Rudi Vander Vennet *
Kurt Verweire **
Lutgart Van den Berghe ***

Financiële conglomeraten: een economisch en strategisch overzicht

Trefwoorden: financiële conglomeraten; performantie; risico; wetgeving en toezicht

Dit artikel geeft een overzicht van de theoretische en empirische literatuur over financiële conglomeraten. De auteurs geven een definitie van het concept en tonen het belang van deze ontwikkeling aan. Veel aandacht wordt besteed aan zowel de economische als de strategische motieven en aan de gevolgen van de vorming van financiële conglomeraten voor de performantie. Tevens wordt stilgestaan bij een aantal specifieke en systematische risico's die deze conglomeraten meebrengen en worden een aantal suggesties voor de toezichthouders geformuleerd. In het besluit proberen de auteurs de rol van financiële conglomeraten in het toekomstig financieel landschap te schetsen.

1. Definitie en situering

Gedurende de laatste decennia is de financiële sector grondig veranderd. Een van de belangrijkste ontwikkelingen is de toenemende verleving tussen de drie voornaamste onderdelen van de financiële sector, nl. de banksector, de verzekeringssector en de sector van de effecten- en beleg-
ginsinstellingen. Elk van deze subsectoren heeft een eigen geschiedenis, specifieke producten, instellingen en reguleringen (Koguchi, 1993). Als reactie op een aantal macrofinanciële tendensen en de toegenomen mededinging begeven de verschillende types financiële instellingen zich echter meer en meer op elkaars terrein, waardoor zowel de interne organisatie van de financiële instellingen als de marktstructuur veranderen. In deze bijdrage zullen we argumenteren dat deze evolutie op termijn voordelen kan opleveren voor de gemeenschap, in de mate dat een adequaat toezicht erin slaagt om de geassocieerde risico's te beheren.

De toenemende vervluchtig is een proces dat reeds lang aan de gang is en voornamelijk werd veroorzaakt door de desintermediatie in de banksector. Het gevolg van deze desintermediatie is dat banken actief op zoek zijn gegaan naar andere bronnen van inkomsten en zijn gaan diversifiëren, o.m. in de verzekeringsector. De verkoop van verzekeringsproducten via de bankkantoren bleek evenwel geen onverdeeld succes. In het midden van de jaren tachtig hebben sommige banken (Crédit Agricole, Deutsche Bank, ...) de stap gezet om de verzekeringsrisico's zelf te ondernemen en ze hebben daartoe hun eigen verzekeringsmaatschappijen opgericht. Dit veranderde de interface tussen de bank- en de verzekeringsector; in de plaats van overwegend coöperatieve verhoudingen tussen de banken en verzekeraars, krijgen we te maken met een competitieve interface. Door het opzetten van eigen verzekeringsmaatschappijen creëerden de banken immers nieuwe concurrenten voor de verzekeringsmaatschappijen. Vanaf dat moment zijn de termen bancassurance en assurance ontsnapt. Ondanks het feit dat er geen eenduidige definities zijn van deze begrippen, kunnen we stellen dat bancassurance vooral verwijst naar de verkoop van verzekeringsproducten via de traditionele bankkanalen; assurance is de omgekeerde strategie, waarbij financiële producten worden verkocht via de traditionele verzekeringskanalen (gebonden agents en makelaars).

Tegen deze achtergrond moeten ook de fusies in en tussen de bank- en verzekeringsector bekeken worden. De fusies op het einde van de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig waren vooral gericht op het verwerven van additionele distributiekanalen (bancassurance en assurance). De financiële conglomeraat werden dus vooral opgezet om de synergieën op het distributievlak te exploiteren. Het distributieverhaal is slechts een eerste stap in een convergentieproces, dat niet alleen plaatsvindt tussen banken, verzekerings en investent banks, maar ook tussen andere spelers uit de financiële sector. Denken we daarbij maar aan de banden tussen hervorzekerings en investent banks, of tussen verze-

Een financieel conglomeraat kan dus gedefinieerd worden als een gedi-

versifieerde groep van financiële instellingen, of nog "conglomerates whose primary business is financial, whose regulated entities engage to a significant extent in at least two of the activities of banking, insurance and securities business, and which are not subject to uniform capital adequacy requirements" (Joint Forum, 1999). Soms wordt ook de term universal bank gebruikt, maar in navolging van o.m. Steinbühler en Hur-

veers (1994) en Vander Vernet (2000) verdient het de voorkeur deze benaming voor te behouden voor financiële intermediaries die naast het uitoefenen van de traditionele bankactiviteiten ook aandeelshouders in niet-financiële instellingen zijn. Judeisch en organisatorisch kunnen financiële conglomeraat in verschillende vormen worden opgezet (Herring en Santomero, 1990; Saunders en Walter, 1994), gaande van een volledige integratie (het zogenaamde Duško model) tot een holdingstructuur die geen operationele relaties onderhoudt met de dochterondernemingen. In dit laatste geval is het sy-

Tegen deze achtergrond moeten ook de fusies in en tussen de bank- en verzekeringssector bekeken worden. De fusies op het einde van de jaren tachtig en het begin van de jaren negentig waren vooral gericht op het verwerven van additionele distributiekanalen (bancassurance en assurance). De financiële conglomeraat werden dus vooral opgezet om de synergieën op het distributievlak te exploiteren. Het distributieverhaal is slechts een eerste stap in een convergentieproces, dat niet alleen plaatsvindt tussen banken, verzekerings en investent banks, maar ook tussen andere spelers uit de financiële sector. Denken we daarbij maar aan de banden tussen hervorzekerings en investent banks, of tussen verzekerings en pensioenfondsen. De idee dat achter deze convergentie schuilt is dat verschillende soorten financiële instellingen dezelfde achterliggende functies en behoeften bevredigen. Zowel de banken als de levenverzekerings en de beleggingsinstellingen richten zich op vermogensaanwas voor huishoudens en bedrijven. Ook pensioenfondsen begeven zich duidelijk op deze markt. (Her)verzekerings en investent banks proberen beiden bepaalde risico's van klanten over te nemen. Ook de ontwikkeling van “investment banking”?capaciteit, in-house of via overnames, is door sommige financiële dienstgroepen ondermijn.

Voorbeelden zijn de veelvuldige overnames van Londense zakenbanken door continentale-Europese banken (Deutsche Morgan Grenfell, Dresdner Kleinwort Benston, UBS/SBC Warburg enz.). Aangezien meer- dere concurrenten een soortgelijke strategie hebben gevolgd, is de volgende stap het zoeken naar andere duurzame concurrentievoordeelen. Vandaar dat in het kader van de verdere herverkaveling van de financiële dienstensector o.m. diverse voorheen institutioneel gescheiden ta-

ken van asset- en risicobeheer worden samengevoegd ten behoeve van specifieke klantsegmenten, of dat nieuwe producten (zoals geïntegreerd risicobeheer, employee benefits enz.) worden ontwikkeld die zowel financiële als verzekeringsgezichten bezitten.
nergiepotentieel, maar tevens het risico, beperkt. Dergelijke classificaties tonen aan hoe de structuur van een financieel conglomeraat het energiepotentieel en het risicoprofiel kan bepalen. Anderzijds moet wel worden opgemerkt dat sommige modellen niet relevant zijn indien men het verzekeringsonderdeel in de analyse betrekt; het is immers nog steeds verboden om bank- en verzekeringsdiensten binnen eenzelfde entiteit te produceren.

In de Europese Unie (EU) is de vorming van conglomera ten en universiële banken toegestaan door de Tweede Bankrichtlijn (1989). In deze richtlijn heeft de EU geopteerd voor een bredere definitie van het begrip 


die instelling in de richting van de Duitse universiële banken. Aldus is het banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen toegestaan om onbeperkte aandelenparticipaties te nemen in elkaar; wat impliceert dat er geen wettelijke beperkingen meer zijn voor de vorming van financiële conglomera ten en universiële banken.1 In de Verenigde Staten (VS) werden sinds de Grote Depressie strikte scheidinglijnen toegepast voor commerciële banken, investment banks en verzekeraars (o.m. de Glass-Steagall Act van 1933). Recentelijk is de wetgever overgegaan tot een grondige modernisering van de financiële sector. De in 1999 goedgekeurde Financial Services Modernization Act (ook wel Gramm-Leach-Bliley Act genoemd) laat combinaties van banken en beleggingsinstellingen toe. Terzelfdertijd zijn ook de beperkingen die werden opgelegd door de Bank Holding Company Act (1956) weggewerkt, waardoor Amerikaanse banken nu ook verzekeringsmaatschappijen kunnen overnemen. Ondanks het feit dat de wettelijke beperkingen in de Verenigde Staten zijn opgeheven, zien we relatief weinig fusies tussen Amerikaanse banken en verzekeraars. Het voorbeeld van Citigroup, dit is de fusie van Citicorp (commerciële bank) en Travelers (verzekeraar en eige naar van de investment bank Salomon Smith Barney), wordt dus voorlopig nog niet op grote schaal gevolgd.

