



Wat waardeert de belegger?

Auteur(s):

Wensveen, D.M.N., van
Eerden, L.A., van
Mahieu, R.J.

De auteurs zijn verbonden aan de Vakgroep Financieel Management van de faculteit Bedrijfskunde, Erasmus Universiteit Rotterdam.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4280, pagina 900, 10 november 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

banken

De beurswaardering van Europese banken duidt erop dat internationale kredietverlening en investment banking niet altijd positief worden gewaardeerd door beleggers.

Banken worden normaliter gerangschikt naar balanstotaal of eigen vermogen. Nu aandeelhouderswaarde sterk in de belangstelling is komen te staan, ziet men steeds vaker ook rangschikkingen naar beurswaarde. Die leveren soms een ander beeld op, hetgeen betekent dat de beurswaarden van banken zich anders ontwikkelen dan hun intrinsieke waarden. Vergelijken we bijvoorbeeld de rangschikking naar beurswaarde met die naar vermogen per 31 december 1999¹ van de Europese topbanken, dan zien we dat een aantal, vooral Britse en Spaanse, banken een veel hogere plaats in de pikorde krijgt als we naar de beurswaarden kijken en andere, vooral Franse, banken een veel lagere. Ook ABN AMRO scoort hier niet goed: negen op de lijst van beurskapitalisaties; vier op de lijst van intrinsieke waarden. De Duitse banken, de Deutsche Bank voorop, nemen grosso modo dezelfde plaats in op beide lijsten, maar dat komt niet door een relatief goede beursprestatie maar door de relatief hoge waarderingen die de Duitse beurs met haar hoge koers/winstverhoudingen in het algemeen kenmerken.

Strategie van invloed?

Natuurlijk geeft een beurswaardenvergelijking slechts een momentopname weer. In de eerste maanden van 2000 kwamen de verhoudingen weer anders te liggen. Maar omdat bij fusies en overnames uiteindelijk meer gekeken wordt naar de beurswaardenverhouding dan naar de intrinsieke waardeverhouding, proberen we in dit artikel globaal na te gaan hoe de relatieve beursprestatie van Europese banken zich over een langere periode ontwikkeld heeft en of er een relatie te leggen is met de strategie die de banken gekozen hebben. De vraag of beleggers voorkeur voor of reserves tegen het strategisch beleid van banken hebben, zullen we per Europees land bekijken. Een algemene beoordeling waarom banken stijgen of dalen op de Europese beurswaardenranglijst in afwijking van hun intrinsieke waarde wordt ernstig bemoeilijkt door nationale karakteristieken van beurzen en winstverantwoording, leidend tot structurele verschillen tussen landen in koers/winst- en koers/boekwaardeverhoudingen. Daarom hebben we voor de belangrijkste Europese landen de koersontwikkeling van de belangrijkste genoteerde banken (binnen de Europese top-50) afgezet tegen de ontwikkeling van de algemene beursindex in het betreffende land². Dit is gedaan van het eerste kwartaal van 1994 tot en met het tweede kwartaal van 2000. De beginpeildatum was in alle landen relatief ongunstig voor het bankwezen door de hoge rente en relatief lage beursomzetten. De einddatum is echter relatief gunstig door lagere rente, hoge beursomzetten, herstel van de Azië-crisis en hoge economische activiteit. Uiteraard blijft de keuze van de peildatum invloed uitoefenen op de gevonden waarden van de indices, maar voor een vergelijkend onderzoek is dit niet van belang omdat alle onderzochte banken gelijkelijk onder invloed stonden van dezelfde externe factoren, zoals rentestand, valuta, beurzen, en de Azië- en Rusland-crisis. Wel kunnen deze factoren een verschillende invloed hebben op individuele banken, maar dat hangt nu juist met hun strategie en risicobeleid samen.

Europa

Van belang is vast te stellen dat de Europese top 50-banken in 1994, het eerste jaar van onderzoek, inmiddels op een gelijk Europees speelveld ('level playing field') actief waren. Als gevolg van het Europa 1992-programma waren de nationale geld- en kapitaalmarkten geliberaliseerd, waren er vrije vestigingsmogelijkheden in alle EU-landen en, zeer belangrijk, waren er in geen enkel EU-land belemmeringen overgebleven om naast het bankbedrijf ook het effectenbedrijf volledig uit te oefenen.

Strategie en waardering

Per land zullen we nu globaal nagaan of verschillen in strategisch profiel, zoals valt af te leiden uit jaarverslagen en wordt uitgedragen in krantenpublicaties, wijzen naar beter of minder presterende banken in vergelijking met de algemene beursindex. Tevens zullen we op saillante verschillen tussen de landen wijzen.

