

De toekomst van bancaire financiering

A.W.A. Boot en L.H. van Goor*

Met de stroom van nieuwe instrumenten en informatietechnologische ontwikkelingen op de financiële markten staat de traditionele rol van banken als financier van het bedrijfsleven onder druk. Dit dwingt banken tot het maken van strategische keuzes. Echter, voor het analyseren van de toekomstige rol van banken is het noodzakelijk de comparatieve voordelen van bancaire financiering, ten opzichte van financiering uit de financiële markten, bloot te leggen. Het resultaat van onze analyse is geruiststellend voor innovatieve bankiers.

Al enige tijd zien we in vele landen veranderingen optreden in de ondernemingen die van oudsher de economie draaiende hielden. Het voortbestaan van industrieën en bedrijven die werden gezien als nationaal vlaggeschip, blijkt plotseling niet langer vanzelfsprekend te zijn. Financiële instellingen zijn daarop geen uitzondering. De traditionele financiële instellingen, de banken, worden geconfronteerd met de opkomst van niet-bancaire financiële instellingen met een zeer concurrerend diensten- en productenpakket, en met nieuwe ontwikkelingen in de financiële markten. In de financiële markten zien we een niet aflatende stroom van financiële innovaties die, oppervlakkig bezien, zo veel meer geavanceerd schijnen, dat de traditionele bancaire financiering een reële dreiging lijkt te ondervinden. Bovendien bieden nationale grenzen steeds minder bescherming voor binnenlandse financiële instellingen; de buitenlandse concurrentie op de thuismarkt neemt toe.

Hoe moeten banken zich opstellen in deze snel veranderende, dynamische wereld? En is er nog toekomst voor het traditionele bancaire kredietbedrijf, als directe financiering vanuit de financiële markten door informatietechnologische ontwikkelingen steeds gemakkelijker lijkt te worden?

Om ook maar iets zinnigs te kunnen zeggen over de toekomstige rol van bancaire financiering is het van belang om de comparatieve voordelen van financiering verkregen van respectievelijk financiële instellingen en financiële markten bloot te leggen. Deze analyse is van belang voor het identificeren van strategieën waarmee banken hun comparatieve voordelen zo optimaal mogelijk zouden kunnen benutten; iets wat van cruciaal belang is gezien de toegenomen concurrentie. Daarnaast biedt de analyse ook een basis voor een fundamentele toetsing van de regelgeving. Immers, de regelgever kan slechts dan de vele, mogelijk conflicterende belangen optimaal afstemmen indien hij voldoende begrip en inzicht heeft in

de evolutie van het financiële systeem? Wij leggen in deze bijdrage een belangrijk fundament: de economische analyse van de rol van banken als financier van het bedrijfsleven.

Inzichten uit de theorie

Financiële instellingen en markten nemen een zeer prominente plaats in binnen ons economische bestel. Toch gaf tot voor kort de economische wetenschap slechts weinig inzicht in de rol van financiële instellingen en markten. Een dergelijke constatering komt misschien vreemd over, omdat er vele verhandelingen zijn verschenen over financiële instellingen en markten. Het betreft echter veelal louter beschrijvingen van hoe zij eruit zien, wat zij doen en hoe ze functioneren. Tot voor kort kon de economische theorie niet verklaren wat de rol was van de financiële instellingen ten opzichte van die van markten. Bij voorbeeld, onder welke omstandigheden leidt bancaire financiering tot een efficiëntere allocatie van financiële middelen dan financiering uit de financiële markten? Wij kunnen zelfs een meer absoluut standpunt innemen: binnen de traditionele economische theorie was geen specifieke rol weggelegd voor financiële instellingen!