In Europa, daarentegen, zijn financiële conglomera ten veel belangrijker, hoewel consistent cijfermateriaal slechts in geringe mate voorhouden is (zie Hoschka, 1994; Borio en Filosa, 1994). Bovendien komen fusies tussen banken, verzekeraars en effectenvennootschappen beduidend meer voor dan in de Verenigde Staten (Berger, Demsetz en Strahan, 1999). Als illustratie geven we een aantal cijfers die de bankpene-

tratie in de levensverzekeringsmarkt aangeven. In het jaar 1996 bijv. zijn meer dan de helft van de nieuwe premies in de tak leven in Frankrijk afkomstig van bankverzekeraars. In andere Europese landen is dit percentage ook relatief hoog: in Italië 32%, in Finland 44%; België en Nederland scoren iets lager met respectievelijk 26% en 22% (Seeuw, 1999). De penetratie van de niet-levensmarkt door de banken is beduidend kleiner. Een andere indicatie voor het groeiend belang van financiële conglomera ten is het feit dat in de meeste Europese landen alle grote financiële spelers gedurende de laatste jaren aanzienlijke bank- en verzekeringsactiviteiten hebben opgebouwd. In België bijv. hebben alle grootbanken midden jaren negentig een belangrijke verzekeraar in de groep (KBC/ABB/Fidea, Fortis Bank/Verzekeringen, ING-BBL/De Vaderlandsche, Artesia/DVV).

In dit artikel bespreken we in het tweede deel de economische motivering voor de vorming van financiële conglomera ten, waarbij zowel het macro-economisch en reglementair kader als de bedrijfseconomische motieven aan bod komen. In deel drie en vier behandelen we de relatie ve performante van financiële conglomera ten, vanuit de in- en hoeogrendement/risico, maar ook vanuit bedrijfsstrategisch standpunt. In het vijfde deel gaan we na welke risico's gepaard gaan met de vorming van geïntegreerde financiële dienstengroepen en analyseren we hoe de overheid het toezicht kan optimaliseren. Deel zes besluit.

2. Economische motivering van financiële conglomera ten

De vorming van financiële conglomera ten is ingegeven door een aan tal bedrijfseconomische motieven, waarbij voorheen onafhankelijke financiële intermediarien pogen om door de combinatie en integratie van hun activiteiten synergïeën te realiseren aan de kosten- en/of de opbrengstenzijde. Maar het convergentiefenomeen in de financiële sector moet ook gezien worden tegen de achtergrond van een veranderende economische en institutionele omgeving. We gaan in op beide aspecten.

1 Aandelenparticipaties in niet-financiële ondernemingen (universiële banken) zijn gebonden aan bepaalde restrictions.
A. Macro-economisch kader

1. Desintermediatie

De zogenaamde *franchise value* van de commerciële banken is de laatste decennia sterk gefördert.7 Door fenomenen zoals effectivering, de ontwikkeling van liquide kapitaalmarkten en de daarmee samengaande toegang voor grotere ondernemingen tot goedkope niet-bancaire financiering, en de groei van afgeleide financiële producten is de intermedia-tie-activiteit van de banken onder druk gekomen. Terzelfder tijd schakelen spaarders gradualer over van bankdeposito-s naar liquide spaarvormen met een meer optimaal risico-rendementsprofiel die door beleggersvraag en verzekeringsmaatregelen worden aangedreven. Het gevolg is een vernauwing van het rentemarge van de banken en een sterke nadruk op de rendabiliteit. Banken hebben derhalve een sterke incentive om niet-traditionele inkomstenbronnen aan te boren en te diversificeren. Voor de hand liggende bronnen van niet-rente-inkomsten zijn verzekeringsmarkt en beleggingsdiensten. Onder meer dankzij de stijgende trend van natuurlijk van de obligatie- en aandelenmarkten zijn de beleggings-activiteiten het snelst groeiende segment over het laatste decennium. In de eurozone heeft de introductie van de euro dit proces versneld, met o.m. de toestandkoming van een brede markt voor ondernemingsobliga-ties (Giazzoni et al., 2000). In de mate dat banken zich meer toeleggen op adviesverlening en informatie-intensieve activiteiten, worden ze meer en meer broker in plaats van intermediair.

2. Demografische evolutie en veranderend spaargedrag

In de meeste westere landen leidt de demografische ontwikkeling in de komende decennia tot een vergrijzing van de bevolking en een toenemende druk op de pensioenstelsels. Dat geeft o.m. aanleiding tot een sterke groei van de pensioenvorming via collectieve spaarvormen (zie Davis, 1995). Zowel banken als verzekeringsmaatschappijen en beleggingsinstellingen zijn gradueel actief geworden in de groeiend markt van pensioenvorming. Gezien de schaalvoordelen bij de ontwikkeling, de marketing en de distributie van dergelijke beleggings- en verzekeringsvormen, zijn samenwerkingsverbanden een voor de hand liggende strategie.  

7 Schmitz et al. (1999) argumenteren evenwel dat het belang van desintermediatie niet mag worden overheerst door de rol van de banksector vermindert.

3. Economische omgeving

Zoals voor alle dienstenactiviteiten is de vraag naar financiële producten en diensten en het beheer van de eenheid geassocieerde risico’s afhankelijk van de macro-economische omgeving en in het bijzonder van de economische groei. Deze vaststelling geldt voor krediet- en verzekeringen, maar ook voor beleggingen en de activiteit op de financiële markten. Daarnaast is ook de inflatie een belangrijke factor, omdat de vraag naar langetermijnbeleggingen betwist wordt door de inflatieverwachtingen. In dat kader zijn de jaren negentig voor de financiële sector een burstrug periode, aangezien vooral in de VS, en in mindere mate ook in Europa, de macro-monetaire situatie een stimulerend effect uitoefent. In Europa heeft de EMU voor een extra stimulatie gezorgd. Nochtans wordt de financiële sector nog steeds gekenmerkt door overcapaciteit, hetgeen wordt verduidelijkt door de intense fusie- en overnameactiviteit. Fusions zijn ook het uitgelezen vehikel voor de vorming van financiële conglomeraten. De sterke prestaties van de aandelenmarkten hebben er mee voor gezorgd dat veel van de fusies op een vlotte manier gefinancierd konden worden. Vooral de grotere fusies worden vaak gefinancierd via een ruil van aandelen. Een gevar hierbij is dat, wanneer hoge, en de laatste jaren nog stijgende, overnamepremies worden betaald, de rendementen ex-post voor beleggers in bankaandelen daarvan een negatieve invloed kunnen ondergaan.

4. Informatie- en communicatiertechnologie (ICT)

De technologische vooruitgang heeft de productiefunctie van financiële intermediairs grondig gewijzigd. Naast kapitaal en arbeid is informatie immers een belangrijke inputfactor voor financiële instellingen. Het belangrijkste gevolg van ICT voor de financiële sector is de verschuiving van de distributiekanaal van het traditionele bankkantoor naar elektronische kanaal zoals ATM, home banking en internet. Er is evidentie dat deze nieuwe distributiekanaals aanzienlijke schaalvoordelen kunnen opleveren (Radecki et al., 1997). Het is evenwel duidelijk dat een verschuiving naar de ICT-distributievorm zeer grote investeringen en vaste kosten vergt. De prikkelen dit ook aanwezig om de nieuwe kana- len maximaal te gebruiken om gerelateerde producten en diensten aan te bieden. Daarenboven zorgt ICT ervoor dat de beschikbaarheid en de kosten van de transmissie van (digitale) informatie dalen. Daardoor verliezen de financiële intermediërs een deel van hun traditionele activitei-
ten (bijv. kredietverlening aan gereputeerde ondernemingen), omdat die op een transparante manier via financiële markten kunnen verlopen. Anderzijds zorgt de dalende kosten van informatie ervoor dat voorheen niet bediende klantensegmenten nu wel rendabel aangeboord kunnen worden (Emmons en Greenbaum, 1998). Ook hier is de prikkel aanwezig om de beschikbare klantensamenstellingen maximaal aan te wenden om een breed gamma van financiële diensten aan te bieden.

