

Resultaten verkennend onderzoek

Rol Nederlandse banken bij begeleiding van beursgangen

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

Op 28 maart 2023 vond in de Tweede Kamer een debat plaats over de toekomst van de financiële sector.¹ Tijdens dit debat diende het lid Ephraïm (FvD) een motie in waarin de regering werd opgeroepen om onderzoek te doen naar de expertise van Nederlandse banken op het gebied van effectenemissies.² De motie stelt dat onderzoek wenselijk is omdat buitenlandse banken een prominente positie innemen op de Nederlandse kapitaalmarkt, terwijl het in Nederlands belang is om te beschikken over sterke Nederlandse banken en een sterke Nederlandse kapitaalmarkt. Het gevraagde onderzoek dient in te gaan op de vraag hoe de expertise van het Nederlandse bankwezen op het gebied van het plaatsen van effecten op de beurs kan worden versterkt. De Tweede Kamer nam deze motie aan op 4 april 2023.³

1.2 Onderzoeksvraag

Met dit verkennende onderzoek geeft het ministerie opvolging aan de motie-Ephraïm. Het ministerie heeft gekozen om dit onderzoek af te bakenen tot de volgende hoofdvraag:

Wat is de rol van Nederlandse banken bij het begeleiden van effectenemissies en hoe kan deze rol worden versterkt?

Om antwoord te geven op deze vraag komen achtereenvolgens verschillende deelonderwerpen aan bod. Het tweede deel bevat een inleiding op de kernbegrippen uit dit onderzoek. Vervolgens gaat het derde deel dieper in op de positie van Nederlandse zakenbanken bij het begeleiden van beursgangen ten opzichte van de buitenlandse zakenbanken. Deel vier geeft inzicht in de factoren die ten grondslag liggen aan de huidige positie van de Nederlandse zakenbanken. Vervolgens behandelt het vijfde deel wat de gevolgen zijn van de huidige positie van de Nederlandse zakenbanken bij effectenemissies. Deel zes staat in het teken van het handelingsperspectief om de positie van de Nederlandse zakenbank te versterken.

1.4 Onderzoeksopzet

Het ministerie van Financiën heeft dit verkennende onderzoek uitgevoerd door middel van deskresearch en interviews. De deskresearch had tot doel om een algemeen beeld te krijgen over effectenemissies en zakenbankieren. De resultaten van de deskresearch staan in deel twee, dat een algemeen beeld schetst over effectenemissies en het zakenbankieren. Een dieper inzicht in de markt voor effectenemissies is nodig voor de delen drie tot en met zes, waarin de positie van Nederlandse zakenbanken, de oorzaken, de gevolgen en de handelingsperspectieven aan bod komen. Het ministerie heeft de resultaten verkregen door middel van interviews met experts en belanghebbenden. Het ministerie heeft gesproken gevoerd met VNO-NCW, Eumedion (institutionele beleggers), VEVO (uitgevende instellingen), de AFM, NLF, twee Nederlandse beurzen, twee Nederlandse banken, een grote bank uit een andere EU-lidstaat, twee Amerikaanse banken en een wetenschapper.

2. Begrippenkader en rol zakenbanken bij beursgangen

Bedrijven laten zich gedurende een effectenemissie bijstaan door zakenbanken. Dit hoofdstuk behandelt hoe zakenbanken een beursgang begeleiden. Allereerst komen voor de minder ingevoerde lezer enkele centrale begrippen aan bod in het onderstaand kader. Daarna behandelt het hoofdstuk

¹ Handelingen II 2022/23, nr. 66, item 29.

² Kamerstukken II 2022/23, 32013, nr. 275.

³ Handelingen II 2022/23, nr. 69, item 10.

wat de taken van een zakenbank zijn en vervolgens hoe zakenbanken samen een effectenemissie begeleiden.

Begrippenkader⁴

Effectenemissie

Een effectenemissie is de uitgifte van aandelen, obligaties of andere effecten zoals derivaten of certificaten. De vorm en omvang van effectenemissies variëren sterk. Het doel van een effectenemissie is om kapitaal op te halen, waarmee een bedrijf kan starten, groeien en innoveren. Effectenemissies kunnen zowel op de beurs als buiten de beurs plaatsvinden. Dit onderzoek richt zich alleen op effectenemissies die via een beurs, ook wel handelsplatform genoemd, verlopen, omdat de motie-Ephraïm alleen ziet op deze effectenemissies en omdat zakenbanken juist bij deze effectenemissies nauw betrokken zijn.