De relatieve beursprestaties van de betreffende banken worden in [tabel 1](#) weergegeven. Toegevoegd zijn enkele bedrijfseconomisch relevante gegevens: de ROA (return on assets) over 1999 en de C/I (cost to income) ratio's. We zullen eerst de continentaal-Europese landen behandelen.

Tabel 1. Relatieve beursprestatie van Europese banken over de periode eerste kwartaal 1994 tot en met tweede kwartaal 2000.

	koers/beursa	roab	c/i-ratio _c	
<i>Duitsland</i>				
Deutsche bank	0,80	0,49	72	
Dresdner bank	0,82	0,54	67	
Commerz bank	0,81	0,37	69	
(Bayerische) Hypo Vereins bank	1,03	0,15	60	
Bankgesellschaft Berlin	0,29	0,23	69	
<i>Oostenrijk</i>				
Bank Austria	0,74	0,42	n.b.	
<i>Frankrijk</i>				
bnp Paribas	0,86	0,74	67	
Paribas _d	0,67	n.b.	n.b.	
Société Generale	0,94	0,81	72	
CCF	1,28	0,96	64	
<i>Spanje</i>				
bbva		2,09	1,22	55
bsch		1,22	1,06	66
Banco Popular	0,88	2,68	49	
<i>Italië</i>				
Banca Intesa	1,85	0,59	74	
Banca Nazionale di LAVORNO	1,78	n.b.	n.b.	
Banca di Roma	0,45	0,40	62	
Rolo Banca	1,70	0,74	68	
Medio Banca	0,57	n.b.	n.b.	
San Paolo imi	1,41	1,29	58	
Unicredito	1,72	1,67	56	
<i>Zwitserland</i>				
ubs		0,60	0,83	69
Credit Suisse/Winterthur	1,07	0,91	68	
<i>Benelux</i>				
ing		1,56	0,70	71
abn amro		1,16	0,93	68
Dexia	1,36	0,54	54	
Fortis	1,37	0,59	66	
kbc Cera	1,18	0,67	66	
Generale Bank _d	0,87	n.b.	n.b.	
Bble	0,91	n.b.	n.b.	
<i>Scandinavië</i>				
SEB (Skandinaviska Enskilda)	0,15	0,72	76	
shb (Svenska)	0,70	1,00	51	
Nordic Baltic Holding _f	0,25/0,16/1,12	1,25	57	
Danske Bank	1,07	0,90	61	
<i>Ierland</i>				
Allied Irish Banks	1,48	1,69	57	
Bank of Ireland	2,10	1,35	54	
<i>Schotland</i>				
Bank of Scotland	1,72	1,27	48	
Royal Bank of Scotland	1,43	1,36	50	
<i>Engeland</i>				
hsbc (Hong Kong Shanghai bc)	1,67	1,40	54	
Barclays	1,70	1,00	62	
Lloyds tsb		1,58	2,42	43
NatWest	1,62	1,28	66	
Standard Chartered	1,63	0,94	58	
Schröders	1,44	2,42	77	
Halifax	0,50	1,17	47	
Abbey National	0,98	1,11	42	

a. Koersindex gedeeld door beursindex op 30 juni 2000. Voor zowel de koers- als de beursindex geldt 1994 = 100. b. Return on assets voor 1999; percentage.

c. Cost/income ratio voor 1999; percentage.

d. Zelfstandig tot medio 1999.

f. Ook: Merita Nordbank. De ROA-percentages zijn voor respectievelijk de Finse, Zweedse en Deense beursindices aangezien de bank aan alle drie beurzen genoteerd is.

Bronnen: Datastream (beursindex is MSCI-index van het betreffende land) en *The Banker*, juli 2000.

Duitsland

Slechts twee banken hebben het tijdelijk, namelijk in 1997 en 1998 beter gedaan dan de Duitse beursindex. Dat waren de beide Beierse banken met hun sterke, regionale retailbasis: de Bayerische Hypo en de Bayerische Vereinsbank (toen nog niet gefuseerd). De problemen in de onroerend goed financieringsportefeuille van deze banken hebben na 1998 het koersvoordeel geëlimineerd. De beurskoers van de gefuseerde Hypo Vereinsbank was in het tweede kwartaal van 2000 weer iets hoger dan de beursindex. De ROA van deze bank was in 1999 ook voor Duitse begrippen zeer laag wegens de hoge kredietafschrijvingen, maar de kostenefficiëntie was relatief gunstig. De

