



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 5 juni 2015

# CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015

*Uitgevoerd op verzoek  
van de Tweede Kamer*





# CPB Notitie

**Aan:** De Tweede Kamer

**Centraal Planbureau**  
Van Stolkweg 14  
Postbus 80510  
2508 GM Den Haag  
T (070)3383 380  
I [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

**Contactpersoon**  
Sander van Veldhuizen  
Sophie Kramer

**Datum:** 5 juni 2015

**Betreft:** CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015

## 1 Inleiding

De Tweede Kamer heeft, als vervolg op de aanbevelingen van de Commissie De Wit, het Centraal Planbureau (CPB) en De Nederlandsche Bank (DNB) verzocht om minimaal één keer per jaar een rapportage te maken over de internationale en nationale macro-economische ontwikkelingen in samenhang met ontwikkelingen in de financiële sector. In 2012 heeft het CPB hierover voor het eerst aan de Tweede Kamer gerapporteerd. De bevindingen met betrekking tot de ontwikkelingen van de financiële markten zoals weergegeven in het Centraal Economisch Plan (CEP) van 2015, vormen hierbij het uitgangspunt. De analyse beperkt zich tot een beschrijving van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse economie.

### Hoofdpunten

In 2014 en de eerste maanden van 2015 laten financiële marktindicatoren toenemend vertrouwen zien en zit de economie in de Europa en in Nederland op een pad van gematigd herstel. Tegelijkertijd is het herstelpad op de middellange termijn ook omgeven met risico's.

1. De economie in Europa en NL zitten op een pad van gematigd herstel. Zowel Europa als Nederland groeien weer. De Comprehensive Assessment heeft onzekerheid over de gezondheid van het Europees bankwezen weggenomen. Tegelijkertijd raakt het Europees banktoezicht operationeel en zal via uniformering tot strengere eisen voor Europese banken leiden. De situatie in Griekenland blijft zorgelijk, maar de financiële markten reageren voornamelijk minder extreem dan in 2012. Enerzijds lijkt het korte termijn risico van een Grexit beperkt. Tegelijkertijd brengt uittreding uit de muntunie op de lange termijn belangrijke risico's met zich mee: de onomkeerbaarheid van het eurozone lidmaatschap is immers niet langer een gegeven.

2. Het herstelpad is ook op middellange termijn omgeven met risico's. Langdurig ruim monetair beleid kan de kiem vormen van nieuwe bubbels op aandelen- en obligatiemarkten. Ook verkleint langdurig ruim monetair beleid de prikkel voor overheden om te hervormen. Hoewel de periferie de afgelopen jaren vooruitgang heeft geboekt met het doorvoeren van structurele hervormingen, daalt het tempo van hervormen. Daarnaast is er nog werk aan de winkel met betrekking tot het institutioneel raamwerk in Europa voor banken. Zo is het onzeker of bail-in onder alle omstandigheden wordt ingezet, loopt de kwaliteit van het kapitaal van Europese banken uiteen en kleven er risico's aan het Europees resolutiemechanisme. Op de achtergrond sluimert het gevaar dat de ingeslagen weg om de institutionele tekortkomingen te repareren niet tot het einde wordt doorgezet. Tot slot neemt met strengere en bredere regulering van de financiële sector het risico van schaduwbankieren toe.
3. Ook de Nederlandse financiële sector kent spannende tijden. Ten eerste ondermijnt de lage rente de vermogenspositie van pensioenfondsen en levensverzekeraars. Vooral de situatie bij levensverzekeraars is zorgelijk; weinig herstel mogelijkheden, een afkalvende markt, matige efficiency, terwijl de weg voorwaarts van consolidatie wordt bemoeilijkt door IT-legacyvraagstukken en de onzekerheid over de afwikkeling van woekerpolissen. Ten tweede is de intentie ABN AMRO dit jaar naar de beurs te brengen, wat de structuur van de Nederlandse sector gaat veranderen. Over vervreemding van SNS Bank wordt dit jaar geen besluit genomen. Verder kan een opwaartse aanpassing van risicogewichten van hypotheeklen in de transitie naar een nieuw evenwicht een dempend effect hebben op de (hypothecaire) kredietverstrekking dan wel terugkomen in de beprijzing daarvan. In hoeverre de totale hoeveelheid beschikbaar hypothecair krediet terugloopt hangt af van andere toetreders zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Een positief signaal is dat de zeven deelnemende Nederlandse banken voldoende gekapitaliseerd bleken volgens de gestelde eisen in de Comprehensive Assessment. Ook ligt het Nederlands bankwezen op schema om aan de toekomstige kapitaaleisen te voldoen (Basel III, 4% nationale hefboom).
4. Hoewel de economie aantrekt en de huizenmarkt aan het normaliseren is, nemen betalingsachterstanden bij huishoudens toe. Huishoudens profiteren van een licht herstel van de huizenprijs, maar ondertussen staan veel huishoudens financieel gesproken onder water. Het aantal huishoudens dat onder water staat neemt echter niet meer toe. Deze trend past ook in het beeld van positievere macro-economische ontwikkelingen die wijzen op toenemende consumptie en een licht dalende werkloosheid.
5. Kredietverlening voor grootbedrijf neemt weer licht toe. Om de financieringspositie van het mkb te versterken, is het belangrijk de informatie en transactiekosten te verlagen en alternatieve financieringsmogelijkheden te stimuleren. Voor het mkb blijft daarnaast versterking van de eigen vermogenspositie de aangewezen weg voor groei van investeringen in het mkb.