Beursgang

Wanneer een bedrijf voor het eerst zijn aandelen uitzet op de beurs, heet dit een beursgang, ook wel een primaire effectenemissie of *initial public offering* (IPO) genoemd. Het bedrijf heet dan ook wel een uitgevende instelling. De beurs is een gereguleerde marktplaats waar beleggers financiële instrumenten verhandelen. Door de beursgang worden de aandelen van het bedrijf vrij verhandelbaar. Eenmaal genoteerd op de beurs kan een bedrijf nogmaals kapitaal ophalen op de beurs door een secundaire aandelenemissie of uitgifte van obligaties. De grootste beurs in Nederland is Euronext Amsterdam. Er zijn ook kleinere beurzen zoals NPEX en Nxchange die zich richten op het midden- en kleinbedrijf. Dit onderzoek focust op beursgangen en minder op andere effectenemissies zoals een obligatie-emissie of een secundaire effectenemissie. De reden hiervoor is dat de rol van zakenbanken bij deze beursgangen het meest zichtbaar en bepalend is en daarmee een illustratief is voor de staat van het Nederlands zakenbankieren.

Zakenbank/ zakentak

Een zakenbank of een investeringsbank is een bank die zich richt op grote, zakelijke financiële transacties. De zakenbank begeleidt onder andere beursgangen, adviseert over fusies en overnames, handelt op de beurs. Een zakenbank kan een zelfstandige bank zijn, of als zakentak een onderdeel vormen van een bank die ook andere diensten en producten aanbiedt aan bedrijven of consumenten. Dit onderzoek richt zich met oog op de reikwijdte van de motie-Ephraïm voornamelijk op één onderdeel van de zakenbank: het begeleiden van beursgangen. Een geheel losstaande bestudering hiervan is echter niet mogelijk gelet op hoe nauw het begeleiden van beursgangen is verweven met andere zakelijke dienstverlening.

Syndicaat

Bij een beursgang zijn doorgaans meerdere zakenbanken betrokken. Deze banken vormen gezamenlijk het syndicaat. Binnen het syndicaat bestaat een hiërarchie van drie posities: *global coordinators*, *bookrunners* en *co-managers*. De hiërarchie vormt een piramide, met één of een paar banken in de topositie, een aantal banken in het midden en een groep banken in de onderste laag.

- De global coordinators hebben de leiding binnen het syndicaat. Zij adviseren over de belangrijkste beslissingen zoals welke andere zakenbanken betrokken worden, de prijs van de aandelen en aan welke beleggers de uitgevende instelling de aandelen verkoopt. Ook nemen ze soms de verplichting op zich de koers van de aandelen te stabiliseren. De global coordinators ontvangen de hoogste vergoeding binnen het syndicaat.
- De bookrunners staan een niveau lager dan de global coordinators. Hun rol bestaat voornamelijk uit het verkopen van de aandelen aan beleggers. Daarbij hebben ze beperkte invloed op het beursgangsproces en de keuzes ten aanzien van de uitgifteprijs. Zij worden later betrokken en ontvangen een lagere vergoeding.
- Banken die optreden als co-managers zijn ook betrokken, maar spelen een minder grote rol. Zij kunnen bijvoorbeeld een specifieke (geografische) doelgroep van beleggers benaderen die zij in hun klantenbestand hebben of ondersteunende diensten verlenen.

⁴ Deze definities van deze begrippen zijn opgesteld op basis van deskresearch en de gevoerde gesprekken.

2.1 Taken van de zakenbank

Uit de interviews blijkt dat de zakenbanken grofweg vijf taken vervullen bij een beursgang. Als eerste stomen ze het bedrijf klaar voor een beursgang, bijvoorbeeld door te adviseren over de herstructurering van het bedrijf. Een belangrijk onderdeel hiervan is dat de zakenbank adviseert over een passende prijs voor de effecten die het bedrijf gaat uitgeven. Het bedrijf wil een zo hoog mogelijke prijs voor de effecten die het uitgeeft, maar moet ook waarborgen dat voldoende beleggers bereid zijn het effect te kopen. De zakenbank adviseert over de balans hiertussen. Hiervoor is het belangrijk dat de zakenbank adequate kennis heeft van de markt waarop het bedrijf actief is.

Ten tweede voert de bank de beursgang uit door een prospectus op te stellen en contact te onderhouden met de beurs en de toezichthouder. De prospectus is het officiële document waarin de effecten aan potentiële beleggers wordt aangeboden. De prospectus bevat informatie over het bedrijf en de effecten die het aanbiedt zodat beleggers kunnen beoordelen of zij een effect willen kopen. De toezichthouder – in Nederland is dat de Autoriteit Financiële Markten – beoordeelt of de prospectus de benodigde informatie bevat, geeft toestemming en maakt de prospectus vervolgens openbaar.

Ten derde zet de bank de effecten van het bedrijf in de markt bij vermogensbeheerders en beleggers. Hiervoor neemt de zakenbank contact op met de institutionele en retailbeleggers uit zijn netwerk. Hoeveel effecten de bank kan verkopen (de distributiekraacht) beïnvloedt de positie van de bank binnen het syndicaat. Institutionele beleggers van buiten de Europese Unie (EU) kopen de meeste aandelen op de beurs van Euronext Amsterdam. Het is voor een zakenbank dus belangrijk om een netwerk te hebben waarin de grootste financiële centra ter wereld goed zijn vertegenwoordigd.

