

Hoezo schaalv

Deskundigen voorspellen al jaren een vergaande consolidatiegolf in de financiële sector. Maar zeker transatlantisch zijn er maar weinig megadeals. Is schaalvergroting 'uit' of gaat de bank- en verzekeringswereld toch nog toe naar een big four of big five?

BERT BAKKER

net Financieel management

Mag het verbazen dat in vrijwel elke analyse en elke

financiële column die sinds afgelopen voorjaar werd gewijd aan de overname van ABN AMRO, deze transactie vanzelfsprekend wordt gezien als een stap in een onvermijdelijke trend naar samenklontering in de Europese en Amerikaanse financiële sector?

Misschien niet, want terugkijkend op de voorbije eeuw was schaalvergroting door fusies en overnames de rode draad in de ontwikkeling van de bank- en verzekeringswereld. Net als in alle andere rijpere bedrijfstakken overigens. En waarom zou het anders zijn, zolang schaalvergroting met schaalvoordelen gepaard lijkt te gaan? Anderzijds: de gedachte dat uitgerekend deze overname het startsein is van een volgende fase van schaalvergroting is niet erg logisch. Dit omdat hier in feite meer sprake is van deconsolidatie dan van consolidatie. De verkoop van ABN AMRO-dochter LaSalle aan Bank of America, voor een bedrag dat bijna eenderde van de waarde van de holding vertegenwoordigde, betekent voor de Amerikaanse bankensector weliswaar consolidatie maar door Europese bril gezien is het deconsolidatie. En als straks het restant van de holding in handen komt van het gelegenheidsconsortium van Royal Bank of Scotland, Fortis en Santander, dan wordt ook dat in eerste instantie verder versnipperd. Dus hoezo trend naar schaalvergroting?

'Grote zorgen'

Tweeënhalf jaar geleden ging het op deze plaats over de vraag of de ook op dat moment verwachte consolidatiegolf in de financiële

dienstenindustrie in een stroomversnelling zou komen, en welke factoren daarin een rol speelden (zie 'de Accountant', juni 2005). Hij werd onder meer voorgelegd aan Emile Rondhout, financial services leader bij PricewaterhouseCoopers Accountants, en als adviseur gespecialiseerd in de begeleiding van Nederlandse banken en verzekeraars. Mede op basis van de uitkomsten van een vers PwC-onderzoek onder bestuurders van financiële ondernemingen over de hele wereld, sprak Rondhout toen de verwachting uit dat het niet lang zou duren voor een van de grote Amerikaanse *financials* een Europese speler van serieuze omvang zou inlijven. Bedrijfs-economisch oogden de Europese markten aantrekkelijk, vanwege nog onbenut potentieel voor zowel marktgoei als efficiencyverbetering. En dankzij hun ongeëvenaarde kapitaalcracht zou de financiering van zulke overnames voor de grootste Amerikaanse marktpartijen - denk vooral aan Bank of America, Citigroup en J.P. Morgan - een peuleschil zijn.

Rondhouts verwachting werd indertijd breed gedragen. Toenmalig ING-bestuurder Alexander Rinnooy Kan gaf te kennen zich grote zorgen te maken over de interesse van Amerikaanse branchegenoten met hun diepe zakken.

Opvallend stil

Intussen weten we dat het allemaal heel anders liep. Er zijn sindsdien wel fusies en overnames geweest, maar hoofdzakelijk binnen nationale grenzen. Onder meer in Italië werd een flinke slag gemaakt waarbij enkele 'nationale kampioenen' werden geformeed. Grensoverschrijdende overnames,



ergroting?

