



'Als we niet snel zorgen voor consolidatie binnen Europa dan hebben de Amerikanen het hier binnen een paar jaar voor het zeggen.'

# Overnameho

De Italiaanse avonturen van ABN AMRO illustreren hoe moeilijk het voor financiële instellingen kan zijn om tot Europese schaalvergroting te komen. Toch is die volgens hen nodig om overname door Amerikaanse megapartijen te voorkomen. Wat zijn de achtergronden, welke rol speelt het toezicht, en hoe rationeel is die fusiedrang eigenlijk?

BERT BAKKER



FOTO: MARIA BROUWER

# onger

“Dames en heren, ik heb geen goed nieuws. Ik maak me zorgen over de Nederlandse banken en verzekeraars. We denken dat onze financiële instellingen, ook op de wereldmarkt, sterke posities innemen. Maar als we niet snel zorgen voor consolidatie binnen Europa dan voorspel ik dat Amerikaanse financiële conglomeraten het hier binnen een paar jaar voor het zeggen hebben!”

Terwijl hij zijn dreigende woorden uitspreekt, blijft ING-bestuurder Alexander Rinnooy Kan minzaam glimlachen. Maar het was hem ernst. Rinnooy Kan was 13 april 2005 uitgenodigd om zijn opvattingen te komen geven over nut en

noodzaak van consolidaties - lees: fusies en overnames - op Europees niveau in de financiële sector op een door de Financiële Studievereniging Amsterdam (FSA) georganiseerd congres in het Amsterdamse hotel The Grand.

## ‘Kampioenen’

De reden van Rinnooy Kans zorg valt simpel uit te leggen. In de Amerikaanse financiële wereld zijn, sinds de afschaffing van het verbod op *interstate banking* en het toestaan van fusies tussen banken en verzekeraars, sommige instellingen zó groot geworden - in termen van marktkapitalisatie - dat, als ze niet door regels worden tegengehouden, ze moeiteloos elke Nederlandse bank of verzekeraars zouden kunnen overnemen. De beurswaarde van ‘s wereld grootste financiële instelling, Citigroup, is drieëneuhalf keer die van ING en vijfeneuhalf keer ABN AMRO.

In Nederland, en later ook België, is in de jaren negentig flink gefuseerd en gehergroepeerd. Maar in de rest van continentaal Europa is dat proces, waarbij per land ‘nationale kampioenen’ ontstaan, nauwelijks op gang gekomen. Alleen in Frankrijk en Spanje is een begin gemaakt. ‘Kampioenen’ waarmee financiële instellingen uit de Benelux Europese conglomeraten zouden kunnen vormen die tegenwicht kunnen bieden aan de Amerikaanse kapitaalcracht, zijn er niet.

## Antonveneta

Dat er binnen Europa zo weinig aan schaalvergroting is gedaan is volgens de ING-bestuurder jammer voor zowel de cliënten als voor de aandeelhouders. Als belangrijkste obstakels om tot grensoverschrijdende consolidatie te komen noemde hij de uiteenlopende jungles van wetten en regels waarmee financiële partijen in de verschillende Europese landen te maken hebben. De onzekerheid die dat met zich meebrengt, maakt Europese financiële ondernemingen nog risicomijdender dan ze toch al zijn. Rinnooy Kan zei dan ook - en hij klonk geloofwaardig - van harte te hopen dat de poging van concurrent ABN AMRO om de Italiaanse bank Antonveneta te kopen, succes-

vol zou aflopen. Voor de sector zou dat een doorbraak zijn.

