

De toekomst van de Nederlandse financiële sector: een update

In het voorjaar van 2006 hield VBA zijn negende lustrumcongres over de toekomst van de Nederlandse financiële sector. De toon was niet optimistisch. Als grootste belemmering werd de geringe omvang van de binnenlandse markt gezien;¹ dit nadeel kan in onvoldoende mate gecompenseerd worden door wel aanwezige aanbodfactoren zoals aanwezigheid van talent en topuniversiteiten, betrouwbare toezicht-houders en gunstige fiscale condities. Van de aanwezigheid van grote internationaal opererende banken en verzekeraars werd weinig heil verwacht.² Wij zijn nu pakweg driekwart lustrum later: de Nederlandse financiële sector lijkt onevenredig hard getroffen door falend bankbestuur in combinatie met de internationale bankencrisis. De bankensector is, vriendelijk gezegd, een lame duck. Dat zal ongetwijfeld repercussies hebben voor de toekomst van de financiële sector als geheel.³ In deze bijdrage poog ik vanuit een enigszins analytisch perspectief te kijken naar oorzaken, trends, gevolgen en kansen. Ik begin met de oorzaken van de val.

Jean Frijns

Hoogleraar
Beleggingsleer VU
(VBA leerstoel)



De val

Opvallend is dat Nederlandse banken zo hard getroffen zijn door de crisis: dat geldt voor ABN AMRO en Fortis maar niet minder voor ING of SNS. Deels heeft dit te maken met binnenlandse praktijken als overcreditering maar is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan overstretch. Overstretch op het gebied van internationale expansie en overstretch op het gebied van kapitaalmarkt bankieren. Voor het eerste is Nederland te klein (maar net iets groter dan IJsland) en voor het tweede waren onze banken niet goed genoeg respectievelijk niet groot genoeg. In 2006 constateerden we al dat de Nederlandse banken als investment banken weinig voorstelden; de ontwikkelingen nadien hebben dat bevestigd. Anders dan mainstreet bankieren waar schaalvoordelen weinig voorstellen en expertise op de werkvloer kan worden vervangen door processen en guidelines is investment banking een wereld waar schaalvoordelen tellen⁴ en de slag om talent telt.⁵ Toch hebben de meeste banken zich enthousiast op kapitaalmarkt bankieren gestort, niet in de laatste plaats door het perspectief van aantrekkelijke rendementen.⁶ In gedragstermen: een duidelijk geval van overmoed.

Doorzetten trends

Hoe verder is de vraag. De Cie Maas heeft een duidelijk antwoord geformuleerd: banken moeten terug in hun hok, terug dus naar hun traditionele binnenlandse rol als universal bank. Op basis van de voorgaande analyse een logische conclusie maar wellicht te partieel. Laten we daarom kijken naar onderliggende trends die voor de financiële sector relevant zijn. Dat is in de eerste plaats globalisering. Die trend zet door. Je zou zelfs kunnen zeggen in versterkte mate: het zwaartepunt in de wereldeconomie verschuift steeds verder weg van de VS en Europa naar Azië en Zuid-Amerika. Kapitaalmarkten volgen deze ontwikkeling op de voet en versterken die; maar ook banken en ondernemingen zullen dat moeten volgen. Internationaal opererende banken, liefst met een grote thuismarkt, zijn dan in het voordeel. Een tweede trend is dat kapitaalmarkten terrein winnen ten opzichte van banken als het gaat om financiering van het bedrijfsleven. Mijn voorspelling is dat door de bankencrisis deze trend versterkt doorzet. Bankieren zijn aangeschoten wild en de voorspelbare (bijna mechanische) reactie van toezichthouders om solvabiliteits-eisen van banken aan te scherpen betekent dat financiering via de kapitaalmarkt nog aan-

trekkelijker wordt dan via het bankenkanaal. Investment banks (inclusief kapitaalmarkt boutiques) zullen verder terrein winnen op gewone banken. Langs endogene weg (namelijk hogere solvabiliteits- en liquiditeits-eisen) wordt Glass Steagall sluipend heringevoerd. Voor Nederland als geheel is aansluiting bij de internationale kapitaalmarkt en binnenlandse aanwezigheid van sterk internationale banken van groot belang. Vanuit dat perspectief zou de gedwongen verkoop van HBU c.a. aan Deutsche Bank wel eens een blessing in disguise kunnen zijn.⁷