5. Regulering

Voornamelijk onder druk van de internationalisering van financiële systemen en de evolutie van de technologie hebben de meeste geïndustrialiseerde landen op het einde van de jaren tachtig een ingrijpende deregulering van de financiële sector doorgevoerd. Voorbeelden hiervan zijn de eliminatie van kapitaalcontroles en het terugdringen van het overheidsingrijpen bij de rentevervorming. In de financiële sector werden vooral de niet-marktconforme vormen van regulering (zoals restricties op grensoverschrijdende activiteiten en beperkingen op de functionele diversificatie van financiële instellingen) geëlimineerd ten voordele van marktconforme vormen van regulering (zoals kapitalver- eisten, informatieverstrekking en mededingingscontrole) (OECD, 1992). Als gevolg van deze deregulering is de mededeling in de financiële sector sterk toegenomen. Fusions en conglomererafwerking werden door de financiële instellingen vaak als een defensieve strategie gehandhaa- teerd, maar soms ook in het kader van een offensieve groeistrategie.


B. Bedrijfsconomische motivering

Naast de algemeen-economische ontwikkelingen is het ook belangrijk om te kijken naar een aantal bedrijfsconomische motiveringen. In een vorig punt hebben wij reeds aangegeven dat financiële conglomeraten beschouwd kunnen worden als gediversifieerde financiële instellingen. Diversificatie is een van de meest onderzochte strategische concepten gedurende de laatste dertig jaar. Een hele reeks onderzoekers heeft ge- probeerd een antwoord te vinden op de volgende twee vragen: (1) presteren gediversifieerde bedrijven beter dan gespecialiseerde bedrijven? En (2) is een relatierelatie diversificatie beter dan een ongerelateerde di- versificatie? (Datta et al., 1991; Ramanujam en Varadarajan, 1989; Hos- kisson en Hitt, 1990; Dess et al., 1995). Deze vragen zijn zeer relevant in de context van de financiële conglomeraten. Vaak worden financiële conglomeraten immers vergeleken met de industriële conglomeraten die in de jaren zestig en zeventig zijn ontstaan. Maar deze vergelijking is niet volledig op, omdat financiële conglomeraten veel minder ongerelateerd zijn dan industriële conglomeraten, waarvan er in de jaren tachtig veel werden opgesplitst. De strategische en economische studies hebben echter geleid tot eindelijke antwoorden op de vragen. Onder- zoekers zijn ervan overtuigd dat een diversificatie-strategie een complexe strategie is met veel verschillende dimensions, zoals een eenduidig antwoord op beide vragen moeilijk te geven is (Dess et al., 1995; Hoskis- son en Hitt, 1990; Datta et al., 1991). Daarnaast geeft de overtuiging dat naast een strategische fit ook een organisatorische fit noodzakelijk is. Dit betekent dat het implementatieproces even belangrijk, zoniet belangrij- ker is, voor het welslagen van een diversificatie strategie dan de keuze tussen een gerelateerde en een ongerelateerde diversificatie (Datta, 1991; Hill et al., 1992).

Ondanks het feit dat onderzoekers zich meer hebben toegespitst op de bedrijfseconomische gevolgen van diversificatie (performance), hebben heel wat studies ook aandacht besteed aan de antecedenten van diversificatie en is men tot een aantal mogelijke motieven gekomen waarom bedrijven diversifiëren. Algemeen kunnen de motieven ingedeeld worden in drie grote categorieën: (1) economische motieven, (2) persoonlijke overwegingen en (3) organisatorische motieven. In de literatuur gaat de meeste aandacht uit naar de economische en persoonlijke motieven. De organisatorische aspecten worden heel vaak vergeten, maar zijn o.l.v. niet onbelangrijk.
I. Economische motieven voor diversificatie

Economisch gezien is de creatie van een financieel conglomeraat voordelig wanneer de combinatie van diverse activiteiten leidt tot lagere gemiddelde kosten of hogere opbrengsten. De geconsolideerde inkosten zullen hoger zijn wanneer de gecombineerde entiteit erin slaagt haar inkomstenerogene capaciteit te versterken door cross-selling, het aanbebinden van een geïntegreerde gamma van financiële producten en diensten, of door een grotere marktmacht. De operationele kosten zullen relatief lager zijn wanneer de integratie de realisatie van synergieën mogelijk maakt, bijv. door schaal- en diversificatievoordelen. Ook de kostprijs van de aangetrokken werkersmiddelen kan dalen door een betere rating of reputatie-effecten. Het centraal uitgangspunt bij elk van de motieven is dat de strategie waarde creëert voor de aandeelhouders (Berger, Demsetz en Strahan, 1999).

a) Kosten- en opbrengstsynergieën

De bundeling van diverse financiële activiteiten in een conglomeraat kan aanleiding geven tot kostenvoordeelen. De efficiëntiestijging kan worden veroorzaakt door schaalvoordelen (economies of scale) of diversificatievoordelen (economies of scope). Schaalvoordelen treden op wanneer de gemiddelde kosten dalen door schaalvergroting. Het traditionele voorbeeld is het optimale gebruik van de informatie- en computerinfrastructuur. Diversificatievoordelen treden op wanneer de operationele kosten relatief dalen door de gezamenlijke productie en het gezamenlijke aanbod van verschillende diensten. De bron van de kostenvoordeelen is het optimale gebruik van inputfactoren, zoals informatie, arbeid, financieel kapitaal en het distributienetwerk. In de mate dat de relatieve kostendalingen deels of volledig worden doorgerekend aan de klanten, kunnen zowel de financiële groepen als de consumenten een voordeel genieten. Het is evident dat de mate waarin conglomeraaten potentiële synergieën kunnen realiseren deels afhankelijk is van de mate van operationele integratie van de onderdelen van de financiële dienstengroep en derhalve kan verschillen naar gelang van de juridische vorm van het conglomeraat.

De aanwezigheid in de financiële sector van schaal- en diversificatievoordelen aan de kostenzijde blijft evenwel een controverse onderwerp. De meeste Amerikaanse studies concluderen dat de schaalvoordelen voor banken uitgeput zijn bij een relatief geringe omvang (Berger, Hanweck en Humphrey, 1987). Deze vaststelling moet evenwel gezien worden tegen de achtergrond van een sterke functionele scheiding van de diverse financiële activiteiten in de VS. Recentere Amerikaanse studies voor de jaren negentig vinden noch toezicht schaalvoordelen voor veel grotere banken dan voorheen, hetgeen suggereert dat de gecombineerde effecten van deregulering en technologische vooruitgang de optimale omvang hebben verhoogd (Berger en Mester, 1997). Buiten de VS worden typisch schaalvoordelen gevonden tot een veel hogere bankomvang, hetgeen erop zou kunnen wijzen dat functioneel gediiversifieerde banken een grotere optimale schaal hebben. De empirische evidente omtrent potentieel kostenvoordelen door kostencomplementariteiten bij de uitbreiding van het gamma van financiële producten en diensten blijft gemengd; de meerderheid van de studies concludeert dat ze weinig belangrijk zijn of zelfs onbestaande (Saunders en Walter, 1994; Lang en Welzel, 1996; Vander Vennet, 2000). Ook in de verzekeringsector zijn studies verricht naar de grootte van schaal- en diversificatievoordelen. De resultaten wijzen in dezelfde richting; men vindt aanwijzingen voor het bestaan van schaalvoordelen, maar er is geen sluitende evidente voor diversificatievoordelen (Foresteri, 1993; Hardwick, 1993; Grace en Timme, 1992). Deze vaststellingen zijn moeilijk verzoenbaar met een theorie die de geobserveerde trend van conglomeraantvorming verklaart doore potentiele kostenvoordelen. Het valt evenwel niet uit te sluiten dat ecologistische en dataproblemen een accurate inschatting van de scope economies (voorlopig) verhinderen.