Ten vierde is de zakenbank ook verantwoordelijk voor clearing en settlement van een beursgang. Dat betekent dat de bank het proces van het afwickelen van betalingen regelt.

Ten vijfde nemen zakenbanken soms de verplichting op zich om de koers van een effect na een beursgang te stabiliseren. Een bedrijf wil namelijk voorkomen dat zijn effecten te volatiel zijn. Dit kan het vertrouwen in het bedrijf schaden en hierdoor de koers van de effecten laten dalen. Zakenbanken stabiliseren de koers door op bepaalde momenten zelf effecten in te kopen of juist te verkopen. Dit kan een zakenbank veel geld kosten en is dus een risicovolle aangelegenheid.

2.2 Samenstelling van het syndicaat

Bij de samenstelling van een syndicaat is sprake van stevige concurrentie tussen zakenbanken. Vanwege de beperkte hoeveelheid (grote) beursgangen per jaar willen alle zakenbanken immers zo veel mogelijk (grote) deals binnen halen. Zij proberen daarbij een zo belangrijk mogelijke positie te pakken binnen het syndicaat, omdat hier hoge vergoedingen tegenover staan. Wanneer een onderneming een beursgang overweegt, krijgen verschillende zakenbanken doorgaans de gelegenheid om hun diensten te pitchen. Tijdens deze presentatie proberen zakenbanken het bedrijf ervan te overtuigen dat zij de beursgang succesvol kunnen begeleiden door onder andere hun expertise, marktkennis, distributienetwerk en track record voor het voetlicht te brengen. Een bedrijf kiest vaak voor een bank waar het een goede relatie mee heeft.

3. Positie van Nederlandse banken

Op de Nederlandse kapitaalmarkt zijn zowel Nederlandse als buitenlandse zakenbanken actief. Nederlandse zakenbanken zijn ING, ABN AMRO, Rabobank en Van Lanschot Kempen.⁵ Buitenlandse spelers komen veelal uit de Verenigde Staten (VS) of andere Europese lidstaten. Bekende zakenbanken uit andere EU-lidstaten zijn Deutsche Bank (Duitsland) en BNP Paribas (Frankrijk). Amerikaanse zakenbanken zijn bijvoorbeeld Goldman Sachs, Citibank, J.P. Morgan Chase en Morgan Stanley.

Nederlandse banken kunnen zowel Nederlandse als buitenlandse bedrijven naar de beurs brengen. Uit de gevoerde gesprekken volgt dat Nederlandse banken zich momenteel vooral op beursgangen

⁵ Dit volgt uit het register van goedgekeurde prospectussen van de Autoriteit Financiële Markten, <https://www.afm.nl/en/sector/registers/meldingenregisters/goedgekeurde-prospectussen>.

in Nederland richten, en in een enkel geval in de Benelux. Hiervoor hebben zij de benodigde kennis en expertise nog steeds in huis. Aangezien er tamelijk weinig beursgangen plaatsvinden in Nederland, hebben Nederlandse banken beperkte kansen om een beursgang te begeleiden, laat staan om een prominente positie in te nemen bij een beursgang. Hun trackrecord is dus beperkt.

Uit de interviews en de geraadpleegde prospectussen blijkt dat banken uit de VS vaak de positie als global coordinator of bookrunner bemachtigen. Bij de meeste recente beursgangen in Nederland traden Amerikaanse banken op als global coordinator. Nederlandse banken werden vaak niet betrokken of werden betrokken als bookrunner of co-manager. Zij verkopen dan dus een deel van de aandelen aan beleggers. Ook was er vaak een taak weggelegd voor een Nederlandse bank om het contact met Euronext Amsterdam te onderhouden of om de clearing en settlement te regelen. Dit zijn veelal minder goed betaalde taken binnen het syndicaat.

De rol van Nederlandse banken hangt volgens de geïnterviewde partijen sterk af van het bedrijf dat de bank begeleidt. De Nederlandse kapitaalmarkt heeft een internationaal karakter. Er zijn relatief veel beursgangen van buitenlandse bedrijven in Amsterdam en weinig beursgangen van Nederlandse bedrijven. Buitenlandse bedrijven die in Nederland naar de beurs gaan, hebben vaak al goede contacten met buitenlandse banken. Dit verkleint de kansen voor Nederlandse banken om een toppositie in het syndicaat te bemachtigen. Bij een beursgang van een bedrijf in handen van private equity partijen uit het buitenland, kiest de uitgevende instelling bijna nooit voor een Nederlandse bank gekozen, maar vaak voor een Amerikaanse bank. Kleinere, Nederlandse bedrijven die minder internationaal georiënteerd zijn, kiezen juist wel voor Nederlandse banken, waarmee zij doorgaans al een zakenrelatie hebben. In andere EU-lidstaten lijkt hetzelfde te gelden. In lidstaten waar vaker bedrijven uit eigen land naar de beurs gaan, nemen lokale banken een dominantere rol in. Hierbij speelt de beoogde groep beleggers een rol.