De verkoop van ABN AMRO-dochter LaSalle aan Bank of America betekent voor de Amerikaanse bankensector consolidatie, maar door Europese bril deconsolidatie.



zoals die door ABN AMRO van het Italiaanse Antonveneta en BNP Paribas dat in hetzelfde land BNL inlijfde, trokken veel aandacht. Maar in geld uitgedrukt waren het bescheiden deals. Aanzetten tot grote Europese allianties waren er niet. En hoewel ook de overname van Euronext door de New York Stock Exchange viel onder de noemer 'consolidatie in de financiële sector' bleef het er in de transatlantische deal-makerij opvallend stil. Waarom kwamen de voorspellingen niet uit? Was het de val van de dollar, die Europa voor Amerikanen zo'n veertig procent duurder maakte? Of zit het dieper? Zijn stilletjes aan de ideeën over de dwingende bedrijfseconomische logica van schaalvergroting achterhaald geraakt?

Olie-industrie

Ivo Luiten is analist bij IRIS, het gezamenlijk researchbureau van Rabobank en Robeco in Rotterdam, en volgt de wereldwijde bank- en verzekeringssector op de voet. Hij is duidelijk een exponent van de school die het ongeclausuleerd geloof in big is beautiful vaarwel zegde. "De ervaringen bij 's werelds grootste conglomeraat in de financiële dienstensector, Citigroup, heeft intussen wel geleerd dat de kosten heel moeilijk te beheersen zijn als de activiteiten binnen de groep weinig met elkaar te maken hebben. ABN AMRO, hoewel geen combinatie van een bank en een verzekeraar zoals Citigroup, kampte ook met dat kostenprobleem en maakte zich daardoor kwetsbaar. Kennelijk stonden ook daar de bedrijfsonderdelen te ver van elkaar om grotere omvang in een hoger rendement vertaald te krijgen." Niet alleen ABN AMRO's strategie kreeg ▶

Ivo Luiten (IRIS): 'Ik zie niet dat we over tien jaar vier of vijf banken hebben die overal ter wereld een breed publiek bedienen.'

allengs meer kritiek van aandeelhouders, Citigroup ondervindt hetzelfde. Luiten: "Dat weerhoudt het management van andere grote financials ervan al te gedurfde overnameplannen te lanceren. Daarom zie ik ook niet dat we, zoals in de olie-industrie, over tien jaar vier of vijf banken hebben die overal ter wereld een breed publiek bedienen." Luitens analyse impliceert niet dat overnames onder bepaalde voorwaarden toch niet zinvol kunnen zijn. "Als de te acquireren onderneming echt op hetzelfde vlak actief is als de bestaande operatie, kan het wel. Daarom zie ik wel logica in een combinatie zoals die van de beurs van New York met Euronext."

Type bankdiensten

Als firmant bij de eveneens in Rotterdam gevestigde consultancyfirma Strategy Works helpt Martijn Rademakers ondernemingen bij het uitzetten van hun strategie. Ook de directieverdiepingen van enkele financiële instellingen kent hij. Daardoor is hij vertrouwd met wat er meespeelt bij de keuze om al dan niet te groeien door overname. Primair noemt hij het belangrijk om onderscheid te maken naar type bankdiensten, omdat dat de optimale schaal bepaalt. "Retailbanking is in hoge mate *local business*. *Investment banking* is bijna altijd grensoverschrijdend omdat daar alles draait om internationale plaatsingskracht. *Wholesale banking* en vermogensbeheer zitten er tussenin."

De kans dat bijvoorbeeld Dresdner Bank zal proberen om binnenkort in Nederland of Frankrijk een kantorennet over te nemen waardoor die merknaam in elk winkelcentrum opduikt, is erg klein omdat de betaal-, spaar-, leen-, verzeker- en beleggingsgewoonten, maar ook de fiscale omstandigheden, per land sterk verschillen. Het aan elkaar koppelen van nationale distributienetwerken biedt daardoor geen schaalvoordelen. "Behalve misschien", zegt Rademakers, "als je

Martijn Rademakers (Strategy Works): 'Schaalnadelen ontstaan doordat het management geen controle heeft, of denkt te hebben, over de werkmaatschappijen.'



je product op een hele eigen manier aanbiedt, zoals bijvoorbeeld ING Direct doet. Die formule blijkt wél goed te exporteren, maar dat is te danken aan een heel intelligent georganiseerd innovatieproces."