beurskoersen van het traditionele grote Duitse bankwezen, zijnde de Deutsche Bank, Dresdner Bank en Commerz Bank, bleven per saldo aanzienlijk achter. De achterstanden vergrootten zich vooral sinds 1998, toen de financiële crises in Azië en Oost-Europa voor een gevoelige koersdaling van het trio zorgden. Zij waren de banken die een sterke internationale expansie met krediet- en investment banking-activiteiten en een duidelijke expansie richting Oost-Europa nastreefden, terwijl hun binnenlands bedrijf subrendabel was, getuige een relatief lage ROA in 1999 en een lage kostenefficiëntie. De rentabiliteit van het retailbedrijf van Duitse banken staat zwaar onder druk door overaanbod dat mede komt van de zijde van de Länderbanken en coöperatieve (spaar)banken die niet aan rentabiliteitseisen van beursgenoteerde instellingen behoeven te voldoen. De in vergelijking met Angelsaksische landen niet sterk ontwikkelde Duitse beurs is duidelijk niet erg gecharmeerd van de grote Duitse banken.

Frankrijk

Het Franse bankwezen vertoont overeenkomsten met het Duitse. Slechts één bank, te weten CCF, een puur Franse retailbank met een gunstige ROA en C/I-ratio wist duidelijk beter dan de beursindex te scoren. Alle anderen bleven achter, met bovendien een sterke terugval in 1998 (financiële crises). Dat waren Paribas, Société Générale en Banque Nationale de Paris. (Credit Lyonnais is pas recent aan de beurs genoteerd.) Paribas is gespecialiseerd in investment banking; SG en BNP zijn algemene banken met een sterk nationale basis in corporate en retail banking. Zij volgden - weliswaar iets minder geprononceerd dan de grote Duitse banken - een beleid van internationale expansie hoofdzakelijk op kredietterrein en niet op het terrein van investment banking. Zij zijn even subrendabel als hun grote Duitse collega's, getuige hun lage ROA en lage kostenefficiëntie. Deze banken hebben hun verleden als minder efficiënte staatsbank nog niet van zich afgeschud en ondervinden hinder van fiscaal geprivilegieerde coöperatieve banken.

Spanje

De beursontwikkeling van het Spaanse bankwezen was veel gunstiger dan die van het Duitse en Franse. Achterblijvers zoals Argentaria werden overgenomen. Banco Popular deed het goed tot eind 1999 maar blijft nu achter. De twee succesverhalen zijn Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en Santander Central Hispano (BSCH). De ROA's van deze banken zijn relatief gunstig; ook de kostenefficiëntie is beter dan in andere landen. Zo wil de belegger het kennelijk. De Spaanse banken zijn sterk regionaal, later nationaal verankerd. De twee belangrijkste groepen (BBVA en BSCH) voeren een internationalisatiebeleid dat volledig gericht is op retail-penetratie in Zuid-Amerika via overname van kleine retail-banken, die ze vervolgens saneren. Zij doen weinig aan internationale kredietverlening en investment banking.

Italië

Italië levert een sterk uiteen-lopend beeld. Vijf van de zeven beursgenoteerde banken deden het veel beter, twee veel slechter dan de Italiaanse beursindex. Negatieve uitschieters waren Banco di Roma en de investment bank Mediobanca, die veel Italiaanse fusies orkestreerde. De ROA's en C/I-ratio's zijn uiteenlopend. De vijf goede banken zijn alle overwegend nationaal georiënteerde corporate en retail banken.

Zwitserland

De beursprestaties van de grote Zwitserse banken (UBS en SBC, in 1998 gefuseerd tot UBS, en CS) zijn ondanks hun hoog internationaal aanzien en hun zeer renderende, omvangrijke private banking bedrijf uitgesproken slecht, met nog een negatieve uitschieter in 1998. Credit Suisse heeft na de fusie met Winterthur duidelijk geprofiteerd van diens hogere koers als verzekeringsmaatschappij. Hun ROA is matig, hun C/I-ratio hoog. Hun beleid is sterk op internationalisering gericht, vooral in grote kredieten en investment banking (Warburg; csfb). Zij worstelen met hun kostenbeheersing. De Zwitserse en buitenlandse beleggers hebben weinig waardering voor hun performance op de overigens goed ontwikkelde Zwitserse beurs.