## Lokale marktpartijen

Hoe overtuigend de topbestuurder van Nederlands grootste financiële conglomeraat zijn pleidooi ook bracht, op het congres werd wel de afwezigheid gevoeld van topbankiers uit een van die Europese landen waar de financiële markten veel meer gefragmenteerd zijn. Mogelijk zou het verhaal van een bankier uit Duitsland - met zijn veelheid aan semi-staatsgesponsorde Landesbanken - of uit Italië, waar de talloze kleine regionale banken vaak nauw verbonden zijn met eveneens regionale middelgrote familiebedrijven, anders geklonken hebben. Want wat is voor hen het verschil tussen opgegeten worden door een Nederlandse of een Amerikaanse bank? De financiële autoriteiten in Duitsland en Italië hadden maar al te graag gezien dat er binnen hun eigen grenzen een paar van de grootse partijen waren samengegaan. Maar de lokale marktpartijen waren daar kennelijk nog niet aan toe. Het probleem dat Rinnooy Kan - mede namens zijn collega's bij ABN AMRO en Fortis - schetst, lijkt vooral urgent in de bestuurskamers van Nederlandse financials.

## Bruggenhoofd

Dit neemt niet weg dat die Amerikaanse uitdaging wel degelijk reëel is. Althans, daarvan is Emile Rondhout, partner bij PricewaterhouseCoopers Accountants en inleider op hetzelfde FSA Congres, overtuigd. Hij wijst op een recent wereldwijd onderzoek onder ruim 120 bestuurders van financiële ondernemingen, uitgevoerd onder auspiciën van PricewaterhouseCoopers. Rondhout: “In de ogen van topmensen bij die grote Amerikaanse financials staat Europa als markt voor potentiële groei nu boven Azië. Nederland ziet men als een potentieel bruggenhoofd van waaruit men in Europa verder wil groeien.”

## Potentieel

Uit alles blijkt volgens Rondhout dat in de internationale financiële wereld een span- ►

ning is opgebouwd die elk moment tot ont-lading kan komen. Na de krach van 2002-2003 hebben banken kosten gereduceerd. Ze maken veel winst en willen groeien. Het meest aantrekkelijk oogt nu het *retail*-segment van de Europese banken- en verzekeraarsmarkt, dat door zijn relatieve kleinschaligheid nog betrekkelijk inefficiënt is, zowel wat betreft productieprocessen als marktontwikkeling. Rondhout: "Er is dus veel interessant potentieel. In sommige markten is de penetratie van producten zoals hypotheeken of consumentenkrediet, dus autoleasing, persoonlijke leningen of het gebruik van creditcards, nog laag."

Hoewel dat voor Nederland minder opgaat, vinden Amerikanen Nederlandse marktpartijen toch heel aantrekkelijk, omdat ze veel exporteerbare *know how* hebben. "Denk aan het succes van zo'n ING Direct. Bovendien, hoewel de markt hier concurrerend en goed ontwikkeld is, is er ook nog ruimte voor groei. Dat zie je aan het succes dat Bank of Scotland heeft met een hypotheekproduct."

### Tussendoor-snackje

Versnipperde markten zoals Italië bieden misschien meer mogelijkheden voor efficiencyverbeteringen, maar de barrières om er binnen te komen zijn er hoger, zoals ABN AMRO ondervond. Net als Rinnooy Kan wijst Rondhout op het enorme strategische voordeel dat organisaties als Citigroup of Bank of America hebben door hun kapitaalcracht. "Voor zo'n bedrijf is de overname van bijvoorbeeld Antonveneta gewoon een tussendoor-snackje."

Het is niet verbazend dat ook uit het PwC-onderzoek naar voren komt dat bestuurders van Europese financiële instellingen de wet- en regelgeving van toezichthouders in de diverse Europese landen zien als een groot probleem. Maar dat vinden de Nederlandse toezichthouders die op het congres in Amsterdam spraken zelf ook.