Geïnterviewden vertellen verder dat de situatie dertig jaar geleden anders was. De positie van Nederlandse zakenbanken was toen sterker. Zij begeleidden meer beursgangen en hadden soms een mondiaal netwerk om aandelen te verkopen aan beleggers. Ook hadden enkele Nederlandse banken toen nog de ambitie om wereldwijd in de top-10 te staan. Bepaalde Nederlandse zakenbanken hebben dus marktaandeel verloren ten opzichte van buitenlandse banken. Tegelijkertijd geven sommige geïnterviewden aan dat het voor Nederlandse zakenbanken altijd moeilijk was om een leidende rol te spelen bij internationale beursgangen.

League tables

Financiële analisten en databureaus rangschikken zakenbanken in zogeheten *league tables*. Deze classificaties geven een overzicht van hun marktaandeel en omzet. Bedrijven gebruiken dit voor een indicatie van de kwaliteit, kennis en ervaring van banken bij verschillende diensten binnen het zakenbankieren. Zo zijn er league tables per type beursgang (uitgifte van aandelen of obligaties), per geografische regio en voor andere diensten, zoals fusies en overnames (*mergers and acquisitions*). Onder meer Bloomberg en de London Stock Exchange Group (LSEG) publiceren league tables.

Uit deze data volgt dat Amerikaanse zakenbanken wereldwijd de meeste beursgangen begeleiden. In de top komen daarnaast enkele Britse en Aziatische banken voor. Ook in de regionale league tables voor Europa staan veel Amerikaanse banken bovenaan de lijst, al staan er enkele Europese grote zakenbanken in de bovenste regionen.⁶ Nederlandse banken staan niet in de top van de league tables.

4. Oorzaken

Uit de gesprekken volgen grofweg drie trends die verklaren waarom de rol van Nederlandse banken bij beursgangen kleiner is geworden: toenemende globalisering, het belang van schaalvoordelen bij zakenbankieren en reputatie. Het beeld dat uit de gesprekken naar voren komt is dat Europese of Nederlandse regelgeving enige invloed heeft, maar niet in belangrijke mate verklaart waarom Amerikaanse banken dominanter zijn dan Nederlandse banken.

⁶ Data geraadpleegd van Bloomberg en LSEG (via de Financial Times).

4.1 Globalisering

De globalisering van de financiële markten heeft op twee manieren bijgedragen aan de dominantie van Amerikaanse banken in het zakenbankieren. Ten eerste verkregen Amerikaanse banken door de globalisering toegang tot de Nederlandse markt, onder andere doordat handelsbelemmeringen afnamen en technologische ontwikkelingen internationale financiële dienstverlening vergemakkelijkten. Een Amerikaanse bank kan een bedrijf naar de Nederlandse beurs begeleiden met beperkte aanwezigheid in Nederland. Concurreren met Nederlandse banken werd hierdoor gemakkelijker.

Ten tweede komen door globalisering de meeste kopers van effecten bij een Nederlandse beursgang uit het buitenland. Een zakenbank die een beursgang begeleidt moet daarom over een wereldwijd netwerk beschikken om de effecten succesvol in de markt te zetten. Amerikaanse banken zijn hier beter toe in staat dan Nederlandse banken. Amerikaanse banken zijn namelijk groter en hebben nauwe contacten met essentiële financiële spelers zoals grote vermogensbeheerders, die dikwijls ook Amerikaans zijn. Deze beleggers, die wereldwijd opereren, hebben steeds meer invloed gekregen op de Europese markten. De aanwezigheid van grote buitenlandse aandeelhouders, vooral van buiten de EU, heeft ervoor gezorgd dat de focus van beursgangen verschuift van lokale naar internationale zakenbanken. Hiernaast zijn de Amerikaanse banken beter vertegenwoordigd in de mondiale financiële centra als New York en Londen. Bij bedrijven die een beursgang overwegen, leeft daarom het beeld dat wereldwijd actieve (Amerikaanse) zakenbanken betere toegang tot internationaal kapitaal hebben en dus beter in staat zouden zijn om de beursgang te begeleiden.

Door globalisering is het belang van direct contact met Nederlandse retailbeleggers afgenomen. Retailbeleggers zijn meer tegenwoordig gericht op wereldwijde aandelen of beleggen passief in plaats van actief. Hun rol als aandeelhouders bij een beursgang is dus afgenomen. Bij het bereiken van Nederlandse retailbeleggers tijdens een beursgang zouden Nederlandse banken juist een comparatief voordeel hebben ten opzichte van buitenlandse banken, vanwege hun klantennetwerk. Het aantal Nederlandse retailbeleggers is bovendien beperkt vanwege het gebrek aan een beleggingscultuur in Nederland. Er is daarmee sprake van een beperkt actieve thuismarkt voor Nederlandse zakenbanken, waardoor zij minder makkelijk een (hoge) positie binnen het syndicaat kunnen bemachtigen. Verschillende geïnterviewden wijzen op het verschil met Zweden, waar wel sprake is van een sterke retailbeleggingscultuur met als gevolg een prominenter positie voor Zweedse banken bij lokale beursgangen.