Benelux

ING had, ondanks een lage ROA en een hoge C/I ratio van ING Bank in 1999, een hoge beurswaardering, ongetwijfeld dank zij het dominante verzekeringsbedrijf; hier werkt de formule van het 'bankverzekeren' door in de koers. Het aandeel ABN AMRO heeft het niet slecht gedaan en is sneller gegroeid dan de Nederlandse MSCI-beursindex. ROA en C/I-ratio bevinden zich in het Europese middenveld.

Fortis Bank had een wat lagere ROA en dezelfde C/I-ratio als ABN AMRO maar een veel hogere beurswaardering in 1999. In oktober 1998 was de relatieve beurskoers van Generale Bank laag; ook hier speelt het bankverzekerings-aspect. KBC Cera deed het op de beurs goed maar is sinds 1999 teruggezaakt. ABN AMRO internationaliseerde sterk, zowel in kredietverlening als in investment banking; KBC ambieerde dat niet en bleef lokaal; Generale Bank (later Fortis Bank) expandeerde wel internationaal maar bleef en blijft daarin nog achter bij ABN AMRO.

Scandinavië

Het Zweedse bankwezen was in 1999 hersteld van een diepe crisis die in 1994 nog volop haar invloed op de beurskoersen had. De crisis had betrekking op de binnenlandse kredietportefeuille en was in hoofdzaak toe te schrijven aan overmatige financiering van onroerend goed. Bij weer tot gemiddeld teruggekeerde ROA- en C/I-prestaties stegen de beurskoersen van Svenska Nordbanken aanvankelijk meer dan de Zweedse beursindex. Nu blijft Svenska achter en de SEB zelfs zeer aanzienlijk. De Zweedse banken zijn in hoofdzaak nationaal gerichte algemene banken. Hetzelfde geldt voor de Deense banken; de beursprestaties waren aldaar vrij goed, v or 2000 zelfs zeer goed (Danske Bank). Zeer opmerkelijk is dat de Fins-Zweeds-Noors-Deense combinatie Nordic Baltic Holding, genoteerd in drie landen, het tot nog toe (sinds eind 1997) zeer matig doet.

Verenigd Koninkrijk en Ierland

De traditionele ontwikkeling van het bankwezen is hier anders dan op het continent, mede omdat de beurs als financieringsbron een veel belangrijker plaats inneemt dan in Frankrijk, Duitsland, Spanje en Italië. De beurskoersen reageren krachtiger op resultaten en

beleidsbeslissingen van banken, in negatieve maar ook in positieve zin.

De beide Ierse banken voerden de top in Europa aan waar het om het overtreffen van de beursindex gaat. De Bank of Ireland en de Allied Irish Bank gaven elkaar in 1998 weinig toe; medio 2000 zijn de koersen meer naar de index toegegroeid maar nog steeds veel beter dan de lokale index. Het bedrijfseconomisch resultaat van beide banken is voortreffelijk: ROA en C/I-ratio zijn duidelijk gunstiger dan het Europese gemiddelde. Welke strategie volgden de beide banken? Ze hebben een overwegend nationaal corporate en retail banking-bedrijf, de buitenlandse expansie is ondergeschikt. Ze doen niet of nauwelijks aan investment banking en internationale kredietverlening. Ze hadden het geluk dat Ierland economisch de wind sterk mee had.

De beide Schotse banken lopen onderling uiteen. De kleinste, de Bank of Scotland, overtrof de Engelse beursindex zeer duidelijk. De strategie was hier weinig investment banking, sterke retail en corporate banking basis in Schotland en delen van Engeland. Buitenlandse kredietactiviteiten bleven beperkt tot OESO-landen. De iets grotere Royal Bank of Scotland ontloopt de Bank of Scotland nauwelijks qua ROA en C/I-ratio maar heeft een wat lagere en een vooral in 1998 meer fluctuerende beursprestatie laten zien. Haar beleid had een niet zeer van de Bank of Scotland verschillend profiel, zij het dat haar overnamebeleid veel actiever was. Beide banken deden in 1999 een gooi naar de veel grotere NatWest, die weliswaar minder rendeerde maar naar continentale maatstaven toch heel goed draait; alleen de C/I-ratio was relatief ongunstig.