Outsourcing

Maar ook bij traditionele distributie zijn er achter de bankfaçade wel schaalvoordelen te realiseren, zij het anders dan je zou denken. Rademakers: "Banken besteden steeds meer uit. Sommige doen nog maar dertig procent van hun totale productieproces met eigen mensen. Grote delen van de backoffice is aan specialisten ge-outsourced. Die specialisten kunnen soms wél, binnen hun niche, hun diensten wereldwijd aanbieden." Credit cards, effectenverkeer, verzekeringen, beleggingsfondsen - banken kunnen van alles uitbe-

Andries Mak van Waay (PwC): 'Er is nog steeds een business case te maken voor een transatlantische combinatie.'

steden maar toch onder eigen merk aanbieden. "Een bank als Van Lanschot biedt private banking diensten aan in een deels regionale markt en legt zich vooral toe op de persoonlijke begeleiding van cliënten. Elke bank moet zich afvragen wát hij voor wie wil zijn en waarmee een verdedigbare concurrentiepositie is op te bouwen. Het antwoord bepaalt welke schaal passend is."

Machtsaspecten

Dat Rademakers vooral wijst op bedrijfstechnische kanten van de fusie- en overnameratio wil niet zeggen dat hij geen oog heeft voor de botte machtsaspecten die bij deze afwegingen ook een rol spelen. "Natuurlijk beseft iedereen in die directiekamers dat een instelling met een hogere beurswaarde een langere adem heeft. Met dat idee hebben financiële conglomeraten kunnen ontstaan die zo groot zijn dat er *diseconomies of scale* optreden."

In de beurskoers vertalen die schaalnadelen zich dan in een zogeheten *conglomerate discount*: de markt denkt dat het bedrijf in onderdelen meer waard is dan als geheel. Rademakers: "Schaalnadelen ontstaan doordat het management geen controle heeft, of denkt te hebben, over de werkmaatschappijen. Die probeert men dan terug te krijgen door het invoegen van dure extra managementlagen en kostbare informatiesystemen."

Reeks voorwaarden

Dat bedrijfseconomische logica vaak onderaan staat in het rijtje van fusiemotieven weet Hans Schenk, hoogleraar aan de Utrecht School of Economics als geen ander. Hij wees daar ook nadrukkelijk op in het eerder aangehaalde artikel in 'de Accountant' van juni 2005. In de financiële sector - maar ook daarbuiten - is het belangrijkste motief om te fuseren het feit dat concurrenten het ook doen, stelde hij vast. Schenk deed ook uitvoerig onderzoek naar economische waardecreatie door fusies en overnames en

Emile Rondhout (PwC):
‘Spectaculaire deals kwamen niet tot stand, maar de consolidatie is wel degelijk in hoog tempo doorgegaan.’

Hans Schenk (Utrecht School of Economics):
‘Voor zover er een fusie-dynamiek aan het ontstaan was, is die na de hypotheek-crisis wel weggezakt.’

Rovers en hun prooi in periode 2003-2006 (transacties > 2 miljard euro)

