrouwen op de hogere functies.

De groene beleggingsfondsen benadrukken vooral de kwaliteit van het woon- en leefmilieu en de gevolgen van het productieproces voor de kwaliteit van lucht, water en grond in hun beleid. Deze fondsen hebben een kortere historie dan de ethische fondsen, maar daar staat tegenover dat ze zich wel mogen verheugen in een snel groeiende populariteit. Een ernstige belemmering voor deze beleggingsfondsen is vooral de onvolledige informatie over milieu-inspanningen en resultaten.

Van milieusector beleggingen is sprake indien de beleggingsfondsen bedrijven opnemen die zich voornamelijk richten op de dienstverlening in de milieumarkt. Deze bedrijven zijn indirect betrokken bij de milieubescherming. Hieronder vallen specialisten op het gebied van milieuzorgsystemen, zoals water-en luchtzuiveringsbedrijven en afvalverwijderaars. Voorbeelden van sociale beleggingsfondsen in Nederland zijn het aan de effectenbeurs genoteerde ABF (het Andere Beleggings Fonds), Biogroed en het Windfonds van de Triodosbank.

### *Sociaal rendement*

De belangrijkste economische vraag bij sociaal beleggen is of beleggen in sociale fondsen voor de belegger nu voor- of nadelig is, in termen van verwacht risico en rendement. De paradox zit in het feit dat in de traditionele (neoklassieke) economische denkwijze een ethische bedrijfsvoering extra kosten met zich meebrengt (bijv. voor personeelsbeleid of milieu). De vraag is echter of er op termijn een hoger rendement terugkomt, bijvoorbeeld in de vorm van een lager ziekteverzuim, lagere schadeclaims of minder externe verontreiniging. Pava en Krausz tonen de resultaten van 21 empirische onderzoeken naar deze relatie <sup>11</sup>. Twaalf onderzoeken tonen een positieve associatie tussen financiële prestaties en sociaal verantwoordelijk ondernemen, acht onderzoeken vinden geen associatie en één onderzoek vindt een negatieve associatie. Ze concluderen dat de traditionele bedrijfseconomische opvattingen over een negatieve relatie tussen financiële prestaties en sociaal verantwoord ondernemen moeilijk houdbaar is. Vanuit het oogpunt van beleggers vinden Soppe en Ysebaert wel aanwijzingen dat het beleggen in sociale fondsen in sommige gevallen ten koste gaat van het verwachte rendement <sup>12</sup>. Per land is dit echter nogal verschillend. In de periode 1990-1995 was in Nederland en de VS het rendement op een portefeuille met

sociale fondsen wel statistisch significant lager dan een referentie portefeuille. In Engeland en Duitsland was dat in dezelfde periode niet het geval.

## Nawoord

Waar staan we nu met de integratie van ethische motieven in het economische proces in het algemeen en bij de financiële bedrijfstak in het bijzonder? Zowel in Nederland als in andere landen zijn er diverse bemoedigende ontwikkelingen te bespeuren. In het voorgaande zijn hiervan een aantal voorbeelden genoemd. Toch is er slechts sprake van handel op niche-markten van het financiële spectrum. De invloed en de uitstraling van de succesvolle financiële handelaren zijn groter dan ooit. Waar ooit kerken en kathedraal de trots van een cultuur vormden, speelt nu de kantoorarchitectuur van vele financiële instellingen een opvallende rol. De cultuur van snelheid, doelmatigheid, communicatie-technologie en mondiale geldstromen, hebben een onweerstaanbare invloed op de andere sectoren. Overheden zijn niet meer bij machte om deze ontwikkelingen bij te houden, laat staan om ze om te buigen. De enige macht om deze ontwikkeling te keren is in mijn ogen het individuele en innerlijke besef dat de mensheid niet door kan gaan met het uitputten van de aarde en niet te vergeten: het geestelijk uitputten van de mensen die deze materiële cultuur in stand houden. De openlijke discussie over moraliteit en ethiek in de financiële sector kan de twijfels van vele individuen expliciet maken en collectieve kracht geven. Met name het Kantiaanse denken, met aandacht voor de rechten en inherente verantwoordelijkheden voor individuen (en minderheden), lijkt me een geschikt denkraam voor de financiële sector aan het einde van de twintigste eeuw

---

**1** Zie bijvoorbeeld J.R. Boatright, *Ethics in the conduct of business*, Prentice Hall, 1996; en H. van Luijk, *Business ethics: the field and its importance*, in B. Harvey, *Business ethics: a European approach*, Prentice Hall, 1994, blz. 12-31.

**2** J.P. Raines en C.G. Leathers, *Financial derivative instruments and social ethics*, *Journal of Business Ethics*, 1994, blz. 197-204.

**3** In het begin van deze eeuw bestonden er in de Verenigde Staten de zogeheten bucket shops, waarin het publiek kon speculeren op prijsverandering van aandelen. Vergelijkbaar met de hedendaagse indexopties, werd het verschil tussen de uitoefenprijs en de contante prijs van de onderliggende waarde in contanten uitbetaald. In 1933 is dit verboden door de Securities and Exchange Commission.

**4** Dit vanwege het feit dat bij poker en black jack in ieder geval nog enige informatie bekend is omtrent kaarten die uit het spel zijn. P.L. Bernstein, *Of crap, black jack and theories of finance*, *Journal of Portfolio Management*, 1990.

**5** F.H. Knight, *Risk uncertainty and profit*, Chicago, 1921.

**6** Ook iemand als Adam Smith baseerde zich op de Stoïcijnse gedachten als hij stelt dat bepaalde vorm van risico overmijdelijk zijn (Fitzgibbons, *Adam Smith's system of liberty, wealth and virtue*, Clarendon Press, Oxford, 1995).

**7** Zie J.J. Lynch, *Ethical banking*, MacMillan, Londen, 1991.

**8** Dit is een complexe materie, waarin veelvuldig oplossingen gevonden wordt door renteheffing te vervangen door een soort risico dan wel solidariteitsheffing. Zie voor een goed overzicht van Islamitische, maar ook de historisch Christelijke en filosofische bezwaren tegen renteheffing, Bouckeart, *Interest en cultuur; een ethiek van het geld*, Acco, Leuven, 1994.

**9** Zie de haalbaarheidsstudie in opdracht van het Ministerie van VROM: *Mogelijkheden voor JAK-financiering van duurzame investeringen*, EIM milieu, Zoetermeer, maart 1995.

**10** Zie A. Argandoña, *The ethical dimension of financial institutions and markets*, Springer Verlag, 1995, voor uitgebreide verhandelingen over ethiek en in financiële markten en instellingen in het algemeen.

**11** Zie M.L. Pava en J. Krausz, *The association between corporate social responsibility and financial performance: The paradox of social cost*, *Journal of Business Ethics*, maart 1996 blz. 321-357.

**12** A.B.M. Soppe en J. Ysebaert, *Rendement en risico van sociale beleggingen*, *ESB*, 1 november 1995, blz. 978-981.