De koersen van de grote Engelse banken HSBC (die Midland Bank overnam), Barclays en NatWest en van de volledig op het buitenland (niet-OESO) gerichte Standard Chartered Bank en de investment bank Schröders presteerden zeer duidelijk beter in verhouding tot de Londense index tot het derde kwartaal van 1998, toen ze alle zwaar terugvielen tot ongeveer het indexniveau. Daarna volgde herstel tot duidelijk boven de index. De bedrijfseconomische prestatie van de Engelse banken is aanmerkelijk beter dan die van hun Duitse en Franse collega's. NatWest en Barclays hebben grote moeilijkheden ondervonden met hun investment banking-bedrijf, daarvan het meest risicodragende onderdeel, de aandelenhandel, afgestoten en de overige activiteiten verminderd. Ze hadden voorts in het oog lopende andere managementproblemen, zoals valuta-arbitrage, Oost Europa en Azië-kredieten, die bijvoorbeeld HSBC minder had. Het ingrijpen in deze risicovolle bedrijfsonderdelen heeft, met het algemene herstel van de Azië-crisis en de hervatte groei in het VK, hun koersen zeer goed gedaan.

De witte raaf in het Britse bankwezen was tot voor kort Lloyds TSB. Met een ROA van 2,4 procent en een C/I-ratio van 43 procent is deze bank de absolute topper. De Engelse beurs waardeerde dit aandeel begin 2000 het hoogst: 230 ten opzichte van de index. Medio 2000 was de voorsprong op andere Engelse banken echter verdwenen. Lloyds TSB heeft onder de resolute leiding van Pitman een gedaanteverandering ondergaan. Met de overname van TSB, Abbey Life en Cheltenham and Gloucester werd een krachtig multiproduct retailbedrijf in Engeland opgebouwd (sparen, hypotheek, verzekeren). De investment banking-activiteiten werden afgestoten en rigoureuze kostenbezuinigingen werden doorgevoerd. Buitenlandse activiteiten zijn ondergeschikt na gunstige afwikkeling van vorderingen op probleemlanden uit de tachtiger jaren.

Het samengevatte beeld

Het Europese beeld overziende dringt de indruk zich op dat de 'universele banken' met een breed scala aan risicodragende activiteiten, met name investment banking (vooral aandelenhandel) en met een internationale oriëntatie die een hoog risicoprofiel heeft (kredietverlening aan ontwikkelingslanden) zich niet in de beleggersgunst mogen verheugen. Deze banken blijven in enkele landen erg achter of verspelen een opgebouwde voorsprong die alleen na aanpassing van het beleid (in veel gevallen: minder investment banking) weer opgebouwd kan worden, mede dankzij goed kostenmanagement. In Frankrijk komt daar als negatieve factor de historische achtergrond als staatsbank bij, waardoor er weinig winstgericht werd gewerkt. Daarentegen doen overwegend nationaal of regionaal georiënteerde banken met een accent op retail-activiteiten het consistent goed op de beurs. Dit beeld werd nog versterkt in 1998, toen onder invloed van de Azië-crisis de banken met de meer risicovolle activiteiten een veel grotere koersdaling ondergingen dan de retail-georiënteerde banken. De belegger waardeert bovenal banken met een goed kostenmanagement (bijvoorbeeld Lloyd's) en met een internationaliseringsbeleid dat duidelijk gericht en minder risicodragend is (zie Spaanse banken).

Slot

Opvallend is dat de banken in Duitsland, Frankrijk, Zwitserland en de Benelux na het slechte beursjaar 1998, dat een zware dip in hun beurskoersen teweeg bracht, wel terughoudendheid betrachten in hun internationale kredietverlening maar geen aarzeling tonen bij de uitbouw van hun risicovolle investment banking-activiteiten. Dit beleid is begrijpelijk tegen de achtergrond van de opkomst van financiering via de kapitaalmarkten ten koste van bancaire financiering: de banken willen met investment banking hun dominante rol in het financiële intermediaatiedproces zoveel mogelijk behouden. Bovendien is er een scherp gevecht met de grote Amerikaanse investment banks gaande om de markthegeemonie. Daarbij is investment banking bij een stijgende beurs zeer rendabel. Maar of dit beleid strookt met een consistent volgehouden streven naar maximale aandeelhouderswaarde op langere termijn, valt te bezien. Het houdt impliciet een gok in op een toekomst zonder grote financiële crises. Het (levens)verzekeringswezen, dat in feite veel minder riskant is dan het bankwezen, is het bankwezen qua aandeelhouderswaarde-ontwikkeling overal ver vooruit en kan als vergelijking dienen. Dit betekent dat vooral de continentaal-Europese universele banken grotere aandacht zouden moeten besteden aan hun integrale risicoprofiel, waarbij de relatieve omvang en risicogevoeligheid van hun investment banking activiteiten de stabiliteit van de winstgroei niet in de weg mag staan

1 Zie *The Banker*, juli 2000.

2 Bron: Datastream. De beursindex is de MSCI-index van het betreffende land.