Overgenomen bedrijf	Land	Overnemende bedrijf	Land	Waarde in miljarden euro's
2003				
Gjensidige NOR Holding	Noorwegen	DnB Holding	Noorwegen	2.504
Toro Assicurazioni	Italië	De Agostini	Italië	2.343
2004				
Abbey National	VK	Santander Central Hispano	Spanje	12.268
Automobile Association	VK	CVC Capital Partners/Permira	VK	2.579
2005				
HypoVereinsbank AG	Duitsland	UniCredit Italiano	Italië	15.400
Riunione Adriatica di Sicurta	Italië	Allianz AG	Duitsland	5.700
Skandia AB	Zweden	Old Mutual	VK	4.847
Eurohypo	Duitsland	Commerzbank AG	Duitsland	4.560
GAM, Banco di Lugano, Ehinger & Armand von Ernst, Ferrier Lullin	Zwitserland	Julias Baer	Zwitserland	3.987
Banca Comerciara Romana	Roemenië	Erste Bank	Oostenrijk	3.750
Banca Antonveneta	Italië	ABN AMRO	Nederland	3.200
Britannic Group	VK	Resolution Life Group	VK	2.641
NIBCcapital	Nederland	Consortium led by J.C. Flowers & Co.	USA	2.100
2006				
Sanpaolo	Italië	Banca Ineea	Italië	29.586
Natixis	Frankrijk	Banque Populaire, Caisse d'Epargne	Frankrijk	10.000
Banca Nazionale del Lavoro	Italië	BNP Paribas	Frankrijk	9.000
Banca Popolare Italiana	Italië	Banco Popolare di Verona e Novara	Italië	8.055
Winterthur Ineurance	Zwitserland	AXA	Frankrijk	7.900
Euronext	België, Frankrijk en Nederland	NYSE Group	USA	7.473
Banca Lombarda	Italië	Banche Popolari Unite	Italië	6.087
Abbey National Life business	VK	Resolution	VK	5.226
Sampo Bank Group	Finland	Danske Bank	Denemarken	4.050
Toro Assicurazioni	Italië	Assicurazioni Generali	Italië	3.850
Cariparma	Italië	Crédit Agricole	Frankrijk	3.800
BAWAG PSK	Oostenrijk	Cerberue, Oesterreichische Post, Generali Vienne, Wuestenrot & Wuerttembergische	USA, Oostenrijk en Duitsland	3.200
Emporiki	Griekenland	Crédit Agricole	Frankrijk	3.100
Finansbank	Turkije	National Bank of Greece	Griekenland	2.291

concludeerde dat die vaker níet dan wel aantoonbaar was.

Waarom kwam in zijn visie de voorziene golf van grensoverschrijdende consolidaties niet op gang? Schenk wijst op de complexiteit van het ontstaan van zo'n beweging: "Er moet aan een reeks voorwaarden voldaan zijn: overnemers moeten goed bij kas zitten, of een groot leenvermogen hebben. En ze moeten weinig mogelijkheden zien om in de thuismarkt te groeien. Bovendien moeten de institutionele omstandigheden gunstig zijn. Dus overheden of toezichthouders moeten geen onoverkomelijke barrières opwerpen."

Dure euro

Vaak doen overnamegolven zich wereldwijd en branchebreed voor onder een gunstig beursklimaat, constateert de hoogleraar. "Als één van die aspecten ontbreekt, komt zo'n fusiegolf er niet." Schenk denkt dat het binnen Europa mankeerde aan die institutionele voorwaarden en wijst ter illustratie onder meer op de situatie in de Duitse markt. Transatlantische overnames bleven waarschijnlijk uit door de dure euro, waardoor andere deals die voor grote Amerikaanse banken bedrijfseconomisch ook logisch zijn, relatief aantrekkelijker werden. Bijvoorbeeld acquisities in opkomend Azië. En ook het kralen rijgen in eigen land, dus kleinere partijen opkopen, bleef interessant. "Binnen Amerika is de consolidatie wel degelijk doorgegaan", zegt Schenk. "In de laatste tien jaar is het aantal zelfstandige banken en bankjes



daar teruggelopen van vijftien naar achttien. De stap over de oceaan was kennelijk niet echt nodig."

De Utrechtse hoogleraar acht de kans dat de overname van ABN AMRO door Barclays of het bankentrio de collega-banken inspireert tot samenklonteren inmiddels zeer klein. "Voor zover er een fusiedynamiek aan het ontstaan was, is die nu, na de hypothekencrisis en de beursmalaise in de zomer, wel weggezaakt."