Lessen van de Zweedse kapitaalmarkt

Zweedse kapitaalmarkten zijn een van de diepste en meest ontwikkelde in de EU.⁷ Zweedse huishoudens bezitten zo'n 90% van hun financiële activa (vermogen) in de vorm van financiële instrumenten en slechts 10% in cash of spaartegoeden. Fiscale prikkels en de eenvoud van beleggingsrekeningen en belastingheffing hebben bijgedragen aan de ontwikkeling van deze beleggingscultuur. Daarnaast is ook sprake van een goed ontwikkeld pensioenstelsel, evenals in Nederland.⁸

Zweden kent volgens een studie van de OESO het hoogste aantal beursgenoteerde bedrijven van de EU. Eind 2024 waren dit ruim 950, tegenover zo'n 100 in Nederland. Dit zijn veelal kleinere bedrijven die genoteerd zijn op zogeheten groeiemarkten (gericht op het mkb). Qua marktkapitalisatie (totale waarde van alle beursgenoteerde bedrijven), komen Nederland en Zweden overeen. Volgens het Zweedse ministerie was het aantal beursgangen in het afgelopen decennium ruim 500, meer dan de som van het aantal beursgangen in Duitsland, Frankrijk, Spanje en Nederland. Zweden is een uitzondering op de regel; in veel landen krimpen de groeiemarkten voor het mkb of is er sprake van *delistings* (beëindiging van een beursgang).

⁷ OESO, 29 april 2025, "The Swedish Equity Market; Institutional Framework and Trends." https://www.oecd.org/en/publications/the-swedish-equity-market_0640a75c-en.html.

⁸ Zweedse ministerie van Financiën, 3 april 2025, "Sweden's capital markets journey." [Sweden's capital markets journey - Government.se](https://www.government.se/en/press-releases/2025/04/sweden-s-capital-markets-journey).

Zweedse banken zijn vaak betrokken bij de beursgangen van lokale bedrijven. Zweedse zakenbanken hebben veel ervaring opgedaan ten aanzien van kapitaalmarktactiviteiten op het moment dat hun klanten (Zweedse bedrijven) naar het buitenland hebben uitgebreid en de banken hierin volgden. Mogelijk speelt ook mee dat de beurzen verplichten dat een bedrijf dat aan een groeiemarkt noteert, een externe adviseur (naast een zakenbank kan dit ook een accountant of andere consultant zijn), voor een periode aanhoudt. Deze adviseurs blijven ook na de beursgang het bedrijf monitoren en ondersteunen, waardoor zij gemakkelijker kunnen doorstromen naar de volwaardige beurs, zoals Nasdaq Stockholm.

4.2 Schaalvoordelen

Het exploiteren van een zakenbank brengt hoge structurele kosten met zich mee. Een zakenbank met een hoge omzet heeft hierdoor een concurrentievoordeel ten opzichte van een kleine zakenbank. Deze schaalvoordelen werken in het voordeel van Amerikaanse banken, die mede vanwege de grote thuismarkt groter zijn dan de Europese banken. Zij kunnen deze kosten makkelijker absorberen omdat zij meer beursgangen begeleiden en meer andere zakenbankactiviteiten verrichten.

De geïnterviewden identificeren vier oorzaken waarom de structurele kosten van het onderhouden van een zakenbank zo hoog zijn en waardoor schaalvoordelen van invloed zijn op de concentratie in de markt.

1. Een zakenbank moet beschikken over een wereldwijd distributienetwerk om effecten internationaal in de markt te zetten en beleggers wereldwijd te bereiken. Het onderhouden van zo'n netwerk van klanten brengt hoge vaste kosten met zich mee.
2. Een zakenbank moet uitgebreide brokerdiensten aanbieden aan bedrijven die zij naar de beurs begeleidt. Deze diensten variëren van herstructurering tot marketing en uitvoering van de transactie. Het opzetten en onderhouden van gespecialiseerde brokerafdelingen (de *equity capital market desk*) vereisen aanzienlijke investeringen. Verschillende Nederlandse banken hebben in de afgelopen jaren besloten om deze diensten uit te besteden aan derden en zo kosten te besparen.
3. Er is expertise nodig over de sectoren waarin de klanten van de bank actief zijn. Dit vraagt om gespecialiseerde researchanalisten die de industrie en de concurrentie van het naar de beurs gaande bedrijf nauwgezet volgen. Het aanbieden van deze research is op zichzelf doorgaans verlieslatend (zie de tekstbox hieronder over de veranderingen van de relevante regelgeving hiervoor).
4. Een zakenbank moet een aantal gerenommeerde dealmakers in dienst hebben, die een hoge beloning vragen. Zij zijn essentieel voor het binnenhalen van transacties en de reputatie van de bank.