Naast kostenvoordeelen kan een efficiëntere combinatie van financiële diensten in een conglomeraat ook aanleiding geven tot hogere opbrengsten. Het inkomstenpotentieel van een geïntegreerde financiële groep kan versterkt worden door de gezamenlijke marketing en distributie van bank-, verzekering- en beleggingsproducten. Dit is zeker het geval wanneer de consumenten een voorkeur hebben voor een gebundeld aanbod, zodat transactie- en informatiekosten vermeden kunnen worden (one-stop shopping).3 Het lijkt evident dat de cross-selling van diverse producten via de multipel distributiekanalen waarover banken en verzekeringsmaatschappijen (kantoren, agenten, elektronische kanalen) het inkomstenpotentieel van conglomeraat zou versterken. Diverse studies vinden evidente dat de rendabiliteit van banken verbetert door

3 Corcoran (1999) heeft evenwel vastgesteld dat meer ontwikkelde en veelzijdige consumenten veelvuldig shoppinggedrag vertonen, terwijl andere klantsegmenten meer geëngageerd zijn om een totaalpakket bij één financiële instelling onder te brengen.
het aanbod van niet-traditionele bankdiensten (Canals, 1993; Gallo et al., 1996). Door hun veelvuldige contacten met klanten kunnen financiële dienstengroepen tevens de kwaliteit van de informatiestromen optimaliseren in het kader van een langeterminrelatie met de klant. Daarboven zijn financiële diensten vaak gekenmerkt door aanzienlijke switching costs die een "lock-in"-effect kunnen veroorzaken (Klempereez, 1987). Door uitbreiding van het diensten assortiment met bijv. verzekeringsproducten kunnen banken tegen dit "lock-in"-effect te versterken en klanten meer loyaal te maken. Ten slotte kunnen baten uit de opbrengsten van hun oorsprong vinden in het gebruik van een sterke merknaam (brand-based revenue economies, zie Dermine, 1999).

Synergieën kunnen ook financieel van aard zijn. Naast de creatie van een interne markt voor arbeid en informatie geeft de vorming van een financieel conglomeraat ook aanleiding tot de creatie van een interne kapitaalmarkt.4 In de mate dat het management van een conglomeraat erin slaagt om de beheersstructuur te stroomlijnen, kunnen de gemergerende transactie- en informatiekosten geminimaliseerd worden (Teece, 1982; Williamson, 1975). Deze informatie kan gebruikt worden om een optimale kapitaalallocatie te bewerkstelligen tussen de diverse onderdelen van het conglomeraat. Op die manier kunnen activiteiten met een groot verwacht rendement maximaal financiële ondersteuning krijgen en kunnen middelen intern snel gerealiseerd worden. Aangezien financiële activiteiten onderworpen zijn aan steeds strengere kapitaalverlies, kan het beschikbare eigen vermogen optimaal worden ingezet.

b) Efficiëntie

Schaal- en diversificatievoordelen verwijzen enkel naar het statische effect van schaal en productmix op de kosten. Diverse studies hebben evenwel aangetoond dat operationele of X-(in)efficiëntie in de financiële sector vaak belangrijk is dan schaal-(in)efficiëntie, m.a.w. dat het management van de inputs belangrijker is dan de schaal op zich. Deze bevinding geldt zowel voor de banksector (Berger en Mester, 1997; Allen en Rai, 1996) als voor verzekeringssector (Rai, 1996; Cummins en Weiss, 1993; Borde, Chambliss en Madura, 1994).5 Men kan immers verwachten dat het management van financiële instellingen in tijden van deregulering en verhoogde mededinging meer belang moet hechten aan een verbetering van de technische en allocatieve efficiëntie. Het vormen van een financieel conglomeraat kan een middel zijn om door gerichte acties van het management de potentiële synergieën om te zetten in kostenvoordeel. Daarboven wordt geargumenteerd dat er een disciplinerend effect van de overnemakracht kan uitgaan, wanneer voorheen gespecialiseerde banken, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsondernemingen elkaar kunnen overnemen (Saunders, 1994). Door deze monitoring heeft het management de incentive om een suboptimaal allocatie van inputs te vermijden en de waarde van de verkoop van de voorbeelden te maximaliseren. In sommige gevallen zijn fusies, die kunnen leiden tot de creatie van financiële conglomeraaten, een ideaal moment om gerichte rationaliseringen door te voeren (Vander Venne, 1996).

c) Marktmacht

Een financieel conglomeraat kan waarde voor de aandeelhouders creëren door het uitoefenen van marktmacht. De marktmachthypothese is in principe het relevantst bij fusies tussen bedrijven uit eenzelfde bedrijfstak (horizontale fusies). Daar veronderstelt men dat een daling van het aantal aanbieders, en dus een stijging van de concentratie, kan leiden tot monopolistisch concurrentieverlies en een stijging van de prijzen (Berger, 1995). Maar ook gediverseerde financiële groepen kunnen marktmacht uitoefenen door een strategie van kruissubsidiering toe te passen (Montgomery, 1994). Conglomeraaten kunnen immers de winsten van een business unit gebruiken om een andere business unit tijdelijk te financieren.6 Daardoor kunnen bepaalde onderdelen van een conglomeraat gedurende een periode aan prijsconcurrentie worden onttrokken en de marktgeprijsde worden. Op die manier kunnen gespecialiseerde spelers uit de markt gejat worden. Dit veronderstelt evenwel dat de markten voor financiële diensten niet perfect contesteerbaar zijn, bijv. via toetreding. Gezien de voortschrijdende internationalisering en de penetratie van de markt voor financiële diensten door andere aanbieders (voor-

4 De grotere interne arbeidsmarkt van financiële conglomeraaten geeft meer ruimte voor het organiseren van een modern human resources management, inclusief prestatieverdelingen en jobrotation. De reputatie van het conglomeraat kan bovendien een troef zijn om de best gekwalificeerde medewerkers aan te trekken.

5 Zowel in de VS als in Europa ligt de geschatte graad van operationele inefficiëntie in de banksector tussen 20% en 30% (Berger en Mester, 1997; Vander Venne, 2000). In de verzekeringssector worden kostenin efficiënties van 10% tot 25% gerapporteerd (Cummins, Tennyson en Weiss, 1999).

6 Een bekend voorbeeld is de kruissubsidiering tussen hypotheekleningen, waarvoor de concurrentie vaak scherp is, en de verkoop van bijv. een brandverzekering.
beelden zijn autodistributieaf, warenhuizen of internetbedrijven), is deze veronderstelling wellicht niet houdbaar. Anderzijds stelt de theorie van multimarktcontact dat strategisch gedrag ertoe kan leiden dat conglomera- ten die elkaar beconcurreren in verschillende marktsegmenten of in verschillende geografische markten, de graad van mededinging zullen beperken uit vrees voor wederzijdse vergelding (Bernheim en Whinston, 1990).

d) Diversificatie

De klassieke portefeuilletheorie suggereert dat de combinatie van diversifieerde financiële diensten kan leiden tot een reductie van het risico van de geïntegreerde entiteit. Als de inkomsten van bank-, verzekering- en effectenactiviteiten imperfect gecorreleerd zijn, zullen de geaggregeerde opbrengsten stabiel zijn en het geval van specialisatie. Door de verbeterde kwaliteit van de inkomsten kunnen financiële conglomera- ten beter bestaan tegen monetair- en macro-economische schokken, wat hun rendement/risicoprofiel ten goede kan komen.7 Berston et al. (1995) hebben vastgesteld dat de prijs voor een bankovername positief ben- vloed wordt door de potentiële diversificatievoordelen. Diversifitrende overnames kunnen ook de efficiëntie op lange termijn verbeteren door de kwaliteit van het management te versterken (Milbourn et al., 1999). In de mate dat diversificatie leidt tot een stabielere financieel systeem, kunnen de overheid en de toezichthouders dit aspect positief waarderen. De voornaamste vraag is of de onderdelen van een financieel conglomeraat effectief verschillend reageren op wijzigingen in relevante financiële variabelen zoals economische groei, rentevoeten, inflatie, de evolutie op obligatie-, aandelen- en afgeleide markten, enz. Gezien de inherente verskil- len inzake risicotypes en de verschillende structuur van de balansen en resultatenrekeningen van banken, verzekeraars en effectenvervoerta- schappen, is een zekere graad van complementariteit evident. Wanneer geïntegreerde financiële dienstengroepen daarenboven geografisch ge- diversifieerd zijn, vermindert in principe de mate van de landerspecifieke macro-economische risico. Strategische studies hebben aangetoond dat er een curvilineair verband bestaat tussen geografische diversificatie en performantie (Geringer et al., 1989; Hitt et al., 1997). Een toenemende
graad van geografische diversificatie leidt tot een verbetering van de performantie, maar zodra men een bepaald niveau van diversificatie heeft bereikt, treedt een daling van de performantie op.