## 2 Economische en politieke ontwikkelingen binnen en buiten de eurozone

### Europese economie groeit gematigd

Ten opzichte van een jaar geleden is de Europese economie aan de beterende hand. De Europese economie groeit met 1,4% dit jaar en 1,8% in 2016 en laat daarmee een beeld van gematigd herstel zien (CEP). In termen van groei is Duitsland de motor van de Europese economische groei. Goed nieuws is dat ook in perifere landen de economische groei is teruggekeerd. Vorig jaar lag het verwachte gemiddelde financieringskort in de eurozone en de EU voor het eerst onder de begrotingsnorm van 3%. Deze trend heeft zich doorgezet, zie Figuur 2.1. De Comprehensive Assessment (CA) heeft daarnaast onzekerheid over de gezondheid van het Europese bankwezen weggenomen. Tot slot raakt het Europees banktoezicht operationeel en zal dit via uniformering tot strengere eisen voor banken leiden.

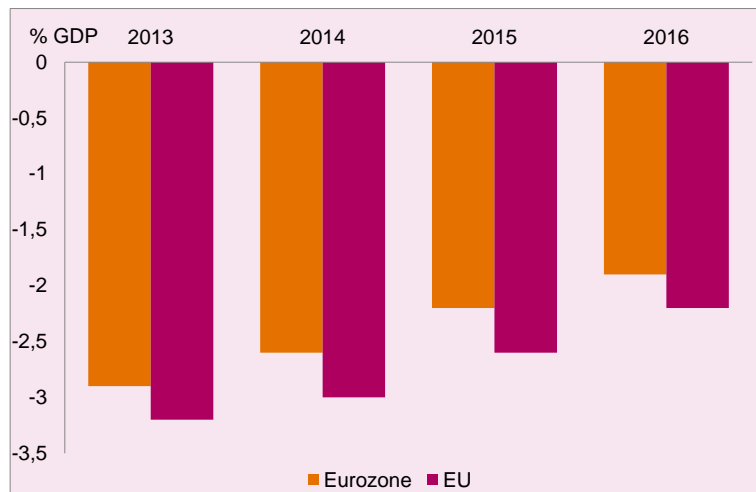
Het herstel van vertrouwen van de internationale kapitaalmarkt in de overheden van perifere landen is af te lezen aan de afnemende risicopremies op overheidsobligaties. Ten opzichte van vorig jaar zijn de risicopremies verder samengedrukt. Voor perifere landen betekent dit dat de renteversillen met Duitsland kleiner worden. Figuur 2.2 laat dit zien voor een aantal perifere landen zien. Op Griekenland na hebben overheden van perifere landen inmiddels weer volledige toegang tot de internationale kapitaalmarkten. Het herstel dat sinds het midden van 2012 is ingezet, is ondersteund door beleidsmaatregelen van de Europese Centrale Bank (ECB), zoals *forward guidance* voor het monetaire beleid, de aankondiging van het Outright Monetary Transactions (OMT) programma en de monetaire verruiming.<sup>1,2</sup>

---

<sup>1</sup> Forward guidance is een instrument dat centrale banken gebruiken om beter richting te geven aan het verwachte toekomstige pad van het monetaire beleid. Met de forward guidance in juli 2013 heeft de ECB de verwachting aangekondigd dat de basistarieven van de ECB voor langere tijd op hun huidige of een lager niveau zouden blijven. In mei 2014 heeft ECB-president Draghi erop gehint de economie verder te stimuleren indien de inflatievoorspellingen van juni dit rechtvaardigen.