4.3 Reputatie

Reputatie speelt een belangrijke rol. Bedrijven kiezen bij voorkeur voor banken met een bewezen trackrecord en een groot aantal succesvolle deals. Een uitgevende instelling heeft tijdens de beursgang een kwetsbare positie. Immers, een rommelige beursgang met sterk schommelende of dalende koersen straalt slecht af op het effect in de nabije toekomst. Juist daarom zal het management van het bedrijf waarde hechten aan de league tables en een voorkeur hebben voor een bank die hierin in de top staat. Een zakenbank moet dus groot zijn om deals binnen te slepen. Dit creëert een positieve feedbackloop: hoe groter de deal, hoe groter de kans op nieuwe grote deals.

4.4 Regelgeving

De Europese regelgeving, die in sommige gevallen strenger is dan in andere jurisdicties, verklaart slechts in zeer beperkte mate de positie van de Nederlandse banken ten opzichte van Amerikaanse banken, zo blijkt uit de gesprekken. Een uitzondering hierop is de Europese regelgeving die sinds 2018 verbodt research en andere brokerdiensten gekoppeld aan te bieden. De kosten van het onderhouden van een equity capital market desk zijn hierdoor toegenomen en dit kan impact gehad hebben op de positie van Nederlandse banken, al gelden de regels ook voor andere in Europa actieve banken (zie het tekstvak hieronder).

Ook noemt een enkele gesprekspartner de relatief strenge Nederlandse beloningsregels. Deze regels zouden Nederlandse banken ontmoedigen om voldoende talent aan te trekken. Met deze twee

voorbeelden beargumenteren geïnterviewden dat de EU striktere regelgeving kent voor banken dan de VS, maar uit de gevoerde gesprekken blijkt dat dit niet in belangrijke mate verklaart waarom Amerikaanse banken dominanter zijn dan Nederlandse banken voor wat betreft de rol bij beursgangen. Daarvoor zijn juist de eerdergenoemde oorzaken van een veel groter belang.

Research unbundling

In 2018 is de herziene richtlijn markten in financiële instrumenten (MiFID II) in werking getreden. Een van de wijzigingen is dat investment research – onderzoek naar beursgenoteerde bedrijven door analisten – apart in rekening moet worden gebracht bij de klant. Deze kosten mogen niet langer gebundeld met andere brokerdiensten – zoals kosten voor transacties – in rekening gebracht worden. Aanleiding voor deze aanpassing was dat banken veel research produceerden van lage kwaliteit, dat klanten beperkt gebruikten en de kosten daarvan doorberekenden via de kosten van andere producten. Ter bescherming van beleggers is de regelgeving destijds aangescherpt.

Een gevolg hiervan is dat de vraag naar investment research geconcentreerder is geworden, veelal op grote bedrijven. De hoeveelheid research in de EU is hierdoor afgenomen. Analisten volgen vooral kleinere bedrijven worden minder vanwege de kleinere afzetmarkt voor deze onderzoeksrapporten. De populatie researchanalisten bij banken is door deze lagere vraag en wegvallende inkomsten ook sterk afgenomen. Europese banken hebben hierdoor minder researchanalisten in huis en zijn zodoende minder aantrekkelijk geworden voor bedrijven die een beursgang overwegen. Inmiddels heeft de Europese wetgever de ontkoppeling van research en andere brokersdiensten grotendeels teruggedraaid.⁹

5. Gevolgen

De gevolgen van de bescheiden rol die Nederlandse banken spelen bij het begeleiden van beursgangen lijken op basis van dit onderzoek beperkt. In dit deel komen eerst de gevolgen voor Nederlandse bedrijven aan bod, vervolgens de gevolgen voor het Nederlands financiële ecosysteem en ten slotte de gevolgen voor Nederlandse banken.

5.1 Gevolgen voor Nederlandse bedrijven en beursgangen

Buitenlandse banken bedienen de Nederlandse markt goed. De kwaliteit van dienstverlening van (Amerikaanse) zakenbanken is goed en tegen een acceptabele prijs beschikbaar. De geïnterviewden stellen dat de kwaliteit van Nederlandse en buitenlandse zakenbanken in hun rol binnen een syndicaat doorgaans goed en van vergelijkbaar niveau is. Op de Nederlandse markt hanteren Amerikaanse banken vergelijkbare commissies als Nederlandse banken. Er is dus geen probleem met de toegang tot deze zakenbankendienstverlening aan Nederlandse bedrijven.