2. Niet-vaardemaximaliserende motieven voor diversificatie

In de realiteit blijkt dat diversificatie niet automatisch leidt tot waarde- creatie. Vandaar dat ook alternatieve hypothesen zijn geformuleerd die niet uitgaan van de assumptie van waardemaximalisatie ten voordele van de aandeelhouder, maar die wijzen op potentiële belangenconflicten tussen aandeelhouders en managers. Deze motieven zijn gebaseerd op de agency-theorie, die het conflict tussen een principal en een agent centraal stelt. De principal is in dit geval de aandeelhouder, de agent is de manager van het (financieel) conglomeraat. De agency-theorie gaat ervan uit dat de aandeelhouders en de managers verschillende doelstellingen kunnen nastreven. De aandeelhouders streven naar een maximalisatie van de waarde van hun financiële beleggingen. Managers kunnen echter doelstellingen beogen die te maken hebben met hun verlenging en jobzekerheid. Het principe van de free cash flow, ontwikkeld door Jensen (1986), bundelt verder op dit agency-conflict en gaat ervan uit dat de managers meer investeren (en diversificeren) dan wenselijk is. Free cash flow wordt gedefinieerd als de cash flow die overblijft nadat alle investeringsprojec- ten met een positieve netto contante waarde zijn gefinancierd. Normaal zou deze free cash flow in de vorm van hogere dividenden of door inkoop van eigen aandelen moeten worden uitgekeerd aan de aandeelhouders.8 Dit is echter niet altijd het geval; soms gebruiken managers de free cash flow om extra acquisities en diversificatieprojecten te financieren.

Men kan zich de vraag stellen waarom managers geneigd zijn om te in- vesteren in projecten met een verwachte negatieve netto contante waarde. De volgende hypotheses werden daarvoor ontwikkeld. Een eerste voor de hand liggende reden is dat het salaris van de managers op de een of andere manier gecorreleerd is met de grootte van de onderne- ming. Harris (1964) en Mueller (1969) worden algemeen beschouwd als de grondleggers van deze "growth-maximization"-theorie. Deze au- teurs hebben aangetoond dat zowel monetaire als niet-monetaire voor- men van verlenging (zoals prestige en macht) gemakkelijker verkregen worden in grotere ondernemingen. Diversificatie is dus een belangrijk

7 Het traditionele argument tegen diversificatie is immers dat ondernemingen niet hoe- ven te diversificeren omdat aandeelhouders zelf kunnen, in de veronderstelling dat diversificatie door de investeerders geen aanzienlijke extra kosten verget en dat aande- lenmarkten relatief efficiënt zijn.

8 De laatste jaren passen ook (voornamelijk in het Verenigd Koninkrijk gevestigde) ban- ken de techniek van inkoop van eigen aandelen toe.
3. Organisatorische motieven voor diversificatie

De meeste studies over diversificatie beperken zich voornamelijk tot de motieven die gebaseerd zijn op waardemaximalisatie en agency-conflicten. Larsson (1990) voegt een derde mogelijke verklaring toe, die ervan uitgaat dat diversificatie niet noodzakelijk wordt nagestreefd omwille van efficiëntie of om de positie van de managers te verbeteren. Hij stelt dat "This (i.e. organizational rationality) may be neither economically rational since a firm can willingly make a value decreasing combination to gain better control over crucial resource dependencies, nor personally rational since there might not be any clear personal gains sought or available. The organizational rationality may coincide with economic (and personal) rationality, but its distinguishing mark is that it involves motives for enhancing the survival of the organization regardless of whether it increases economic value and personal gains or not" (Larsson, 1990).

Uitgangspunt van deze theorie is dat de onderneming, als ze wil overleven, een strategie moet doorvoeren waar de onmiddellijke voordeelen niet direct zichtbaar zijn. Milbourn, Boot en Thakor (1999) tonen aan dat de verruiming van het activiteitsgamma (conglomeraatvorming) strategische voordelen, en dus op termijn aandeelhouderswaarde, kan bieden in een competitieve omgeving waarin de huidige activiteiten winstgevend zijn, maar er aanzienlijke onzekerheid is over de toekomstige competenties die nodig zijn voor succesvolle competitie. Verbreding van de scope, o.m. door conglomeraatvorming, kan de financiële instelling een first-mover voordeel geven in nieuwe activiteiten. Als meerdere ondernemingen in een sector een analoge strategie nastreven, kan er sprake zijn van een imitatie-effect, dat deels fusie- en overnamegolven kan verklaren.

3. Performantie van financiële conglomeraten: the big picture

De vraag is of er systematische verschillen bestaan tussen financiële conglomeraten en gespecialiseerde financiële dienstverstrekkers in termen van rendabiliteit en risico. De gecombineerde evolutie van deze performantie-indicatoren kan uitsluitend geven over de vraag of conglomeraatvorming nettowaarde creëert. Voor de analyse van dit vraagstuk kan een onderzoeker in principe een beroep doen op twee types van data: boekhoudkundige gegevens uit jaarrekeningen van de betrokken ondernemingen of beursgegevens. Beide types hebben evenwel hun gebreken. Het voornaamste nadeel van boekhoudkundige gegevens is dat ze onhevig kunnen zijn aan window dressing vanwege het management. Een nadeel bij het gebruik van aandelenrendementen is dat relatief weinig financiële intermediairs beursgenoteerd zijn en dat algemene markttendensen de interpretatie van individuele prestaties bemoeilijken.

Er bestaan weinig studies die specifiek de verschillen inzake rendabiliteit tussen financiële conglomeraten en gespecialiseerde financiële dienstenverstrekkers analyseren. In een aantal studies worden internationale vergelijkingen gemaakt die de relativiteit van performantie van financiële intermediairs in verschillende landen of regionale entiteiten weergeven (zie ECB, 1999), maar ze bevatten geen expliciete evidentie over congro-
meraten.9 In de Verenigde Staten was het in de periode vóór 1999 in principe onmogelijk om empirische analyses te ondernemen op basis van financiële conglomeraten wegens de wettelijke scheiding tussen de taken van de financiële sector. Als alternatief gaven Kwan en Lademan (1999) een overzicht van de relatieve winstgevendheid van hypothetische combinaties van banken en andere financiële intermediaries. De auteurs concludeerden dat vooral verzekeringen en effectenhandel, en in veel mindere mate underwriting en investment banking, positief kunnen bijdragen tot de rendabiliteit van geïntegreerde dienstverleners.10 Kwan (1998) vindt dat vennootschappen die actief zijn in de effectenhandel, een hogere ROA (return on assets) hebben dan banken, terwijl de ROA van onder nemingen die actief zijn in de plaatsing van effecten, vergelijkbaar is met die van banken.

In Europa zijn wel analyses van bestaande conglomeraten mogelijk. Vander Vennet (2000) onderzoekt de kosten- en winstefficiëntie van financiële conglomeraten versus gespecialiseerde banken in Europa op basis van een stochastische frontier. Voor een outputmix van traditionele (deposito’s en kredieten) en niet-traditionele bankactiviteiten (commissies, effectenhandel enz.) vindt hij dat financiële conglomeraten gemiddeld een hogere graad van efficiëntie behalen dan hun gespecialiseerde concurrenten, maar de verschillen zijn niet groot.11 Algemeen zou men kunnen stellen dat, aangezien gespecialiseerde banken vooralsnog overleven in directe concurrentie met financiële conglomeraten, de verschillen inzake efficiëntie en winstgevendheid wellicht niet zeer groot zijn. De vraag is of op lange termijn de omvang van de potentieel bete den van financiële convergentie inderdaad dermate substantieel is om dit type van organisatie optimaal te maken. Saunders en Walter (1994) vergelijken de competitiviteit van financiële instellingen die opereren in verschillende reglementaire omgevingen. Hun onderzoek maakt geen uit spraken mogelijk over de performantie van financiële conglomeraten, maar ze besluiten wel dat het opheffen van restricties inzake de mix van toegelaten financiële activiteiten de competitiviteit op lange termijn van financiële dienstenondernemingen positief kan beïnvloeden in een periode van toenemende internationale concurrentie.