De Nederlandse financiële sector is gelukkig breder dan de bankensector. Nederland kent grote verzekeraars, vermogensbeheerders en pensioenfondsen. Bovendien hebben we, nog steeds, de Amsterdamse effectenbeurs. Kunnen deze tegenwicht beiden voor de malheur van de bankensector. Dat is maar de vraag. Verzekeraars kampen met een weinig profijtelijk businessmodel en een aantal onder hen hebben ook te maken met internationale overstretch. Vermogensbeheer was en is voor een groot deel een captive gebeuren en met de teloorgang van ABN AMRO en Fortis zijn we ook grote delen van het vermogensbeheer kwijt geraakt aan het buitenland. Bij ING dreigt eenzelfde scenario. Ondanks de mooie plannen voor export van ons pensioenproduct is daar bar weinig van terecht gekomen. Onduidelijkheid over wat we nu precies willen exporteren is daar mede debet aan. Tenslotte de beurs; die houdt zich verrassend goed en biedt wellicht kansen gelet op de door mij verwachte verder groei van kapitaalmarkten.

Het belang van aanbodfactoren

Dat brengt ons op de kernvraag: wat is de toekomst van onze financiële sector en waar liggen de kansen. Het overall plaatje is duidelijk: krimp. Dat is overigens niet anders dan de conclusie in 2006. Wel was er in 2006 nog de verwachting dat door meer nadruk op de aanbodzijde een groeiscenario binnen de mogelijkheden lag. Belangrijk daarbij was dat we onze gunstige ligging ten opzichte van Londen zouden uitbuiten. Onze uitgangspositie is nu wezenlijk slechter en de overflow vanuit Londen zal minder zijn dat voorheen. Dat betekent aanpassing aan lagere groei of met een verhoogde urgentie aan de slag om onze aanbodfactoren met kracht te versterken. Daarbij gaat het om kennisinfrastructuur, internationale cultuur, adequate regelgeving en toezicht, gunstig (fiscaal) klimaat voor ondernemingen en

internationale werknemers. Laten we ze achtereenvolgens de revue laten passeren.

Op het gebied van de kennisinfrastructuur zijn successen behaald; denk aan de oprichting van de Duisenberg School of Finance. De discussies over de financiering van initiatieven vanuit het innovatiebudget van Economische Zaken doen echter het ergste vrezen. Innovatie wordt toch vooral verengd tot het domein van de beta's; de grote bijdrage van de financiële sector en de daarmee verbonden professionele dienstverlening aan de groei van onze welvaart wordt daarmee genegeerd. Op het gebied van NWO subsidies is het niet veel anders. Dood in de pot dus.

Nederland staat bekend om zijn open, internationale cultuur. Toch valt niet te ontkennen dat parochialisme in pers en politiek de wind in de rug heeft. Tekend is de reactie op de bankencrisis waar getracht is de schuld bij (buitenlandse) aandeelhouders te leggen en de beleidsreacties zich lijken te concentreren op het opstellen en afdwingen van een sober nationaal beloningsbeleid. Begrijpelijk maar op lange termijn niet houdbaar.

Dan regelgeving en toezicht. Het moet gezegd worden: de statuus van het toezicht is er door de crisis niet beter op geworden. Internationaal niet en bij de betrokken spelers en het publiek evenmin. Het beeld van toezichthouders die verstrikt zitten in het met mierenijver opsporen van kleine overtredingen waarbij materialiteitsoverwegingen uit het oog worden verloren dringt zich op. Uit eigen ervaring bij verschillende financiële instellingen kan ik dat beeld alleen maar bevestigen. De vraag is wat er aan te doen: de beste oplossing lijkt toch een drastische reductie van de omvang van de toezichthouders onder gelijktijdige aanpassing van de opdracht: namelijk een forse verhoging van de materialiteitsdrempel en een verruiming van de interventiemogelijkheden in het geval van majeure risico's. Terug naar risk- en principle based toezicht dus.