Wel signaleren gesprekspartners een aantal risico's van deze dominantie van de Amerikaanse banken. Zo lijken Amerikaanse grote zakenbanken minder geïnteresseerd te zijn in het aangaan van langetermijnrelaties met middelgrote bedrijven. Zakenbankieren is in belangrijke mate afhankelijk van dergelijke relaties, waarbij bank en bedrijf elkaar iets 'gunnen' en elkaar steunen in tijden van zwaar weer. Bijvoorbeeld het verstrekken van financiering tegen gunstige voorwaarden met de verwachting dat die bank later kans maakt op een mooie positie in het syndicaat als het bedrijf publiek gaat. Amerikaanse grootbanken zouden, in tegenstelling tot Nederlandse banken, minder bereid zijn om een duurzame relatie met middelgrote Nederlandse bedrijven aan te gaan. In plaats daarvan verdwijnen Amerikaanse banken na ontvangst van de commissie voor de beursgang, volgens de geraadpleegde experts weer naar de achtergrond. Hiermee kan de kwaliteit van de dienstverlening na de beursgang voor Nederlandse beursgenoteerde bedrijven onder druk komen te staan. Tegelijkertijd biedt de focus van Amerikaanse banken op de kortere termijn ruimte aan

⁹ Een eerste verlichting is in 2021 geboden met het kapitaalmarkten herstellepakket in de nasleep van de COVID-19 pandemie (Richtlijn (EU) 2021/338). Hiermee is onder voorwaarden gebundelde betaling voor research over mkb-bedrijven (met marktkapitalisatie tot 1 miljard euro) weer toegestaan. Met de Listing Act (Richtlijn (EU) 2024/2811) wordt de regelgeving opnieuw aangepast om investment research verder te bevorderen. Zo mogen beleggingsondernemingen ervoor kiezen om de kosten gebundeld of separaat door te berekenen aan klanten met hun instemming. Ook mag onder voorwaarden en mits als zodanig aangemerkt, research dat door de uitgevende instelling zelf wordt gefinancierd, worden verstrekt.

Nederlandse banken om deze diensten wel aan te bieden en zodoende meer te concurreren met Amerikaanse banken.

5.2 Gevolgen voor het Nederlandse financiële ecosysteem

Een ander risico dat in de gesprekken naar voren komt is dat Amerikaanse banken eerder geneigd zijn om een beursgang in de VS of het Verenigd Koninkrijk te adviseren in plaats van in Nederland. De perceptie bestaat namelijk dat dit gunstiger zou zijn voor de uitgevende instelling. Gesprekspartners gaven tegelijkertijd aan dat het Nederlandse ecosysteem rond de beurs goede relaties heeft met de grote Amerikaanse banken. Wel kan de kleine rol van Nederlandse banken bij beursgangbegeleiding afbreuk doen aan het financiële ecosysteem in Nederland. Zo'n ecosysteem bestaat uit onder meer beurzen, banken, beurshandelaren, (juridisch) adviseurs en accountants en zorgt voor een goed vestigingsklimaat. Dit financiële ecosysteem heeft baat bij een diverse populatie van Nederlandse en buitenlandse aanbieders van financiële en aanpalende diensten die onderling concurrerend zijn.

Ook signaleren geïnterviewden het belang van strategische onafhankelijkheid, zeker in de huidige geopolitieke context. De Nederlandse economie is gebaat bij een onafhankelijke financiële sector die zich niet hoeft te schikken naar besluiten van moederbedrijven uit de VS. Een complicerende factor, die buiten de reikwijdte van dit verkennend onderzoek ligt, is dat de Nederlandse financiële sector al dusdanig verweven is met de Amerikaanse en volledige strategische onafhankelijkheid op korte termijn niet realistisch is.

5.3 Gevolgen voor Nederlandse banken

Het afstoten of verkleinen van de zakentakken zijn bewuste keuzes die Nederlandse banken hebben gemaakt. Dit heeft hun profiel als bank veranderd, mogelijk tot kostenbesparingen en betere winstgevendheid geleid, maar ook bijgedragen aan een grotere afhankelijkheid van het rentebedrijf. Zakenbankieren kan veel fee-inkomsten opleveren, maar vergt grote doorlopende investeringen die risico's met zich meebrengen. Voor een positie in de top van de *league tables* is het nodig om frequent grote beursgangen te begeleiden. Dit vereist een grote *equity capital market desk*, met analisten die expert zijn in de sector die zij volgen, evenals een groot internationaal netwerk met veel diepe relaties met potentiële investeerders.

Het is volgens gesprekspartners in de huidige markt met grote Amerikaanse zakenbanken onrealistisch voor Nederlandse banken om een groot marktaandeel te vergaren. Nederlandse banken zouden zich verder kunnen specialiseren in bepaalde sectoren, zoals onder meer Van Lanschot-Kempen al gedaan heeft. Op deze manier kunnen zij een niche markt bedienen en hierbij een comparatief voordeel ten opzichte van de Amerikaanse zakenbanken ontwikkelen. Echter, de grote Nederlandse banken zullen zich volgens geïnterviewden waarschijnlijk willen blijven richten op veel sectoren, om zo hun klantenbestand van Nederlandse bedrijven te kunnen blijven bedienen. Focussen op een paar sectoren kent namelijk als risico dat je andere klanten lastiger kunt bedienen op het moment dat zij een beursgang overwegen en zij daarom voor een concurrent kiezen. Mocht de situatie zich voordoen dat de Europese markt verandert en er behoefte is aan groei van Europese spelers, dan zijn de Nederlandse banken volgens geïnterviewden in staat om aan deze vraag te voldoen en hun dienstverlening uit te breiden.