De economische theorie vertrouwde op het paradigma van de Walrasiaanse anonieme en frictieloze markten; een variatie op Adam Smith's 'invisible hand'. Een karakteristiek van deze wijze van economiebeoefening is dat de werking van markten niet ter discussie staat. Er wordt verondersteld dat op deze markten evenwichtsprijzen tot stand komen, zodanig dat de markten ruimen. Het is de veronderstel-

* Beide auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Financieel management van de Universiteit van Amsterdam. Zij zijn H.F. Koster erkentelijk voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

de frictieloze werking van de markten die maakt dat geen rol is weggeleid voor financiële instellingen. Immers, in een frictieloze markt kunnen financiële instellingen niets toevoegen of verbeteren aan de door financiële markten bereikte allocatie van financiële middelen. Het analyseren van de financiële sector is dan dus weinig zinvol. Voor de economische analyse kan dit een aanvaardbare abstractie zijn, mits willekeurige combinaties van instellingen en markten ruwweg tot een zelfde uitkomst leiden. Recente ontwikkelingen in de economische theorie hebben echter laten zien dat bij voorbeeld ruimende markten geen vanzelfsprekendheid zijn, wanneer informatie onvolledig en niet voor alle partijen gelijkelijk beschikbaar is. Onder asymmetrische informatie werkt het marktmechanisme niet zoals het moet. Fricties in de markt leiden tot inefficiënties en een mogelijke rol voor financiële intermediairs.

Het meest roemruchte voorbeeld van hoe asymmetrische informatie leidt tot inefficiënties is Akerlofs verwijzing naar de slecht functionerende markt voor tweedehands auto's¹. Als aspirant-kopers latente wrakken, zogenaamde 'lemons', niet kunnen onderscheiden van goede tweedehands auto's, en de verkopers wel, dan bestaat er waarschijnlijk geen ruimende markt in tweedehands auto's. Rationele aspirant-kopers zullen dan namelijk niet bereid zijn meer te betalen dan een prijs die het gemiddelde kwaliteitsniveau weerspiegelt. Maar tegen deze gemiddelde prijs is het voor verkopers met goede tweedehands auto's weinig attractief om hun auto's te verkopen. Zij trekken zich dan terug van de markt, waardoor de gemiddelde kwaliteit van het aanbod op de markt daalt. De marktprijs daalt dan dienovereenkomstig. Vervolgens zullen van de overgebleven auto's de betere eveneens van de markt verdwijnen. Hierdoor geldt: "Bad cars drive out good cars" en alleen voor latente wrakken bestaat er dan een markt.

Een vergelijkbare observatie kan worden gemaakt voor de financiële markten. Als de beleggers in deze markten de goede debiteuren niet kunnen onderscheiden van de slechte, en dus een relatief hoge rente vragen overeenkomstig de gemiddelde kwaliteit van de aspirant debiteuren, dan is het waarschijnlijk dat de betere debiteuren zich zullen terugtrekken van de financiële markten om deze voor hen te hoge rente te vermijden. Dus conform de markt voor tweedehands auto's, werken de financiële markten dan niet frictieloos. Wij zullen laten zien dat financiële instellingen en markten op verschillende wijzen omgaan met deze informatieproblemen, en dat financiële instellingen hieraan hun bestaansrecht kunnen ontnemen. Hiermee sluiten wij aan op recent onderzoek waarin door verscheidene auteurs is uiteengezet hoe financiële instellingen als intermediairs informatieproblemen, waaronder het door Akerlof gesignaleerde probleem, kunnen oplossen². Dit onderzoek ontwikkelt zich stormachtig en heeft geleid tot het nieuwe subvakgebied financiële intermediatie.

De frictie van de niet te observeren kwaliteit is slechts één voorbeeld van een informatieprobleem. Evenzeer kan gedacht worden aan bepaalde acties die een debiteur mogelijk ten nadele van de bank onderneemt nadat een lening is verstrekt. In het alge-

meen kan worden gesteld dat informatieproblemen leiden tot afstemmings- en beheersbaarheidsproblemen doordat de financier geen volledig inzicht heeft in de beslissingen van de debiteur. Deze problematiek is nauw verwant aan de agencyliteratuur; hoe kan de bank als 'principaal' voldoende invloed uitoefenen op de debiteur, de 'agent'? De beperkte beheersbaarheid van het besluitvormingsproces van de debiteur kan leiden tot grote fricties, die de beschikbaarheid en de kostenvoet van financiering nadelig beïnvloeden. Dit laatste omdat geldgevers op het gebied aan beheersbaarheid en invloed zullen anticiperen, en de door hen geëiste vergoeding dienovereenkomstig zullen verhogen.