### Tempo te laag

Arthur Docters van Leeuwen, bestuursvoorzitter van het bestuur van de Autoriteit Financiële Markten, is ervan overtuigd dat consolidatie een doorgaand proces is. Maar hij noemt het tempo van de coördinatie tussen toezichthouders véél te laag. "Als er bij wijze van spreken op een vrijdagmiddag een ernstig probleem ontstaat met grensoverschrijdende effectenclearing, dan moeten we op dat moment in heel Europa de verantwoordelijke mensen bij die instanties bij elkaar zien te

## 'De beurswaarde van Citigroup is drieëneenhalf keer die van ING en vijfeneenhalf keer ABN AMRO.'

## 'Het probleem lijkt vooral urgent in de bestuurskamers van de Nederlandse financials.'

krijgen voor overleg. Er ligt bijna niets vast." De enorme verschillen in de aanpak van het toezicht in al die landen is volgens hem een kernprobleem. "Om te beginnen zouden ze allemaal ongeveer dezelfde toolbox moeten hebben. Wat nu voor regelgeving doorgaat, is in feite een reeks van geïmproviseerde beslissingen."

### 'Lead regulator'

Docters van Leeuwen beweert niet dat als enkele grote Europese marktpartijen nu zouden willen fuseren, dat zou vastlopen op het niet totstandkomen van afstemming tussen kapitaalmarkt-toezichthouders. Maar er zouden wel ingewikkelde situaties ontstaan.

De oplossing ligt volgens hem overigens niet in het optuigen van één centrale Europese toezichthouder in de effectensector. Wel in goede coördinatie tussen lokale toezichthouders die vergelijkbare bevoegdheden moeten hebben ten aanzien van bijvoorbeeld opsporing en sancties, in afspraken over welke toezichthouder in voorkomende gevallen *lead regulator* is, en in heldere regels voor effectenclearing.

### Lokale supervisors

Bij De Nederlandsche Bank, verantwoordelijk voor het prudentieel (financieel- en bedrijfs-economisch) toezicht op het Nederlands bankwezen, is directeur Arnold Schilder de man die internationaal lobbywerk doet om te zorgen dat dat aspect van toezicht beter op elkaar zal zijn afgestemd wanneer de ook door hem verwachte grensoverschrijdende consolidatiegolf over Europa zal spoelen. In zijn voordracht zegt ook hij geen heil te zien in één centrale Europese toezichthouder. "Voor effectief toezicht zijn nauwe en intensieve contacten met financiële instellingen heel belangrijk. Daarom denken we dat het beter is om met lokale supervisors te werken."

### Nationale belangen

Schilders inspanning is er vooral op gericht om Europese centrale banken het eens te laten worden over de rolverdeling tussen de verschillende centrale banken. Als oud-account-

### Marktaandelen vijf grootste bancaire instellingen (%) in balanswaarde

Land	1997	1999	2001	2003	2004
Nederland	79	82	83	84	83
België	54	76	78	83	82
Finland	88	86	80	81	79
Denemarken	70	71	68	67	68
Griekenland	56	67	67	67	67
Portugal	46	44	60	63	60
Zweden	58	56	55	54	56
Ierland	41	41	43	44	46
Oostenrijk	44	41	45	44	46
Frankrijk	40	43	47	47	45
Spanje	32	41	45	44	44
Italië	25	25	29	27	31
Luxemburg	23	26	28	32	30
Verenigd Koninkrijk	24	28	29	33	30
Duitsland	17	19	20	22	20
<b>EU15</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>52</b>

Bron: European Central Bank 2004

tant bij PricewaterhouseCoopers heeft hij ervaring opgedaan met het controleren van multinationals met vestigingen over de hele wereld. Op die ervaring is zijn idee geïnspireerd dat er een stelsel van afspraken moet komen waarin staat welke centrale bank voor een internationaal opererende financiële instelling de *lead supervisor* moet zijn. Voor dat idee bestaat steun. Maar het is een taai en van nationale belangen doorspekt proces. Ook Docters van Leeuwen liet in zijn bijdrage merken dat hij opereert in een speelveld dat sterk wordt gedomineerd door nationale belangen. "Politieke belangenbehartiging is niet van de lucht."

