

Thomas Philippon

“De grootste toetredingsdrempel is juridische onzekerheid”

**RUBEN
VAN OOSTEN**
Redacteur

**JASPER
LUKKEZEN**
Hoofdredacteur

Thomas Philippon is professor in finance aan New York University Stern School of Business. Het IMF noemde hem een van de beste 25 economen jonger dan 45 jaar en hij kreeg de Bernácer-prijs voor beste Europese econoom onder de leeftijd van 40 jaar in de macro-economie en de finance. Hij heeft meer dan twintig papers gepubliceerd, vooral over de kosten en efficiëntie van de financiële sector, en adviseert de Federal Reserve Bank of New York over monetair beleid.

Hij is ervan overtuigd dat de verbeteringen in informatietechnologie niet genoeg voordelen hebben opgeleverd voor de klanten van financiële diensten – al meer dan een eeuw zijn de kosten per eenheid product tussen de 1,5 en 2,0 procent (Philippon, 2015) – en dat financiële diensten veel goedkoper zouden kunnen zijn. *“In dat opzicht is het raadsel niet dat fintech nu plaatsvindt. De vraag is waarom het niet eerder gebeurde.”* (Philippon, 2016)

“Betaaldiensten vormen de fundamentele bouwsteen van finance. In wezen komt elke actie in finance neer op twee dingen: informatie en buizen om de informatie te transporteren. Dus alles wat je doet in finance is een mix van creëren, beheren en interpreteren van informatie en het door die buizen sturen. De buizen van de betalingssystemen behoren tot de belangrijkste.


Het is belangrijk om op te merken dat de betaaldiensten die bestaan tussen individuen totaal anders zijn dan die tussen grote spelers. Als je het over betaaldiensten hebt, spreek je niet alleen over miljoenentransacties tussen banken, maar ook over mensen die een koekje betalen met hun iPhone.”

Wat is het verschil tussen fintech in betaaldienstverlening en in andere sectoren van finance?

“Het verschil is dat fintech in het betalingsverkeer nu alomtegenwoordig is, meer dan in andere sectoren. Daar zijn drie redenen voor. Ten eerste, en dat was vooral enkele jaren geleden belangrijk, was er veel opstartkapitaal beschikbaar voor start-ups. Nu is dat minder belangrijk, omdat je alles kunt huren en in de cloud kunt werken. Op dit moment is vooral klantenbinding belangrijk om succesvol te worden.

Ten tweede, vormen betaaldiensten een natuurlijke toegangspoort voor veel fintechbedrijven, omdat betalingen een markt zijn met veel kleine transacties. Dat is ideaal voor nieuwe spelers, omdat het klanten de mogelijkheid biedt om van nieuwe spelers te leren.

Neem het verschil tussen betaaldiensten en vermogensbeheer. Als je veel geld op je spaarrekening hebt staan, zal je dat niet snel aan een nieuwe speler



Banken lijken veel minder bang voor fintechbedrijven dan een paar jaar geleden

toevertrouwen, want als dat fout gaat, heb je veel geld verloren. Maar als je een app op je telefoon hebt waarbij je in het ergste geval vijf dollar verliest, dan zal je waarschijnlijk veel meer bereid zijn om te experimenteren. Dat geldt vooral voor de jongere generaties.

En ten derde, waren vooral grensoverschrijdende betalingen buitensporig duur en inefficiënt. Mensen verloren tien tot twintig procent van wat ze verdienen aan transactiekosten. Fintech-betalingsdiensten kunnen die kosten verminderen.”

Helaas is er niet veel empirisch onderzoek naar fintech, bijvoorbeeld vergeleken met de hoeveelheid onderzoek naar banken.

“Ten eerste is dat een teken dat de industrie eerder zo gesloten was. Ten tweede is wetenschappelijk onderzoek in finance teveel gericht op hedgefonds-onderzoek: het vinden van alfa-strategieën in big data. Hedgefondsen zouden dat soort onderzoek zelf doen en daarom zouden mensen in de wetenschap er niet voor moeten. En er is niet genoeg onderzoek dat vragen stelt over de efficiëntie en welvaart in het financiële systeem. Toen ik met mijn onderzoek naar de efficiëntie van financiering begon, was ik de eerste die een graadmeter ontwikkelde om grofweg een gevoel te krijgen van hoe de efficiëntie van financiële intermediairs zich

over de tijd ontwikkelt. Dat had jaren geleden moeten gebeuren.”

Denkt u dat fintechstart-ups tot de ontvlechting van banken zal leiden?