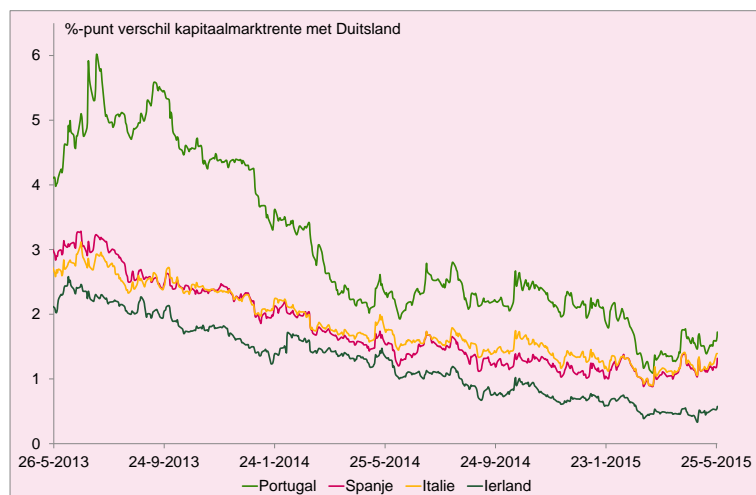
<sup>2</sup> Het OMT is een programma van de ECB dat aangekondigd is op 6 september 2012. Met het programma kan de ECB, onder bepaalde voorwaarden, overheidsobligaties van lidstaten op de secundaire markten kopen om de rente te drukken. Tot nu toe is de OMT nog niet gebruikt.

**Figuur 2.1 Financieringstekort eurozone en EU**



Bron: [European Economic Forecast - Spring 2015](#).

**Figuur 2.2 Verschil in kapitaalmarktrente perifere landen met Duitsland**

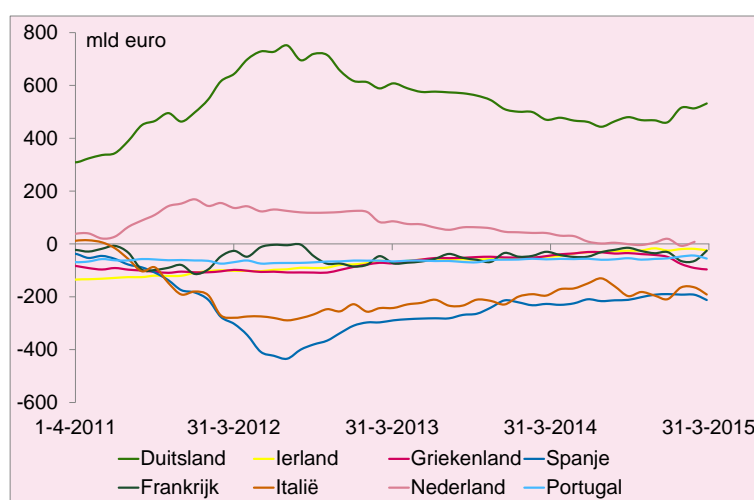


Bron: Thomson Reuters Datastream, CPB.

De afname van de segmentatie van de Europese interbancaire financieringsmarkt, weerspiegeld in de vorderingen en verplichtingen die tot stand komen via het TARGET2 systeem, is het afgelopen jaar doorgezet, maar zwakt af. Het TARGET2-betalingssysteem maakt directe overboekingen tussen banken binnen de eurozone mogelijk. TARGET2-saldi zijn boekhoudkundige vorderingen en schulden van centrale banken in de eurozone ten opzichte van de ECB. In 2011 zijn de TARGET2-saldi van centrale banken in het Eurosysteem fors opgelopen. Deze saldi weerspiegelen de kapitaal in- en uitstroom van eurolanden en zijn daarmee een graadmeter voor de diepte van de Europese schulden crisis. De convergentie in TARGET2-saldi wijst erop dat de fragmentatie van de Europese financieringsmarkt afneemt, en dat het vertrouwen in banken in perifere landen toeneemt. Uit de afname