Toeval

Hoe beter je naar de bank- en verzekeringswereld in de VS en Europa kijkt, hoe diverser en genuanceerder het beeld van de consolidatietendens wordt. Een big four of big five zijn er vooralsnog niet en zolang de ratio een rol speelt zullen we die volgens menigeen ook niet zien. Maar economische logica is niet de belangrijkste drijvende kracht achter fusies en toeval kan een verbluffend grote rol spelen. Al vijftien jaar geleden leken zich wereldomspannende monsterconglomeraten te zullen vormen, toen de logica van cross selling, marktdominantie en groot-is-mooi nog evident leken. Maar telkens was er wel iets dat roet in het eten gooide. In 1998 de Azië-crisis, in 2001 de beurskrach volgend op de internetbubbel, en nu is de financiële sector de gebeten hond door de sub prime-misère. Maar het had dus anders kunnen lopen.

Transatlantisch

Die gedachte klinkt ook door in wat PricewaterhouseCoopers-partner Emile Rondhout ruim twee jaar later zegt over de verwachting die hij indertijd uitsprak: "Onze visie van toen is welbeschouwd maar voor een deel niet juist gebleken. Inderdaad, de Amerikanen zijn niet gekomen. Heel grote, spectaculaire deals kwamen niet tot stand. Maar de consolidatie is wel degelijk in hoog tempo doorgegaan."

Een feit is dat de statistieken van 2006 aantonen dat in geld uitgedrukt nergens meer overnameactiviteiten plaatsvonden dan in de financiële sector.

Andries Mak van Waay, Rondhouts naaste collega en medepartner binnen de fusie- en overnameadviespoot van PwC gaat zelfs verder: "Er is nog steeds een business case te maken voor een transatlantische combinatie. HSBC is een relatief geslaagd voorbeeld van een financial die verschillende financiële diensten, inclusief retail banking, aanbiedt in verscheidene continenten. Niet helemaal ten onrechte noemen ze zichzelf 'The world's local bank'.

Een nuance die Mak van Waay wel aanbrengt is dat streven naar wereldschaal via overnames alleen efficiency-voordelen oplevert als de gekochte partij in zijn eigen deelmarkt een marktleider is.

'Jury still out'

Net als Rademakers hameren de adviseurs van PwC erop dat je naar onderdelen van het bancaire productieproces moet kijken om mogelijkheden van efficiëntievergroting te zien. Mak van Waay: "Het aan elkaar koppelen van betaalsystemen geeft bijna altijd voordelen, en dat geldt ook voor effectenbewaardiensten. Er zijn een paar heel grote partijen ontstaan in die custody-markt. Standaardisatie en codificering leveren meer op naarmate het platform waarop ze toegepast worden groter is." Wat Rondhout betreft is the jury still out als het gaat om het ontstaan van financiële wereldspelers. Dat ABN AMRO wordt opgesplitst, bewijst volgens hem niet dat de strategie om op verscheidene continenten een rol te spelen niet werkt. "Die conclusie is mij te makkelijk. De Darwinistische opvatting dat het uitsterven van een soort - lees hier businessmodel - betekent dat hij niet levensvatbaar was, deel ik niet. Laten we wel wezen: als er geen winstpotentieel in die bedrijfsopdelingen van ABN AMRO zat, waarom zouden andere financiële holdings er dan zoveel geld voor willen betalen?" ■

Aangekondigde fusies en overnames 2006

(> 1 miljard euro; land overnamedoel)

Totaal in € 234 miljard, waarvan in procenten:

Italië	48,3
Frankrijk	8,8
Verenigd Koninkrijk en Republiek Ierland	7,8
Nederland	6,9
Zwitserland	6,3
Griekenland	4,4
Turkije	3,4
Noorwegen, Zweden, Finland en Denemarken	3,4
Rusland en CEE	2,0
Duitsland	1,7
Spanje en Portugal	1,2
Overig Europa	5,8

Totaal 100,0

BRON: PRICEWATERHOUSECOOPERS