Naast rendabiliteit is het evenzoveel van belang het risico van financiële conglomeraten in te schatten. Een belangrijke motivatie voor het bundelen van financiële diensten is immers dat de stabiliteit van de opbrengsten en de winsten kan toegenomen bij niet-perfecte correlatie. Empirische evidentie over het risicoprofiel van de combinatie van activiteiten kan worden bekomen door de relatieve risicopositie van financiële conglomeraten te analyseren. Een andere mogelijke aanpak is het opzetten van simulaties waarbij de variatie van de boekhoudkundige of de beursrendementen van synthetische portefeuilles van banken, verzekeringsmaatschappijen en investment banks wordt onderzocht. De meeste studies besluiten dat, in vergelijking met gespecialiseerde banken, de rendementen van de hypothetische combinaties relatief hoger zouden zijn, terwijl het risico ongeveer gelijk blijft (Benston, 1994; Genetay en Molyneux, 1998). Saunders en Walter (1994) simuleren fusies tussen beursgenoteerde Amerikaanse commerciële banken, levens- en schadeverzekeringsmaatschappijen, en effectenhandelaars. Ze concludeerden dat banken die diversificeren in andere financiële diensten, potentieel een lager risico hebben en dat de risicoverdelicte toeneemt naarmate meer diversificerende activiteiten worden ondernomen.12 Bovendien blijkt dat de daling van het risico aanzienlijker is van neer banken verzekeringactiviteiten ondernemen in vergelijking met banken die expanderen in de effectenbusiness. Kwan (1998) vindt dat de variabiliteit van de ROA van effectenvennootschappen, en dus hun risico, hoger is dan die van commerciële banken. Wall et al. (1993) rapporteren evenwel een negatieve correlatie tussen de ROA van banken en effectenbrokers, zodat de bundelde van deze activiteiten kan leiden tot een reductie van het totale ondernemingsrisico. Op basis van fusiesimulaties vinden Boyd, Graham en Hewitt (1993) dat de kans op insolvентie van bank holding companies die diversificeren in effectenhandel kan toene men.13 Analoge besluiten worden getrokken voor de combinatie van bank- en verzekeringsactiviteiten (zowel levens- als schadeverzekeringen). Hoewel de meeste studies tot het besluit komen dat het risico van verzekeringsmaatschappijen groter is dan dat van banken, zou een integratie van beide

9 Internationale vergelijkingen van relatieve performantie kunnen misleidend zijn wegens verschillen tussen landen inzake boekhoudpraktijken, de groei van nationale economieën, spaargedrag, wettelijke beperkingen en belastingverschillen (Benston, 1994).
10 Voorzichtigheid is derhalve geboden.
11 Aangezien het gaat om hypothetische conglomeraten, zijn de mogelijke additionele betoegen, bijv. veroorzaakt door reële synergies, of additionele kosten, bijv. door een complexere organisatie, niet in rekening gebracht.
12 Risico wordt gemeten aan de hand van de standaardafwijking van de synthetische aan delenrendementen.
13 De kans op faillissement wordt gemeten als de kans dat negatieve resultaten het eigen vermogen substantieel zouden aantasten.
activiteiten het ondernemingsrisico van het conglomeraat kunnen verlagen (Kwan en Laderman, 1999). Bij de interpretatie van deze resultaten moet men er evenwel steeds rekening mee houden dat de onderzochte financiële dienstengroepen vaak opereren in een verschillend institutioneel en juridisch kader.

4. Performantie van financiële conglomeraaten vanuit een strategische invalshoek

De studies die de performantie van diverse types van financiële dienstverstrekkers analyseren, gaan uit van de assumptie dat financiële conglomeraaten een homogene groep van financiële instellingen zijn, met dezelfde kenmerken. Deze veronderstelling strookt evenwel niet met de realiteit. Het is opvallend hoe verschillend de financiële groepen hun diversificatiestrategie vorm hebben gegeven. Het is niet altijd makkelijk om groepen zoals ING en Fortis, die beide aanzienlijke bank-, verzekering- en effectendepartementen hebben, te vergelijken met financiële groepen zoals ABN-AMRO of de Artesia Groep, waar de verzekeringactiviteiten relatief gezien minder belangrijk zijn dan de bankactiviteiten. Financiële conglomeraaten verschillen niet alleen wat betreft de relatieve samenstelling van de bank-, verzekering- en effectenportefeuille; zij verschillen ook in de manier waarop de diversificatiestrategie wordt geïmplementeerd en inzake organisatiestructuur van de groep.

Ondanks het feit dat financiële conglomeraaten een van de belangrijkste ontwikkelingen vormen binnen de financiële sector, is het verrassend dat er vanuit Europa (en de Verenigde Staten) voor de financiële sector nauwelijks onderzoek is verricht naar de verschillen in diversificatiestrategie en hun effect op de performantie. Nochtans biedt de strategische managementliteratuur, die zich bijna uitsluitend heeft toegespitst op industrieel conglomeraat, heel wat aanknopingspunten voor de analyse van de performantie van financiële conglomeraaten. Traditioneel worden in de diversificatieliteratuur de volgende dimensies onderscheiden:
- diversiteit: de mate waarin een groep gediversifieerd is (extent/degree of diversification);
- type van diversificatie: gerelateerde versus ongerelateerde diversificatie (type of diversification);
- manier van diversificatie: interne ontwikkeling (eigen opstart) versus externe ontwikkeling (fusies en overnames) (mode of diversification).

Onderzoek in de jaren negentig heeft aangetoond dat de traditionele dimensies, die een indicatie zijn van de "strategische fit"14, geen voldoende verklaring bieden voor het al dan niet succesvol zijn van gediversifieerde ondernemingen (Ramanujam en Varadarajan, 1989; Hosciksson en Hitt, 1990; Hill et al., 1992). Naast een "strategische fit" is het ook noodzakelijk om een "organisatorische fit" na te streven. Het uitgangspunt hierbij is dat niet alleen de potentiële gerelateerdheid het succes van een diversificatiestrategie bepaalt, maar ook hoe potentiële synergieën worden omgezet in reële synergieën. Het implementatieproces speelt hierbij een zeer grote rol (Nayyar, 1992). Het onderzoek waar we naar verwijzen is echter vooral van toepassing op industriële ondernemingen. Bedrijven uit de dienstensector en vooral de financiële instellin-
gen worden uit de steekproef gewezen, vanwege hun specifieke karakter. Dit verklaart voor een deel waarom strategisch onderzoek naar financiële conglomeraaten bijna onbestaand is.

Een uitzondering is Verweire (1999), die de performantie van financiële conglomeraaten in België en Nederland voor de periode 1991-1996 heeft onderzocht. Dit was een relatief stabiele periode, aangezien de meeste Belgische en Nederlandse financiële conglomeraaten gevormd zijn op het einde van de jaren tachtig of bij het begin van de jaren negentig.15 Verweire defineert een financieel conglomeraat als een financiële groep met ten minste een bank en een verzekeraar. Hij identificeerde 22 financiële conglomeraaten in 1991, een aantal dat opliep tot 27 in 1996. Alle grote spelers in België en Nederland voldeden aan deze definie.16 De volgene de aspecten werden in de analyse betrokken:
- Diversiteit van het financieel conglomeraat. Deze diversiteit is een maat-
voor het synergiepotentieel dat binnen een financieel conglome-
raat aanwezig is. Het spreekt voor zich dat er meer synergieën te be-

---

14 Strategische fit is een term die voornamelijk wordt gebruikt in de literatuur over fusies en overnames en alliances. Strategische fit geeft aan in welke mate de strategische doelstellingen en belangen van de partners op elkaar afgestemd zijn (Dewtsa, 1994). Strategische fit wordt vooral geoperationaliseerd door middel van het type van diversificatie. Uitgangspunt is dat de strategische fit groter is wanneer de partners op enige manier aan elkaar gerelateerd zijn. Deze relatiedeheid kan worden gedefinieerd in termen van producten, markten, technologie enz.

15 In België is de fusiegolf in de bank- en verzekeringsector pas na 1996 ingezet met de oprichting van Dexia, de overname van BBL door ING, de creatie van KBC en de Artesia Groep, en de overname van de Generale Bank door Fortis.

16 Zelfs ABN-AMRO, Stad Rotterdam, Aegon, en indertijd ook BBL, Generale Bank en Gemeentekrediet voldeden aan deze eisen, omdat zij een kleinere verzekerings of (spaar)bank in de groep hadden.
halen vallen indien het conglomeraat aanzienlijke bank- en verzekeringactiviteiten uitoefent, dan wanneer een van de activiteiten relatief beperkt is.

- **Manier van diversificatie.** Er werd gekeken in welke mate financiële conglomeraten een beroep deden op interne versus externe ontwikkeling.