De vraag is nu of dergelijke problemen door een intermediair beter kunnen worden beheerd dan door de financiële markten. Een mogelijk antwoord is dat een intermediair, een bank, dichter bij de debiteuren staat, waardoor een betere uitwisseling van informatie mogelijk is. Dit op zichzelf is mogelijk niet voldoende. Wij zullen echter laten zien dat een bank vergeleken met een verschaffer van vermogen uit de financiële markten mogelijk meer invloed kan uitoefenen op de debiteur en tijdiger kan ingrijpen.

De rol van bancaire financiering

Het centrale gezichtspunt dat wij in deze paragraaf zullen uitwerken is dat financiering veel meer impliceert dan alleen een transfer van financiële middelen. De transfer van financiële middelen is onlosmakelijk verbonden met een transfer van zeggenschap en invloed. Het is van groot belang om deze zeggenschap en invloed in de beschouwing te betrekken, omdat zij de verschillende financieringsconstructies van elkaar doen onderscheiden in effectiviteit en kostenvoet.

Een voor de hand liggende constatering is dat financiering verkregen van banken mogelijk minder onderhevig is aan informatieproblemen, omdat een bank door het aangaan van een relatie met een onderneming een betere uitwisseling van informatie kan verkrijgen. De informatiestroom komt tot stand door onder meer de geografische nabijheid van bank en debiteur, en wordt versterkt en gestimuleerd doordat de bank en de onderneming binnen hun relatie niet alleen korte maar ook lange-termijnverplichtingen aangaan. Dergelijke verplichtingen zijn veelal niet juridisch afdwingbaar en ontnemen hun waarde aan de vertrouwensrelatie tussen bank en debiteur. Het is in beider belang zorgvuldig om te gaan met deze vertrouwensrelatie. De betere informatie-uitwisseling die voortvloeit uit de relatie vermindert de fricties bij het aantrekken van vermogen. Voor de bank

1. G. Akerlof, The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 1970, blz. 488-500.

2. Zie bij voorbeeld D. Diamond, Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, 1984, blz. 393-414, en S. Bhattacharya en A.V. Thakor, Contemporary banking theory, *Journal of Financial Intermediation*, 1993, blz. 2-50.

vergemakkelijk het de gewenste controle op de besteding van de ter beschikking gestelde fondsen. Nu is controle zonder invloed weinig zinvol (en invloed zonder controle onwaarschijnlijk); maar waaraan ontleent de bank dan haar invloed?

Eén belangrijke factor is dat bij bancaire financiering veelal sprake is van een zekere concentratie van vermogen bij één crediteur, namelijk de bank, wat bij financiering in de markt veel minder het geval is. Deze concentratie vergroot de genoemde voordelen die voortvloeien uit de relatie tussen bankier en debiteur. Het is voor de bank economisch rendabel te investeren in het verzamelen van informatie betreffende deze debiteur. Ook voor de onderneming is het verstandig om te investeren in de relatie omdat, zoals eerder verwoord, zij de consequenties ondervindt van fricties met haar financiers.

Als 'nabije' schuldeiser speelt een bank een cruciale rol bij de disciplinerende van ondernemingen. Wij hebben al gesuggereerd – maar nog niet aangetoond – dat banken, in tegenstelling tot andere meer anonieme creditoren, eerder kunnen ingrijpen bij te verwachten problemen bij debiteuren. Het belang hiervan moet niet worden onderschat. Een onderneming in financiële moeilijkheden kan er namelijk belang bij hebben om als 'laatste levensteken' een alles-of-niets strategie te volgen. Dit laatste is veelal slechts in het belang van aandeelhouders en vernietigt waarde voor de onderneming als geheel, en in het bijzonder voor de verschaffers van vreemd vermogen³. Maar waar komt de mogelijkheid van de bank vandaan om tijdig, dat wil zeggen vóórdat financiële moeilijkheden zich voordoen, in te grijpen? Hoe kan zij bij voorbeeld tijdig herstructureringsafdwingen?

