

Bancaire reddingsboeien

Met de tweede ronde interventie door de Nederlandse overheid in ING wordt duidelijk dat de infecterende uitwerking van de zogenaamde Amerikaanse "toxic assets" (de cdo's) nog niet over is. ING heeft steun nodig om door beleggers en klanten als solvabele en betrouwbare bank te blijven worden gezien. Welke opties voor steun had Minister Bos en is de gekozen steun de goede?

Om de gekozen variant te beoordelen is het goed de alternatieven kort op een rijtje te zetten. Van minder zwaar tot zwaarder ingrijpen:

1. Het via de Staat garanderen van door de bank uitgezette leningen. Dit gebeurt al. Het programma is €200 miljard groot. Belangrijkste voordeel is dat de kopers (beleggers) van deze leningen gegarandeerd zijn van terugbetaling. Hierdoor hoeven ze zich geen zorgen te maken over de solvabiliteit van een bank. Belangrijkste probleem: als het bank dit doet geeft zij een signaal af dat het zelf vindt dat ze niet solvabel genoeg is. Boodschap voor een individuele bank: Niet doen dus. Boodschap voor de staat: wil dit werken dan alle banken tegelijkertijd verplichten gebruik te maken van de regeling. Een tweede reden waarom het effect van de garantieschema's beperkt is, ligt in het feit dat het gebrek aan solvabiliteit (zie column bankgierigheid) niet wordt opgelost.
2. Directe steun in de vorm van een lening. De Staat stort geld in de koffers van de bank ten einde liquiditeiten te verschaffen om hiermee hetzij aflossingen te kunnen doen dan wel leningen te kunnen uitzetten. Belangrijkste nadeel: het lost het probleem van een te lage solvabiliteit niet op. Fortis Bank Nederland is bij de nationalisatie in oktober 2008 met dit instrument gesteund.
3. Directe steun in de vorm van aandelenkapitaal. De Staat stort ook hier weer geld in de koffer van de bank om liquiditeiten te verschaffen, maar dan in de vorm van eigen vermogen. Dit verbetert de solvabiliteit en geeft lucht om aflossingen te doen dan wel kredieten te verschaffen. Dit instrument is vorig jaar gebruikt bij ING en SNS.
4. Afsplitsing van de "toxic assets". Door de kredietcrisis is de markt voor cdo's (en meer in het algemeen die van de "asset backed securities") op slot gegaan. Banken zijn niet in staat hun portefeuille met dit soort financiële producten te verkopen of door te plaatsen naar andere partijen. De waarde van de producten is nu sterk ongewis. Het is deze ongewisheid die bankbestuurders en beleggers de stuipen op het lijf jaagt. Naarmate deze activa verder in waarde dalen, komt de solvabiliteit van de bank steeds lager uit (volgens de internationale boekhoudregels dienen deze waardedalingen als verliezen te worden genomen). Het feit alleen al dat dit *kan* gebeuren, zorgt ervoor dat het vertrouwen in een bancaire instelling sterk onder druk komt te staan. Het apart zetten van deze portefeuille in een "bad loan bank" kan verlichting brengen. Tenminste als de waardedalingen in de bad bank niet meer ten laste komen van de originele eigenaar. Probleem met deze benadering is het bepalen van een prijs waartegen de overdracht dient te geschieden: te hoog is een subsidie voor de bank, te laag leidt ertoe dat de solvabiliteit fors verder verslechtert (bank moet dan meer verlies nemen). Dit afsplitsen kan op twee manieren: de bank kan het zelf doen, dan wel een aparte bad loan bank neemt alle toxic assets van banken over. In het eerste geval is het nodig dat de bank een garantie verkrijgt dat de waardedaling het eigen vermogen niet verder kan verminderen. In het tweede geval verkoopt de bank de toxic assets aan een andere bank en is daarmee verlost van deze activa.
5. Nationalisatie. Minister Bos heeft de aandelen in de vennootschappen ABNAMRO en Fortis Bank Nederland overgenomen van Fortis Holding. Daarmee is de Staat de eigenaar van deze banken. Het is dan ook Minister Bos die besluit over mogelijke additionele steun in welke vorm dan ook. Gezien het feit dat de Staat diepe(re) zakken heeft lijkt het voortbestaan van deze banken verzekerd. Probleem hier is ook de prijsbepaling. Betaalt de Staat teveel dan is dat een cadeau aan de verkoper, betaalt de Staat te weinig dan leidt de verkoper een verlies. De commotie rond deze overname en de procedure die in België is gestart dan wel in Nederland nog komen, gaan juist over de betaalde prijs en of dat wel in overeenstemming was met de werkelijke waarde van deze twee banken. Daarnaast komt het probleem op hoe de bank bestuurd moet worden: als een private naar winst strevende partij of quasi publieke instelling met oog voor de sociale aspecten van de bancaire dienstverlening in crisistijd.