- **Manier waarop synergie wordt gerealiseerd** (implementatie van de diversificatiestraategie). Centraal element was de mate van centralisatie en integratie tussen het bank- en verzekeringseinde binnen het financieel conglomeraat en de mate waarin het topmanagement de samenwerking tussen de twee verschillende takken stimuleert. Het belang van integratie werd reeds in een aantal eerdere papers en studies benadrukt (Herring en Santomero, 1994; Hosch,ia, 1994; Coopers & Lybrand, 1993).

De studie heeft geleid tot een aantal verrassende inzichten. Verweire (1999) toonde aan dat financiële conglomeraten met een groot synergiepotential minder goed presteerden dan financiële conglomeraten waar het synergiepotential eerder beperkt was (m.a.w. die financiële conglomeraten die meer gespecialiseerd waren). Meer gediversifieerde financiële conglomeraten hebben echter een beter risicoprofiel17, zodat er evidentie is voor het bestaan van een trade-off tussen winstgevendheid en risico. Ook de manier van diversificatie is van invloed op de uiteindelijke performantie van het financieel conglomeraat. Indien een sterker beroep wordt gedaan op fusies en overnames, resulteert dit in een relatief lagere rendabiliteit dan wanneer diversificatie wordt bewerkstelligd via interne ontwikkeling. Ook hier is er sprake van een trade-off tussen return en risico, omdat conglomeraten die een beroep doen op fusies en overnames een beter risicoprofiel hebben. De wijze van implementatie van de diversificatie lijkt geen direct effect te hebben op de rendabiliteit en op het risicoprofiel van het financieel conglomeraat. Er is echter wel sprake van een modererend effect. Dit betekent dat het aspec implementatie wel belangrijk wordt in combinatie met een aantal andere variabelen, o.m. de omvang van het synergiepotential binnen het financieel conglomeraat. Eén sterk gediversifieerd financieel conglomeraat heeft dus alle belang bij om te integreren en te centraliseren, en om de samenwerking tussen de bank- en de verzekeringstak te stimuleren (bijv. door jobrotation, door het opzetten van nieuwe structuren waartoe zowel bank- als verzekeringunits behoren, enz.).

5. Risico’s en overheidsstoezicht

Aan de vorming van financiële conglomeraten zijn bepaalde risico’s verbonden. Die hebben vooral te maken met machtsconcentratie, potentiële belangenconflicten en de beheersing van systematische risico’s. We schetsen tevens de uitdagingen voor de toezichthouders.

A. Machtsconcentratie

Het gevaar bestaat dat grote financiële conglomeraten hun marktmacht gebruiken in bepaalde deelsegmenten van de financiële sector. De mogelijkheden daartoe vergroten wanneer door fusies en overnames een beperkt aantal grote marktpartijen belangrijke marktaandelen verwerven. Meer in het algemeen wordt geadviseerd dat de toename van de concentratie de concurrentie aanzienlijk zou doen afnemen (Koguchi, 1993). Deze bezorgdheid moet evenwel gemaximeerd worden. Allereerst is er evidentie dat het veronderstelde causale verband tussen marktconcentratie, graad van mededeling en winstgevendheid van individuele ondernemingen in de financiële sector niet meer zo sterk is in de post-dereguleringperiode. In de jaren zeventig en tachtig vonden enkele studies empirische evidentie voor niet-perfecte mededeling in de banksector in een groot aantal westere landen, maar in de jaren negentig lijkt de rendabiliteit van banken meer beïnvloed door efficiëntie dan door marktstructuur (Vander Venne, 1994; Berger, 1995; Vander Venne, 2000). De verklaring voor dit fenomeen is wellicht dat bankmarkten meer contesteerbaar zijn geworden door de afbouw van zowel geografische als functionele restricties. Daardoor zijn nieuwe, binnen- en buitenlandse, toetreders in staat om de concurrentie in bepaalde deelsegmenten aan te wakkeren.18 De technologische evolutie heeft wellicht tot ge-

17 De gehanteerde risicomaatstaf is een Z-score, zoals gedefinieerd door Hayman en Hanweck (1998) en Sinsky en Nash (1993). Deze Z-score is een samengestelde risicomaatstaf voor het faillissementrisico en is berekend als (ROA vóór belastingen + ratio equity-to-asset(s) / standaardafwijking van ROA vóór belastingen.

18 Ook industriële en niet-financiële dienstondernemingen gaan de concurrentie aan met de gevestigde financiële instellingen in de segment van de markt voorbeelden zijn De Post, warenhuizen, softwarebedrijven en de financierings- en kredietverhuur- schappen van industriële ondernemingen.
B. Belangenconflicten

Het is algemeen aanvaard dat de combinatie van diverse aspecten van financiële dienstverlening aanleiding kan geven tot belangenconflicten (Benston, 1994; Saunders, 1994). De oorsprong hiervan ligt in het feit dat de financiële instelling via haar relatie met ondernemingen (bijv. advies bij overnames, kredietverlening) beschikt over bevoorrechte informatie die door andere departementen van het conglomeraat (bijv. beleggingsadvies, fondsbekleding) gehanteerd zou kunnen worden om een rendementsvoordeel te realiseren of, in het ergste geval, klanten vertekende adviezen te geven.19 In de mate dat er voldoende concurrentie is tussen financiële conglomeraat, kan men argumenten dat marktdiscipline de incentive biedt voor goed gedrag en dat het management van de financiële dienstengroep ervoor zal zorgen dat potentiële belangenconflicten werden geminimaliseerd en dat klanten eerlijk worden behandeld. In de praktijk blijkt evenwel dat marktdiscipline aangevuld moet worden met overheidsinitiatieven die strikte regels inzake informatieverplichting opleggen en die nauwkeurige gedragsregels formuleren en afdwingen (Koguchi, 1993). De zogenaamde Chinese walls werken slechts wanneer de prudentiële toezichthouders en de marktautoriteiten overtredingen effectief bestraffen.20

19 Voor de Verenigde Staten is aangetoond dat, in de periode voor de Glass-Steagall Act, de kwaliteit van de obligatiet-uiitgiften die verleend via effectenbanken van banken niet lager was dan de uitgiften die onderschreven waren door gespecialiseerde investment banks (Krosner en Rajan, 1994; Ang en Richardson, 1994).


C. Systematisch risico en depositogarantie

Wanneer één of enkele departementen van een financieel conglomeraat in financiële problemen raken, bestaat het gevaar dat de problemen overslaan naar andere departementen (domino-effect). Deze transmissie kan het resultaat zijn van directe financiële banden tussen de componenten van een conglomeraat. Maar zelfs in afwezigheid van directe banden kunnen problemen in één departement het publieke vertrouwen aantasten in de stabilitéit van het conglomeraat als geheel en, in het geval van ernstige waardeverlies, zelfs van het financiële systeem (contagion risk, zie Dowd, 1996). Een gerelateerd risico is dat, wanneer er zich financiële problemen voordoen in de niet-bancaire departementen of filialen van een conglomeraat, deze moeilijkheden overslaan naar de bank. Immers, gezien het speciale karakter van banken, hebben publieke autoriteiten mechanismen opgezet die reactiever kunnen worden wanneer een bank in moeilijkheden raakt. Het typevoorschrift zijn de depositogarantiesystemen die in alle geïndustrialiseerde landen de spanders (deels) vergoeden in geval van een bankfaillissement. Maar de publieke interventies omvatten bijzonder het betalingssysteem dat hoofdzakelijk door de banken wordt georganiseerd en mogelijk tussenkomsten van de centrale bank in haar functie van lender of last resort in geval van liquiditeitsproblemen. Om redenen van moral hazard zijn de autoriteiten in principe weigerachtig om dergelijke beschermingsmechanismen uit te breiden tot de niet-bancaire activiteiten van financiële dienstengroepen. Wanneer het besmettingsrisico onvermijdelijk wordt geacht, kan de overheid evenwel gedwongen worden om het conglomeraat assistanterende te verlenen teneinde een breuk van het publieke vertrouwen aan een potentieel systematische crisis te vermijden. Naast de vaststelling dat dergelijke ingrepen de rol van marktdiscipline ondermijnen, kan dit type van actie belangrijke competitieve distorsies veroorzaken. Immers, de perceptie in de markt van een uitgebreid vangnet kan de competitieve verhoudingen tussen ondernemingen van een financieel conglomeraat en onafhankelijke aanbieders van financiële diensten verstoten (Koguchi, 1993). In de mate dat fusies en overnames leiden tot het ontstaan van zeer grote, internationaal opererende financiële dienstengroepen, ontstaat het probleem dat deze ondernemingen beschouwd worden als "too big to fail" (Black, 1997). Ook een dergelijke impliciete overheids garantie creëert competitieve distorsies. Bovendien kan men zich afvragen of de diverse nationale toezichthouders permanent in staat zijn om internationale groepen op een adequate manier te superviseren. Een mogelijke remedie voor de transmissie van moeilijkheden binnen een conglomeraat
is het instellen van strikte scheidingsmuren tussen departementen (zo- genaamde fire walls). Het nadeel is evenwel dat een dergelijke organisa- tiestructuur de realisatie van synergieën belet. Bovendien zijn er grote twijfels over de efficiëntie van de walls wanneer zich noodzakelijkheden voor- doen. Wetgevers en toezichthouders steunen daarom vooral op strenge kapitaalverenigingen en (preventieve) prudentiële regels om het trans- missierisico te beheersen. Het verdient aanbeveling dat de toezichthou- der tijdig ingrijpt wanneer het eigen vermogen van financiële groepen aangetast dreigt te worden (prompt correctieve action).