“Het ontvlechtingsargument is niet zo voor de hand liggend als het klinkt. Er zal wel wat ontvlechting zijn, maar banken zullen zich waarschijnlijk richten op hun kernactiviteiten en waarop ze waarde toevoegen. De rest kunnen ze uitbesteden.

De banken lijken veel minder bang voor fintechbedrijven dan een paar jaar geleden, omdat ze zich realiseren dat ze daadwerkelijk kunnen concurreren. Het enige wat ze moesten doen was de producten aanbieden die mensen willen. Dat hebben ze gedaan en alle grote banken hebben nu hun eigen online-entiteiten.

Een goed voorbeeld is de klanteninterface, wat niet de kern van het bankwezen is. Als een start-up een goed idee heeft om de website of de interactie tussen de bank en haar klanten te verbeteren, zullen ze dat product aan alle banken verkopen. Maar voor banken is dat slechts het topje van de ijsberg. En voor dat specifieke deel van hun proces zullen ze de innovatie van de fintech kopen om de gebruikerservaring beter te maken. Het data-onderdeel van het bankieren gaat belangrijker worden in de toekomst en de cross-subsidiëring tussen

verschillende producten die ze verkopen, gaat veranderen. Maar ik denk dat de banken meer dan genoeg vuurkracht hebben om terug te vechten.”

Als het niet tot ontvlechting leidt, bestaat er bezorgdheid dat na de huidige marktfase met al deze nieuwe toetreders in betalingsdiensten er in de toekomst meer marktconcentratie zal plaatsvinden. Geloof u dat er genoeg concurrentie zal zijn?

“Op nationaal niveau kan er een natuurlijk monopolie zijn, maar op Europees niveau ben ik niet zo bezorgd over marktconcentratie. Er zullen veel spelers zijn die betaaldiensten op de Europese markt kunnen leveren. Je kunt verschillende soorten spelers voorstellen die betaaldiensten aanbieden, en zolang er een paar van hen zijn die concurreren, gaat het goed.

Als wetgever moet je een algemeen idee hebben over wie deze spelers gaan zijn. Het betalingsverkeer is vergelijkbaar met berichten versturen, en als een bedrijf goed is in het versturen van berichten, zal het ook goed zijn in het leveren van betaaldiensten. Daarom verwacht ik dat meerdere sociale netwerken, meerdere telecomoperators en misschien een aantal andere spe-

De wetgever moet een idee hebben van de spelers die in de toekomst op de Europese markt actief zijn

lers betaaldiensten kunnen gaan leveren, als ze dat willen. Als Facebook een bank zou zijn, zouden ze in vele dimensies een geweldige voorsprong hebben. De gegevens die ze hebben zijn adembenemend en met *onboard-ing* [integratie van nieuwe medewerkers in hun organisatie, red.] en zaken als Kunstmatige Intelligentie zijn ze veel beter dan enige andere partij. Ze willen alleen geen bank worden vanwege de regulering. Bovendien zullen de andere bedrijven uit de VS – Google, Apple en Amazon – actief zijn en betaaldiensten aanbieden. En uit China kan het aan Alibaba verwante Tencent ook een speler worden op de Europese markt. Zij hebben al te maken met miljarden consumenten. Daarnaast kan

ook de telecomsector het goed doen in Europa, want zij hebben de gegevens, het kapitaal en de technologie-jongens, en ze zijn redelijk goed in dit soort dingen. Zo zijn er veel bedrijven die in de toekomst mogelijk met elkaar concurreren.

De strategische beslissing voor Europa is: willen we dat ten minste enkele van deze spelers Europees zijn? En daar moet een eerlijke discussie over gevoerd worden, want misschien wil je je betalingsstelsel niet uit handen geven. Betalingen zijn de buizen, en de Europese Centrale Bank moet die kunnen vertrouwen en kunnen controleren.”

Betekent dit dat regelgeving op Europees niveau gemaakt moet worden?

“Voor alles dat draait om mededinging is regulering op Europees niveau een beter idee, en dan kan je de details op nationaal niveau verder uitwerken. De recente ontwikkeling in Europa over de toegang tot de eigen gegevens laat zien dat het op Europees niveau behoorlijk goed werkt. Ze hebben besloten dat informatie op je bankrekening niet van de bank is, maar jouw eigendom is. Beslissen over dat soort hoge principes is de taak van de Europese Unie. Zo'n besluit zou niet dezelfde impact gehad hebben als het op landniveau besloten werd. In de VS zijn bijvoorbeeld de banken er allemaal tegen. Het is dus duidelijk wie het hier beter doet.”