De concentratie van vermogen die bancaire financiering kenmerkt, is op zichzelf niet voldoende om herstructureringsafdwingen af te dwingen. Immers, wat kan een bank doen met een onderneming die de adviezen en wensen van de bank negeert? Het antwoord is weinig, tenzij de bank voor zichzelf prioriteit opeist. De bank kan dan op een geloofwaardige wijze herstructureringsafdwingen door te dreigen met het dichtdraaien van de kredietkraan. Prioriteit is hiervoor onontbeerlijk omdat de bank anders door bij voorbeeld het daadwerkelijk opeisen van een lening, zelf wordt getroffen door de mogelijk dramatische gevolgen hiervan. Deze constructie zorgt er dus voor dat de vermogensinbreng van de bank wordt ontzien waardoor zij zich harder kan opstellen. De geloofwaardigheid van het dreigement betekent paradoxaal genoeg dat het dreigement slechts zelden hoeft te worden uitgesproken.

De wenselijkheid van de prioriteit van de bank heeft als consequentie dat obligatiehouders een lagere prioriteit moeten krijgen. Zij zouden ook door hun spreiding ten enenmale ongeschikt zijn om de disciplinerende rol van de bank over te nemen. Het verrassende is, dat zij er belang bij hebben dat de bank prioriteit heeft; op deze wijze worden hun belangen het beste beschermd. Immers, zonder de prioriteit van bancaire financiering zou er niet tijdig kunnen worden ingegrepen. Alle verschaffers van vreemd vermogen zouden zich dan hiertegen moeten indek-

ken door het vooraf eisen van een hogere vergoeding.

Het voorgaande betekent dat er een complementariteit is tussen financiering door een bank en financiering vanuit de financiële markten. Het feit dat een onderneming een beroep doet op bancaire financiering stelt haar in staat om tegen een acceptabele vergoeding financiering uit de financiële markten te verkrijgen⁴. De hier aangetoonde complementariteit van bancaire financiering en financiering via de financiële markt en de eerder genoemde rationalisaties van bancaire financiering zijn van cruciaal belang voor een juiste beoordeling van de ontwikkelingen die in de financiële sector gaande zijn. Een van deze ontwikkelingen is de opkomst van securitisatie, ofwel vertiteling.

Vertiteling

Sommigen beschouwen bankleningen als een achterhaald produkt dat spoedig plaats zal moeten maken voor nieuwe vormen van financiering vanuit de financiële markten. Wij zullen in deze paragraaf aangeven dat bezien vanuit de hiervoor ontwikkelde specifieke rol van bancaire financiering weinig overeenkomst blijft van deze visie: de nieuwe financieringsvormen zijn juist complementair aan de traditionele bancaire financiering.

Traditioneel bestaat de balans van een bank uit niet-verhandelbare, c.q. illiquide, activa, gefinancierd met liquide passiva. Deze transformatie is een afspiegeling van de basistaak van de banken. De bank financiert activiteiten waarover zij (eerst) informatie moet vergaren. Dit maakt haar activa illiquide; buitenstaanders weten minder over de kwaliteit van de activa dan de bank. Hierdoor wordt de waardering van de activa ondoorzichtig. De passiva van de bank zijn daarentegen veelal onderhevig aan weinig risico, en dus liquide. Securitatie, ofwel vertiteling, kan worden gezien als heroriëntatie op de transformatietaak, die het proces doorzichtiger kan maken.

Securitatie is een proces waarbij een bank weliswaar leningen creëert (de 'origination') maar de 'funding' daarna overlaat aan de financiële markten, door het uitgeven van verhandelbare obligaties of andere beleggingspapieren. De leningen verschijnen dan niet meer op de balans van de bank en het risico wordt (geheel of ten dele) verschoven naar de beleggers in de financiële markten. Het enthousiasme voor deze innovatie kent soms geen grenzen. Zo schrijft McKinsey & Co's Lowell Bryan (1988) dat:

3. Zie A.W.A. Boot en M.F. Wijn, Insolventie, vermogensstructuur en vermogensmarkt, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 1991, blz. 22-32.

4. Dit duidt op een interactie tussen ondernemingen enerzijds en financiële instellingen en markten anderzijds. Pas zeer recentelijk heeft de literatuur oog voor deze interactie. Zie bij voorbeeld A.W.A. Boot en A.V. Thakor, Security design, *Journal of Finance*, 1993, blz. 1349-1378. Zij tonen aan dat het type beleggingspapier dat een onderneming uitgeeft (aandeel of obligatie) invloed heeft op de informatieproductie in de financiële markten, en daarmee op de fricties tussen onderneming en verschaffers van vermogen.