6. Handelingsperspectief

Er zijn geen concrete maatregelen aan te wijzen die direct de positie van Nederlandse zakenbanken kunnen versterken. De belangrijkste factoren onderliggend aan deze positie zijn globalisering en schaalvoordelen. (Nationale) regelgeving kan hier niet direct verandering in aanbrengen. Het is aan banken zelf om hun beleid rond het aanbod van zakenbankdienstverlening te bepalen.

In algemene zin kunnen de Nederlandse en Europese wetgever wel maatregelen treffen die het vestigingsklimaat en de kapitaalmarkten kunnen versterken. Deze maatregelen komen het Nederlands zakenbankieren ten goede. Allereerst is verbetering van het vestigingsklimaat van doorlopend belang. Nederlandse zakenbanken zijn gebaat bij een sterk vestigingsklimaat en ondernemersklimaat. Bedrijven die zich in Nederland vestigen, in Nederland uitbreiden of de Nederlandse beurs betreden, zorgen immers naar meer vraag naar de diensten van zakenbanken.

Versterking van de kapitaalmarktunie draagt daarnaast bij aan het faciliteren van de groei van vraag naar zakenbankiersdiensten in de hele EU en specifiek ook in Nederland, waar een relatief groot aantal beurzen is gevestigd. Een goed ontwikkelde kapitaalmarkt stelt Nederlandse bedrijven, waaronder start- en scale-ups, in staat om kapitaal aan te trekken, te groeien en uiteindelijk naar de beurs te gaan. Toenemende vraag naar beursgangbegeleiding kan kansen bieden voor Nederlandse banken om hun aanbod te vergroten. Bij de versterking van de kapitaalmarktunie is het zaak om de impact van regelgeving goed in ogenschouw te nemen. Zo hebben de eerder genoemde wijzigingen van MiFID II ten aanzien van het betalen voor research gevolgen gehad voor de kosten van de instandhouding van zakeentakken voor Europese banken. Inmiddels zijn onder het tweede actieplan kapitaalmarktunie deze gevolgen gemitigeerd en biedt de Listing act verdere verlichting van de regelgeving voor beursgangen, onder meer door versimpeling van de prospectusregels.¹⁰ Hier kunnen Europese banken die actief zijn op de zakelijke markt bij beursgangen van profiteren. Bij de uitwerking van de maatregelen die de Europese Commissie in de strategie voor een spaar- en investeringsunie heeft aangekondigd, dient de impact op regeldruk en vestigingsklimaat goed in kaart gebracht te worden.

Daarnaast spelen ook beleggers een rol bij het versterken van de rol van Nederlandse zakenbanken. Als er meer Nederlandse retailbeleggers en institutionele beleggers zijn die geïnteresseerd zijn in Nederlandse beursgangen, kunnen Nederlandse banken hun positie in het syndicaat versterken. Zij kunnen dan immers meer kopers van effecten meebrengen en zo bedrijven die een beursgang overwegen, overtuigen om hen in de arm te nemen als begeleidende bank. Beleid dat beleggen stimuleert, komt dus ten goede aan Nederlandse zakenbanken. Een land als Zweden kan hierbij als voorbeeld dienen.

7. Conclusie

In dit verkennende onderzoek stond de rol van Nederlandse banken bij het begeleiden van effectenemissies centraal, evenals de mogelijkheden om deze rol te versterken. Uit de gevoerde gesprekken blijkt dat Nederlandse zakenbanken slechts een beperkte rol spelen bij beursgangen. Amerikaanse banken vervullen doorgaans de belangrijkste positie: die van global coordinator. Nederlandse banken vervullen hierbij vaak geen of een bescheiden, veelal ondersteunende rol.

Hiervoor zijn drie oorzaken aan te wijzen. Ten eerste zijn de financiële markten sterk geglobaliseerd, waardoor een internationaal netwerk essentieel is. Nederlandse banken hebben dit netwerk niet. Ten tweede spelen schaalvoordelen een grote rol: grotere banken, zoals de Amerikaanse, kunnen door hun omvang gemakkelijk veel deals binnen halen en zo hun dominante positie uitbreiden. . Ten derde speelt reputatie een belangrijke rol. Bedrijven kiezen bij voorkeur voor banken met een bewezen trackrecord en een groot aantal succesvolle deals.

De impact van deze Amerikaanse dominantie op de Nederlandse markt lijkt vooralsnog beperkt. Nederlandse bedrijven kunnen doorgaans tegen acceptabele kosten hoogwaardige dienstverlening verkrijgen. Daarbij is er beperkt handelingsperspectief voor de Nederlandse overheid en financiële sector om het Nederlands zakenbanken te versterken. Wel kunnen de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarktunie en beleid dat het vestigings- en ondernemingsklimaat in Nederland versterkt, bijdragen aan een robuustere zakenbanksector in Nederland.

¹⁰ Zie: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/01/listings-on-european-stock-exchanges-council-and-parliament-agree-new-act/>.