Uit de opsomming blijkt dat alleen instrument vier (afsplitsing activa) nog niet was uitgeprobeerd. Was: de primeur is aan de ING. Op basis van de berichten in de media is de deal als volgt. Minister Bos neemt een 80% belang in een pakket Amerikaanse Alt-A hypotheekleningen van ING (zie column de kredietcrisis). Dit tegen 90% van de boekwaarde (oorspronkelijke boekwaarde was €30 miljard, 10%

erf is €27 miljard en 80% daarvan is €21,6 miljard). ING financiert deze deal door een lening van €21,6 miljard aan de overheid te verstrekken waarop Bos een vergoeding uitkeert gelijk aan de rente op Amerikaanse staatsobligaties. Effectief betaalt Minister Bos op dit moment geen cent! Voordeel voor de ING is dat zij een waarde kan inboeken van €21,6 miljard in plaats van de lagere (nu slecht in te schatten) marktwaarde. Tezamen met de resterende 20% die ING nog houdt, kan zij in ieder geval een boekwinst inboeken ten opzichte van de oude waarde in de boeken (de €30 miljard had ING al afgewaardeerd tot €22 miljard). Dit is goed voor het eigen vermogen. Het feit dat het zeker is dat de overheid de lening zal aflossen aan de ING maakt dat de bank verlost is van enig risico over de waarde van 80% van haar Alt-A hypotheken portefeuille. De portefeuille levert natuurlijk nog wel wat op: rente en aflossingen van huiseigenaren. Dit dekt naar verwachting meer dan de rentebetaling die Minister Bos jaarlijks aan de ING moet overmaken. Het meerdere steekt de overheid in haar zak. Het risico dat de overheid neemt is dat deze geldstroom opdroogt, omdat huiseigenaren niet meer kunnen betalen, dan wel dat bij verkoop van huizen een verlies moet worden genomen. Een andere mogelijkheid is dat de markt voor Alt-A hypotheken weer wat aantrekt en (een deel van) de leningen aan een derde partij kan worden verkocht. De overheid krijgt van al deze betalingen 80% en ING 20%. Voor zover de totale opbrengsten (rente, aflossingen en opbrengst bij verkoop) minder zijn dan wat Minister Bos aan de ING moet betalen (rente en aflossing over €21,6 miljard), moet zij dus een verlies nemen. Voor zover dit meer is houdt de overheid hiervan 80%. Het voordeel voor de overheid is dat nu geen liquiditeiten hoeven te worden verstrekt (dus ook geen additioneel overheidstekort!) en er geprofiteerd wordt als de portefeuille kwalitatief beter lijkt dan gedacht dan wel door goed management bij de ING tegen relatief interessante prijzen kan worden verkocht. De keuze om een 80% belang te nemen is hieruit ook te verklaren. Het geeft ING de prikkel om de portefeuille actief te blijven beheren (dwz. te zoeken naar goede deals).

Hoe je het wendt of keert, de deal is innovatief. Het omzeilt het lastige probleem van het direct waarderen van de hypotheekleningen en het daadwerkelijk nu betalen hiervoor. Dit waarderen was voor Minister Bos een politiek en financieel lastig punt geworden. Natuurlijk moest een bedrag geprikt worden (€21,6 miljard) voor het 80% belang, maar met het verdelen van de risico's en opbrengsten is "gespeeld" om het voor beide partijen naar eigen idee aantrekkelijk te maken. Het grote punt is natuurlijk hoe het met de portefeuille de aankomende periode zal gaan. Gaat het slechter dan verwacht dan zal de overheid een verlies moeten incasseren. De inschatting van partijen is als buitenstaander natuurlijk moeilijk na te lopen. Voor nu geef ik de Minister het voordeel van de twijfel, al was het alleen al vanwege de innovativiteit.

Tot slot nog even wat nabranders. Ten eerste ziet de SP de deal niet zitten. Koop dan de hele bank, dat is goedkoper. Dit is fout geredeneerd. Het probleem van de Alt-A hypotheken gaat niet weg door de hele bank te kopen. Als eigenaar had de overheid dan ook 100% van het eigendom van de Alt-A hypotheken gehad. Dat opkopen kost daarmee zeker €10 miljard (dat is de waarde van de aandelen van ING bij elkaar) meer dan de huidige deal. Ten tweede kan de vraag gesteld worden of dit wel genoeg is. Het pakket Alt-A hypotheken mag dan fors bedrag zijn, het is slechts een beperkt onderdeel van de totale leningen portefeuille van ING. De deal lijkt dan wel precies passend voor dit onderdeel van de bank, maar als ook andere onderdelen (denk bijvoorbeeld aan ING Direct) verder onder druk komen te staan zal ook hier een passend instrument moeten worden gekozen. Het lijstje waaruit gekozen kan worden staat hier bovenaan, maar wellicht weet Minister Bos nog interessante nieuwe combinaties te vinden. Ten derde lijkt het erop dat de bancaire interventies van Minister Bos meer politieke weerstand oproepen. Door iedere keer precies passende maatregelen te verzinnen, zal de Minister bij een zich in de loop van de tijd verdiepende crisis voor elke nieuwe interventie het politiek zwaarder kunnen krijgen. Het alternatief om hetzij banken te nationaliseren of voor de volledige "bad bank" oplossing te gaan, zal Minister Bos ongetwijfeld hebben overwogen en toch als een brug te ver hebben ingeschat. De kredietcrisis is net als een feuilleton: Wordt vervolgd.

Oscar Couwenberg
Director MBCF