Tenslotte het algemene vestigingsklimaat; het gaat dan om zaken als bereikbaarheid, uitstraling, fiscale behandeling, toegankelijkheid en snelheid van de bureaucratie, woonklimaat, scholen etc. Op dit terrein is toch enige verbetering te bespeuren. De Zuid-as in Amsterdam is een mooi voorbeeld en de investeringen in verbetering van onze transport-

infrastructuur beginnen vruchten af te werpen. Enig optimisme is hier op zijn plaats.

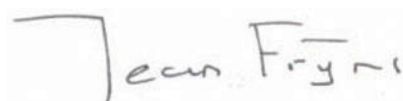
Een crisis scheidt nieuwe kansen

Het beeld dat bovenstaand geschetst is is weinig opwekkend. Waarschijnlijk is dat te somber. Iedere crisis scheidt nieuwe kansen; dat geldt ook voor deze crisis. De reductie van het bankendebiet zal leiden tot nieuwe initiatieven, vaak gedragen door oudwerknemers van die banken. De kapitaalmarkt zal aan kracht maar ook aan diversiteit winnen: dat geeft kansen voor talent dat niches ziet en wil ontwikkelen. De nog aanwezige financiële infrastructuur plus de nabijheid van Londen geven daartoe mogelijkheden. Nu al is een gestage toename van boutiques op het gebied van risk management, corporate finance en advies bij fusies en overnames te zien. Er is geen reden waarom dat zou stoppen.

Specifieke mogelijkheden zie ik voor de Amsterdamse beurs; de crisis heeft ons geleerd dat aan de groei en complexiteit van OTC handel grenzen zijn: in tijden van marktstress verdwijnt de liquiditeit snel en gaan deze markten op slot. Kansen voor beurzen als Amsterdam om standaard producten te ontwikkelen die de functionaliteiten van het OTC product hebben maar wel verhandelbaar worden via de beurs met alle voordelen van meer robuuste liquiditeit en centrale clearing van dien. Standaard securitisaties van bankleningen zou een mooi eerste product zijn. Voorwaarde is wel dat er een infrastructuur is van handelaren en professionele dienstverlening.

Op het gebied van vermogensbeheer ligt de toekomst open: naast het fenomeen van de groei van de uitvoeringsorganisaties voor pensioenfondsen zie ik ruimte voor boutiques, vooral maar niet alleen op het gebied van alternatives. De vraag is wel of de vestigingsplaatscondities in Nederland voldoende aantrekkelijk zijn: deze spelers zijn footloose en Zwitserland, Luxemburg of Londen trekken met gunstiger fiscale regimes voor expats.

En natuurlijk is niet uit te sluiten dat onze grote banken en verzekeraars zich opnieuw uitvinden en na jaren van gedwongen krimp zich opnieuw op de internationale kaart zetten. Dat kan in nieuwe vormen en onder nieuwe namen maar voortbordurend op rijkelijk aanwezige expertise. Waarom eigenlijk niet?





Noten

- 1 Zie bijvoorbeeld het artikel van mijn hand: J. Frijns, De toekomst van de Nederlandse financiële sector, VBA Journaal 2006, nr 2.
- 2 T.a.p, blz 16.: “concluderend moeten we stellen dat de comparatieve voordelen van de Nederlandse banken meer liggen op het terrein van het klassiek universal banking maar dat de prestaties op investment banking gebied bescheiden zijn”.
- 3 Plus voor de groeidynamiek van de Nederlandse economie als geheel.
- 4 De schaalvoordelen bij investment banks moeten niet gezocht worden in de kostensfeer maar op het gebied van netwerken, distributiekraft en als verschafter van (interne) liquiditeit.
- 5 Plus een navenante cultuur waar marktwaarderingen leidend zijn en tot op het hoogste niveau inzicht in markt- en liquiditeitsrisico's aanwezig is.
- 6 Zie hiervoor D. van Wensveen, Banks prospered against the odds. Why?, De Economist, vol 156, no3, september 2008
- 7 Een bijkomend voordeel is dat door de komst van Deutsche Bank de benchmark voor professioneel bankieren wordt verlegd; volgens Porter is de aanwezigheid van een competitieve binnenlandse markt een lange termijn succesfactor.