"Structured securitized credit is a new technology for lending that has been developed essentially by non-bankers. It is better on all counts than the traditional lending system. It is growing very rapidly precisely because it is a superior technology – one that is rendering traditional banking obsolete"⁵.

Bij deze karakterisering sluit deze studie zich niet aan. Wel zal het zo zijn dat door efficiëntieverbeteringen in de financiële markten, mede mogelijk gemaakt door grote informatie-technologische ontwikkelingen, het relatieve belang van financiering uit de financiële markten zal worden vergroot.

In de financiële sector is een trend waarneembaar naar opsplitsing van financiële producten en diensten, waarvan securitisatie een typerend voorbeeld is. Zo is de traditionele kredietverlening in vier primaire activiteiten te splitsen:

- de creatie van een lening ('origination'), waaronder de evaluatie en beoordeling van lening-aanvragen;
- het verwerven en verstrekken van fondsen ('funding');
- de dienstverlening, waaronder de administratieve verwerking;
- de verwerking van risico (bij voorbeeld het absorberen van krediet- en renterisico's).

In geval van verteling blijven de creatie van de lening, de dienstverlening en veelal ook een aanzienlijk deel van het risico in handen van de bank. De fondsen worden verkregen uit de financiële markt. Slechts zelden wordt het risico geheel naar de financiële markten verschoven. De belangrijke vraag is voor welk deel van de bancaire kredietverlening verteling te verwezenlijken is. Het is aannemelijk dat dat deel van de bancaire kredietverlening waarvoor invloed en controle onontbeerlijk zijn ook in de toekomst veelal op de traditionele manier zal blijven plaatsvinden. Wel kan er in toenemende mate sprake zijn van een soort van 'zwakke verteling', waarmee de funding wordt gedelegeerd aan de financiële markten maar het kredietrisico grotendeels bij de bank blijft. Dit kan worden bewerkstelligd door het afgeven van bijvoorbeeld kredietgaranties.

Het is om twee redenen belangrijk dat banken het kredietrisico blijven dragen. Ten eerste, banken moeten betrokken blijven bij deze debiteuren als 'monitor'. Hiervoor is een financieel belang nodig; in het geval van zwakke securitisatie het dragen van risico's. Ten tweede, door de origination heeft de bank veelal een informatievoorsprong; bij voorbeeld, ze heeft iets geleerd over de debiteur en ze weet of ze haar eigen kredietevaluatie grondig heeft gedaan. Door het eerder genoemde 'lemon-probleem' zijn beleggers niet zonder meer bereid deze leningen van de bank over te nemen, tenzij de bank de mogelijk nadelige gevolgen van de informatieachterstand teniet doet. Het absorberen of behouden van het kredietrisico is één manier om dit te bewerkstelligen. Hiermee blijft de intermediaire rol van de bank min of meer onveranderd.

Verteling met een aanzienlijke verschuiving van risico naar de financiële markten betreft veelal de

financiering van activiteiten waarvoor de betrokkenheid van banken gedurende de looptijd van de faciliteiten geen echt voordeel oplevert. Een voorbeeld is de securitisatie die in de Verenigde Staten veel wordt toegepast op 'pools' van hypotheeken en autoleningen. Mits er bij de creatie van deze leningen een aantal standaardprocedures worden gevolgd, zijn de risico's door verschillende marktpartijen gelijkelijk in te schatten; er lijkt dan geen wezenlijk voordeel verbonden aan blijvende betrokkenheid van de bank. Toch moet ook in deze gevallen de toekomstige rol van intermediairs niet worden onderschat. De 'origination', het bewerkstelligen van de verteling en het service-aspect blijven een groot beslag leggen op financiële instellingen.

De belangrijke les die kan worden getrokken uit de securisatietendens is dat dit banken dwingt zich te specialiseren op activiteiten waarbij ze een comparatief voordeel hebben. In het geval van kredietverlening is dit veelal niet het verstrekken van fondsen maar wel de creatie van de lening, de dienstverlening en het verwerken van risico's. Deze specialisatie hangt nauw samen met het vergaren van en omgaan met informatie; het comparatieve voordeel van banken.