### Rating agencies

Terwijl coördinatie tussen officiële financiële autoriteiten nog in voorbereiding is, blijkt dat directies van banken en verzekeraars het gevoel hebben dat hun speelruimte nu vooral wordt bepaald door andersoortige regels. Uit het eerder aangehaalde PwC-rapport blijkt genoeg dat bijvoorbeeld IFRS en de solvabiliteitseisen die door Basel II worden afgedwongen nu het denken in de bestuurskamers bepalen. Maar ook het oordeel van commerciële credit rating agencies als Standard & Poors weegt zwaar. 'Die', zo schrijven de PwC-onderzoekers, 'leveren informatie aan financieel analisten die op hun beurt beleggers beïnvloeden'. Dus als een bank of verzekeraar een fusie of overname

**'Als directies claimen dat consolidatie beter is voor de aandeelhouder, dan mag dat met grote scepsis bekeken worden.'**

**'Op zeker moment heeft een directie alleen nog de keuze tussen overnemen en overgenomen worden.'**

zou overwegen die volgens rating agencies tot een verslechtering van de balansverhoudingen leidt, en de aandelenkoers reageert daarop, dan zou de directie, uit vrees voor verder koersverlies, zijn plan wellicht intrekken.

### Grote scepsis

Of die 'tucht van de markt' sterk genoeg is om te zorgen dat fusies en overnames die geen waarde toevoegen niet doorgaan, mag worden betwijfeld. "In de loop van de twintigste eeuw hebben we in de westerse economieën vijf keer een consolidatiegolf in de financiële sector gezien. Steeds bleek dat de bedrijven die fuseerden geen waarde toevoegden ten opzichte van partijen die dat niet deden. En toch

gebeurde het steeds opnieuw." Aldus Hans Schenk, hoogleraar aan de in 2002 opgerichte 'School of Economics' van de Universiteit van Utrecht. Schenk heeft zich toegelegd op onderzoek naar de effecten van fusies en overnames, zowel in de financiële sector als daarbuiten. "We hebben uitgerekend dat fusies buiten de financiële sector in slechts vijftien procent van de gevallen waarde toevoegen voor aandeelhouders. Bij financiële instellingen ligt dat op dertig procent. Flink gunstiger dus, maar toch wordt er in de meeste gevallen geen waarde geschapen." In twintig procent van de gevallen, schat Schenk, wordt er zelfs waarde vernietigd. "Als directies claimen dat consolidatie beter is voor de aandeelhouder, dan mag dat met grote scepsis bekeken worden."

### Honderd miljard

Schenk zegt niet dat er in de financiële markt geen schaalvoordelen kunnen worden behaald. En evenmin dat als er een fusietrend in de sector gaande is, bestuurders daaraan niet zouden moeten meedoen: "Bij autonome groei kunnen wel degelijk schaalvoordelen optreden die ook tot een hoger rendement op geïnvesteerd vermogen leiden. Maar volgens onze schattingen treden positieve schaafeffecten bij fusies tussen financiële bedrijven slechts op zolang hun balanstotaal onder de honderd miljard euro blijft. Daarboven is de kans op prestatieverbetering zeer gering."

### Epidemieën

Volgens Schenk kennen bestuurders deze getallen. Toch neemt hij het ze niet kwalijk als ze doorgaan met hun consolidatieplannen. "Bedrijfseconomisch is er geen noodzaak, maar strategisch vaak wel. Consolidatiegolven moet je zien als epidemieën. Individuele bedrijven kunnen er niets tegen doen. Op een zeker moment heeft een directie alleen nog maar de keuze tussen overnemen en overgenomen worden. Het laatste betekent verlies aan autonomie, en voor de directie verlies aan prestige en mogelijk ook inkomen. Zo gezien is zelf actief proberen over te nemen een verdedigbare rationele beslissing." Schenks bevindingen kloppen overigens met wat niet-ingewijden zelf kunnen waarnemen: grote financiële instellingen leveren niet per se betere diensten dan kleine, en ook aandeelhouders krijgen niet per se een beter rendement. De diensten van de Citigroup zijn niet beter of goedkoper dan die van een middelgrote Nederlandse partij als bijvoorbeeld de Friesland Bank. ■

### Grootste financiële instelling (marktkapitalisatie)