D. Toezicht

Het is de rol van de toezichthouders om de besproken risico’s effectief te supervisen. De voornaamste objecten van een modern toezichtsysteem zijn kapitaalverenigingen, prudentiële controle en toezicht op de concurrentie. Een bijkomende complicatie is dat de toezichthouders geconfronteerd worden met financiële dienstverleners die een uitgespro- ken internationaal karakter hebben. Dit leidt beperkingen in aan het principe van de home country control, omdat een adequate supervisie van internationaal opererende ondernemingen sneller en accurate uitwisseling van informatie vergt tussen de nationale toezichthouders. Een mogelijke oplossing zou kunnen bestaan in het creëren van supranationale toezichthouders, bijv. op EU-niveau, maar het nadeel daarvan is dat de snelheid van interventie aangetast zou kunnen worden. Een gerelateerd vraagstuk is of de prudentiële controle over de financiële instellingen al dan niet moet worden toegewijd aan de centrale bank (Peek et al., 1999). Daarenboven stellen financiële conglomeraten een uitdagingen aan de toezichthouders, omdat zij verschillende functies integreren die typisch door verschillende nationale toezichthouders worden ge- superviseerd. Het gaat dan ook om de volgende afweging: is het wenselijk dat de controleorganen van banken, verzekeraars en effectenmarkten fuseren, of is informatie-uitwisseling tussen de functioneel gescheiden toezichthouders voldoende? Ten slotte is het van belang een evenwicht na te streven tussen marktdiscipline en overheidsbeleid (Flannery, 1998). De herkenning van het toezichts- en de financiële sector kan trouwens een onderdeel vormen van een meer algemene herstructure- ring van de wereldwijde financiële architectuur (Ratweli and Taylor, 2000).

De uitdaging is derhalve om een financieel systeem te creëren waar waar- mid het evenwicht heerst tussen efficiëntie en stabiliteit. Een dergelijk raamwerk moet worden gebouwd op de volgende drie pijlers (Van den Bergh, Verweire en Carchon, 1999):

(1) prudentiële controle, zodat financiële instellingen opereren op een degelijke en veilige manier (“safety and soundness”),
(2) toezicht op de concurrentie, zodat wordt gewaarborgd dat financiële instellingen de spelregels van de concurrentie niet verlenen,
(3) bescherming van de consument.


- Risico van onstabiliteit en insolventie. Toezichthouders zijn bezorgd over het feit dat er door de creatie van financiële conglomeraten meer onstabile en minder solvabele financiële instellingen zullen ontstaan. Naast het reeds aangehaalde contagion risk, is er ook een risico van double gearing. Hiermee wordt bedoeld dat het kapitaal verschillende keren gebruikt kan worden bij de bepaling van de solvabiliteitsmarge voor de verschillende onderdelen van het financiële conglomeraat en voor de groep als geheel.

- Risico van ondoorzichtigheid. De vrees bestaat dat door de creatie van ondoorzichtige en complexe financiële conglomeraten een adequaat toezicht onmogelijk wordt. Het opzetten van ondoorzichtige structuren maakt het de toezichthouders moeilijker om de risico’s binnen de groep te lokaliseren en om na te gaan of de concurrentieregels worden gerespecteerd. Verder bestaat er ook een risico op regulatory arbitrage. De bestaande verschillen inzake reguleren en toezicht kunnen financiële conglomeraten er immers toe aanzetten op zoek te gaan naar de weg van de minste weerstand en op die manier de concurrentiever- houdingen te wijzigen.

- Risico van inbreuk op de vrije concurrentie en de bescherming van de con- sument. Toezichthouders zijn ook bezorgd over financiële conglomeraten die andere open sectormarkten verwerven ten nadele van andere financiële instellin-
6. Besluit

Door de toenemende vergelijkbaarheid van financiële producten en de gestegen concurrentie tussen diverse types van financiële instellingen ondertussen en met de geld- en kapitaalmarkten, kan het proces van conglomeraatvorming gezien worden als een onvermijdelijke aanpassing aan het gewijzigde financiële landschap. Indien dit proces niet resultert in oligopolistisch gedrag, kan het op termijn leiden tot aanzienlijke schommelingen bestaande onder de consument, in de vorm van een verraad aan de koopels. Competitive prijzen. Nochtans is er tot op heden geen overtuigend bewijs dat financiële conglomeraatvorming de efficiëntie van het financiële systeem heeft versterkt of de performantie van individuele instellingen heeft verbeterd door de realisatie van schaal- en diversificatievoordelen aan kosten- of inkomstenzijde. Deze vaststelling wordt mede veroorzaakt door het feit dat financiële conglomeraat een heterogene groep van instellingen zijn, met verschillende organisatorische en beheersmodellen. Verder internationaal onderzoek moet uitwijzen welke vorm en organisatiestructuur optimaal is, zodat financiële conglomeraat effectief bijdragen tot een efficiënt en stabiel financieel systeem. Een belangrijke opmerking is evenwel dat de huidige financiële conglomeraat verder evolueren en wellicht slechts een tussentijd zijn in de verdere herverkaveling van het financiële landschap. De trend naar meer klantgerichtheid, die pas de laatste jaren in de financiële sector begint door te dringen, zal waarschijnlijk grondig verschuivingen teweegbrengen. In de toekomst zullen diverse bank-, verzekerings- en beleggingsfuncties worden ontbonden en samengebracht in nieuwe clusters die specifieke behoeften van bepaalde klantensegmenten ispelen.

De voornaamste uitdaging is evenwel de constructie van een aangepast reglementair en toezichtskader, dat in staat is de inherent risico's van financiële conglomeraat adequaat te beheersen. Momenteel ontbreekt een uniïverse visie van wetgevers en toezichthouders. Het is duidelijk dat verder onderzoek noodzakelijk is om een duidelijk beeld te krijgen van de types van risico waaraan financiële instellingen blootstaan en van de dynamische interactie met macroeconomische schokken. Een zaak is duidelijk: aangezien de financiële sector permanent in beweging is, zullen ook de toezichthouders een flexibele wijze hun controle-instrumentarium moeten aanpassen aan nieuwe ontwikkelingen.

Referenties


COOPERS & LYBRAND (1993), Making bancassurance work: survey of European financial institutions’ policies and practice, Amsterdam, Coopers & Lybrand.


ECB (1999), Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, februari.


JOINT FORUM ON FINANCIAL CONGLOMERATES (1999), Supervision of financial conglomerates, februari, Basel.


LARSSON, R. (1990), Coordination of action in mergers and acquisitions: interpretive and systems approaches towards synergy, Lund, Lund University Press.


MOYNIHAN, P. J. ALIBAS en E. GARDNER (1996), Efficiency in European banking, Chichester, John Wiley and Sons.


Abstract
Financial Conglomerates: An Economic and Strategic Overview

This article provides an overview of the literature on financial conglomerates. In the first part of the paper, the authors give a definition of the concept and illustrate the importance of this development. They proceed with an extensive description of both the economic motivation behind the formation of financial conglomerates and their performance consequences, from a general economic as well as a strategic perspective. Next, the article focuses on a number of specific and systemic risks associated with financial conglomerations and formulates a number of suggestions for supervisors and regulators. In the concluding part, the authors try to assess the future role of financial conglomerates within the changing financial landscape.