

twee frequentieblokken te delen ontstaat er een win-winsituatie voor beide kleintjes. Marktvorsers hintten op de mogelijkheid en voordelen van een eventuele verdere samenwerking, bijvoorbeeld een joint venture. Het zou voor beide partijen een concurrent minder betekenen, lagere overheadkosten en efficiëntere verkoopkanalen. Deze voordelen bedragen omgerekend al gauw drie miljard euro. Dit is in vergelijking met de beurswaarde van KPN (20 miljard euro) een behoorlijke som. Als de veilingregels onveranderd blijven, lijkt het samenwerkingsscenario voor KPN dus het meest rooskleurig.

KPN ONDERLIGGENDE PARTIJ

Maar twee kanttekeningen zijn op hun plaats. Ten eerste is O2 in handen van het Spaanse Telefónica. Vergelijken wij de operationele winst en omzet van KPN (2,6 miljard en 14,6 miljard euro) met die van de Iberische krachtpatser (14 miljard, resp. 58 miljard euro), dan is KPN duidelijk de onderliggende partij. Dat zal KPN's onderhandelingspositie niet versterken.

Ten tweede wordt Telefónica vaak genoemd als meest waarschijnlijke overnemer van KPN. De belangrijkste reden voor de overname zouden de synergievoordelen tussen beide dochters zijn. Deze voordelen zullen door een eventuele samenwerking verminderen waardoor de kans op een overname van heel KPN, en de daarmee gepaard gaande aantrekkelijke overnamepremie, een stuk onwaarschijnlijker wordt. ■

Door Pieter Wind,
directeur Investment Content Management bij ING Investment Management

De bijl in bank-verzekeren

Je zit in de auto naar je werk na een fijn weekje herfstvakantie en hoort dat de toekomst van je bedrijf volledig anders zal zijn. ING splitst het verzekeringsbedrijf, inclusief vermogensbeheer – daar werk ik – af van de bank. Je denkt: die Neelie heeft toch wel veel in de melk te brokkelen. En: wie zijn de volgende slachtoffers? Dat liet niet lang op zich wachten. Het was geen pretje voor beleggers in het algemeen en voor die in financiële waarden in het bijzonder.

Het is duidelijk dat Neelie het 'too big to fail'-probleem van de dominante doch armlastige financiële spelers in Europa op een harde manier aanvielt: kleiner maken dus. Als analist kan ik het daar van harte mee eens zijn. 'Too big to fail' impliceert immers dat bij problemen moet worden ingegrepen. Kleiner maken van de actoren in de financiële sector vermindert deze wetmatigheid, grijpt aan op de kern van de zaak en is dus begrijpelijk en nastrevenswaardig. Als ING'er voelt het ietsje anders. Maar er is meer op te merken over dit proces van krimp.

Het feit dat nationale middelen worden aangesproken als een bank te groot wordt geacht, impliceert waarschijnlijk ook dat het proces van kleiner worden of maken zich min of meer langs nationale lijnen zal voltrekken. Want wie in Nederland wil er nu voor de redding van een Franse of Britse bank betalen? Deze gedachtelijk doortrekkend zou men zelfs kunnen denken aan een zekere relatie tussen omvang van de nationale economie en omvang van het balanstotaal van dominante financiële instellingen. Zo ondervang je in de toekomst IJslandscenario's. Maar dit impliceert tegelijkertijd het accepteren van grote nationale verschillen in de omvang van de bankensector en zet Europa op achterstand ten opzichte van de Verenigde Staten. Europa is immers een lappendeken van nationale staten en begrotingen; de Verenigde Staten zijn federaal georganiseerd en kennen een centrale begroting. Deze lijn volgend kunnen de Amerikaanse financiële instellingen dus in potentie groter zijn dan die van Europa. Iets anders geformuleerd hoeven de Amerikanen dus minder te krimpen. De vraag is of dergelijke verschillen accepteren erg is. Gevoelsmatig denk ik van niet.

Ondertussen lijkt het of dit proces van 'downsizing' min of meer per ongeluk en onder Brusselse druk in gang is gezet. Dat lijkt me niet goed. Zulke structurele wijzigingen dienen wetenschappelijk onderbouwd te zijn en als bewust beleid te worden nagestreefd. Hier wreekt zich dat cruciale spelers zoals de centrale banken de vorming van steeds grotere en internationale banken nastreefden en zich bovendien – net als gewone mensen – hebben laten verrassen door de ontwikkelingen. De facto staan ze met de mond vol tanden. Hopelijk bijten ze voortvarend door de zure appel en nemen zij snel het voortouw om tot bewust beleid te komen.

Beleggers in financiële waarden proefden afgelopen weken wat krimp van het financiële bestel langs de geschetste lijnen impliceert. De les is ook hier duidelijk. Beleg voorlopig niet tegen de nationale lijnen in. Zoek de lokale paret. ■