Het bovenstaande beantwoordt niet de vraag waarom het verwerven en verschaffen van fondsen mogelijk een comparatief nadeel is van banken. Sommigen suggereren dat strenge solvabiliteits- en liquiditeitsratio's hieraan ten grondslag liggen en daarmee de securisatietendens veroorzaken. Dit lijkt ons niet de belangrijkste reden voor de populariteit van verteling. Eerder is het gebrek aan doorzichtigheid door vermenging van vele activiteiten en het daarmee gepaard gaande gebrekkige inzicht in het doen en laten van de bank een reden voor securitisatie. Gebrek aan doorzichtigheid zou immers het aantrekken van fondsen door banken kunnen bemoeilijken. Verteling omzeilt deze problematiek ten dele omdat dan de financiële markten zelf de funding verzorgen.

Met verteling vindt een verschuiving plaats van balansactiviteiten – de lening, naar buiten-de-balansactiviteiten – de kredietgarantie bij voorbeeld. Voor deze buiten-de-balans-activiteiten is de kredietwaardigheid van de bank zelf cruciaal. Immers, een garantie ontleent haar waarde aan de waarschijnlijkheid dat de bank aan haar verplichtingen kan voldoen op het moment dat een beroep wordt gedaan op de garantie. Met verteling groeit dus het belang van de kredietwaardigheid van de banken. Vandaar dat de credit ratings van banken steeds belangrijker worden. Zij meten niet alleen objectieve variabelen zoals de kapitalisatie van banken maar tevens subjectieve elementen zoals het vertrouwen dat de markt in de bank stelt. De bron van vertrouwen is de reputatie van een bank. Voor financiële intermediairs is dit een vorm van verborgen kapitaal, die zij tot elke prijs zullen beschermen⁶. Als steeds meer activiteiten buiten

5. L. Bryan, *Breaking up the bank: rethinking an industry under siege*, Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois, 1988.

6. Zie A.W.A. Boot, S.I. Greenbaum en A.V. Thakor, Reputation and discretion in financial contracting, *American Economic Review*, 1993, blz. 1165-1183.

de balans zullen plaatsvinden, zal reputatie een steeds belangrijker activum worden.

Besluit

Een belangrijk inzicht dat is ontwikkeld en uitgewerkt in deze studie is dat financiering behalve een transfer van financiële middelen tevens een transfer van zeggenschap en invloed impliceert. Bancaire financiering en directe financiering uit de financiële markten zijn hierin wezenlijk verschillend.

Voor wat betreft de toekomst van bancaire financiering hebben wij enige optimistische geluiden laten horen. Bancaire financiering heeft een unieke rol en is veelal complementair aan financiering uit de financiële markten. Dit neemt niet weg dat de intermediaire rol aan verandering onderhevig is. Zo hebben wij laten zien dat met vertiteling er in toenemende mate sprake zal zijn van een delegatie van funding aan de financiële markten. Wij hebben benadrukt dat dit geen wezenlijk effect hoeft te hebben op de omvang van de bancaire activiteit, omdat voor de andere deelaspecten van de traditionele bancaire krediet-

verlening – de creatie van de lening, de dienstverlening en het verwerken van risico's – banken onmisbaar blijven.

Met de vertiteling vindt een verschuiving plaats van balansactiviteit (de bancaire kredietverlening) naar buiten-de-balans-activiteit (het afgeven van garanties op vertitelde activa). Voor de geloofwaardigheid van afgegeven garanties, en van buiten-de-balans-activiteiten in het algemeen, is de credit rating van de bank essentieel. Deze variabele wordt in belangrijke mate bepaald door de reputatie van de bank, die hiermee als verborgen vorm van kapitaal aan betekenis wint. Zoals een wijze bankier reeds meer dan een eeuw geleden zei:

"Every banker knows that if he has to prove that he is worthy of credit, however good may be his arguments, in fact his credit is gone: but what we have requires no proof. The whole rests on an instinctive confidence generated by use and years." (Walter Bagehot, Lombard Street, 1873).

Arnoud Boot
Linda van Goor