Toch zijn wetgevers onzeker over hoe de markt zich zal ontwikkelen, maar ze moeten nu regelgeving implementeren, bijvoorbeeld om concurrentie te bevorderen. Is er ook een risico dat je een beslissing neemt met onvoorziene consequenties, waardoor de markt zich niet meer kan ontwikkelen?

“Dat is de klassieke afweging tussen innovatie en regulering. Gezien de reputatie van finance zijn er twee zaken die belangrijk zijn.

Het eerste om in gedachte te houden is dat de problemen in de finance en elke crisis altijd hetzelfde zijn. Ergens in de economie is er sprake van verborgen schulden, en die worden opgepikt door enkele grote spelers waardoor een liquiditeitsrisico ontstaat. Als regelgever moet je ervoor zorgen dat er minder schulden zijn, of dat je de schulden kan beheersen. Daarmee moet je beginnen als de omvang van de sector nog klein is.

Voor mij zijn Money Market Funds (MMF) het beste voorbeeld van een sector die eerder gereguleerd hadden moeten zijn. De MMF's waren slecht gereguleerd vanaf hun oprichting, omdat ze hetzelfde deden

als banken, alleen dan zonder bankregulering. Het was een slecht idee om hun niet vroegtijdig regels op te leggen, ook omdat het veel makkelijker is om iets te reguleren wanneer het klein is.

Het andere belangrijke ding is dat, tegenwoordig, de belangrijkste toetredingsdrempel juridische onzekerheid is. Nieuwe toetreders weten niet waar ze aansprakelijk voor zijn, en de wetgevers kunnen ze nooit een duidelijk antwoord geven. Neem bijvoorbeeld de mensen die een website wilden maken om voor klanten de exploitatiekosten voor asset management te vergelijken. De website zou klanten vragen over hun huidige portefeuilles en hun dan een lijst van alternatieve portefeuilles tonen die precies dezelfde blootstelling aan risico's bevatten, binnen een bepaalde statistische afstand. Die alternatieven werden dan gerangschikt naar de jaarlijkse vergoedingen. Wat finance betreft, is dat hetzelfde product. Ze konden het echter nooit van de grond krijgen, omdat ze mensen informatie zouden geven, en er was nooit een regelgever vinden die durfde te zeggen dat het bedrijf niet aansprakelijk was voor de keuzes die mensen op basis van die informatie maakten.”

Zou de focus van de regulator dan op individuele entiteiten of functies moeten zijn?

“We zouden het er allemaal over eens moeten zijn dat als je er in principe over nadent, de functie is wat telt. En daarom moeten markten gereguleerd worden op basis van functie. Maar je moet pragmatisch zijn, en in de praktijk zal veel van de regelgeving op bedrijfsniveau zijn, simpelweg omdat de grote bedrijven ook een systeemrisico vormen.

Maar wat volgens mij belangrijker is, is dat er een gelijk speelveld is. Wanneer mensen zeggen dat we regelgeving zouden moeten maken op basis van functie, bedoelen ze eigenlijk dat als twee entiteiten hetzelfde doen, ze ook dezelfde regels moeten hebben. En daar ben ik het in het geheel niet mee eens, want dat is een zeer enge kijk op een gelijk speelveld. Er is geen gelijk speelveld als je dezelfde regelgeving hebt voor een gigantische bank, met een groot aantal financiële diensten, en een kleine start-up, die één van die diensten aanbiedt. Als je die dezelfde regels oplegt, vermoord je de start-up. De regels moeten dus proportioneel zijn en rekening houden met het feit dat sommige bedrijven groot zijn, jarenlange ervaring hebben in het omgaan met regelgeving en *too-big-to-fail*-garanties hebben.

De reden dat financiële intermediaat so duur is, is dat er niet genoeg toetreders zijn. Dat komt doordat de

regels nooit ontworpen zijn om toegang te bevorderen. Ze zijn eerder ontworpen om toetreding te voorkomen. Wanneer er nieuwe toetreders zijn, zoals in online-bankieren, is de enige reden dat wetgevers geaccepteerd hebben dat ze de regels voor hen moeten versoepelen.”

LITERATUUR

Philippon, T. (2015) Has the finance industry become less efficient? *American Economic Review*, 105(4), 1408–1438.

Philippon, T. (2016) *The FinTech opportunity*. NBER Working Paper, 22476.