van TARGET2-verplichtingen, van vooral Spanje, blijkt dat het uitgestroomde kapitaal van de periferie deels is teruggekeerd (Figuur 2.3). De TARGET-2 verplichtingen voor Italië zijn toegenomen sinds juli vorig jaar, wat erop wijst dat er kapitaal Italië uitstroomt. Toch zijn de saldi nog lang niet terug op het oude niveau van voor de financiële crisis en is de afname de afgelopen maanden afgezwakt. Dit wijst op de noodzakelijkheid van verdere structurele hervormingen om de fragmentatie verder te minimaliseren.<sup>3</sup>

**Figuur 2.3 TARGET2-saldi**



Bron: [Euro Crisis Monitor](#).

Economisch herstel blijft broos en dus zijn meer inspanningen nodig om de economie in de eurozone te hervormen. Hoewel de periferie duidelijke progressie heeft geboekt met het doorvoeren structurele hervormingen, zien we het tempo van de hervormingen dalen.<sup>4</sup> Grote landen als Frankrijk en Italië dreigen achterop te raken. Daarnaast blijft de schuldpositie van veel landen, vooral in de periferie, hoog, zie Figuur 2.4. Tot slot wordt in sommige delen van Europa de economische groei op korte termijn nog geremd door zowel schuld-afbouw als een beperkte beschikbaarheid van krediet.<sup>5</sup> De afname van de totale hoeveelheid uitstaand krediet aan niet-financiële bedrijven en huishoudens in het eurogebied lijkt echter tot staan te komen. Recente cijfers laten zien dat een opleving van de kredietverlening ophanden is.<sup>6</sup> Ook blijkt uit een gestandaardiseerde ECB enquête onder banken dat de vraag naar krediet nog steeds stijgende is, maar minder scherp dan het laatste kwartaal van 2014.<sup>7</sup>

<sup>3</sup> Zie bijvoorbeeld [dit](#) DNBulletin. Hierin is ook verdere uitleg over het TARGET2 systeem te vinden.

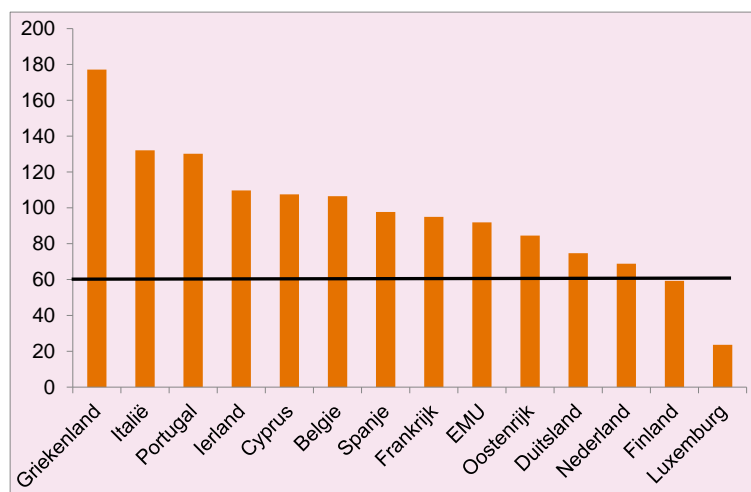
<sup>4</sup> De doorgevoerde hervormingen zijn gericht op productiviteitsverbetering. Er zijn verschillende maatregelen genomen op het gebied van publieke financiën, onderwijs, regulering van de productmarkt en de arbeidsmarkt. Zie [Economic Policy Reforms 2015 - Going for growth](#), OECD.

<sup>5</sup> Zie ook de CPB policybrief: [lessen uit zeven jaar stagnatie in de Eurozone](#).

<sup>6</sup> ECB Statistics Bulletin en ECB-persbericht 26 februari 2015 ([link](#)). Aangepast voor 'verkopen en securitisatie' is de kredietverlening aan de private sector groeiende; het niet aangepaste groeicijfer is nog negatief, maar de afname wordt gestaag kleiner en was in januari nog slechts 0,1% ten opzichte van twaalf maanden eerder.

<sup>7</sup> ECB The euro area lending survey, april 2015, [link](#).

**Figuur 2.4 Staatsschuld in meeste landen boven 60% grens**



Bron: Europese Commissie.

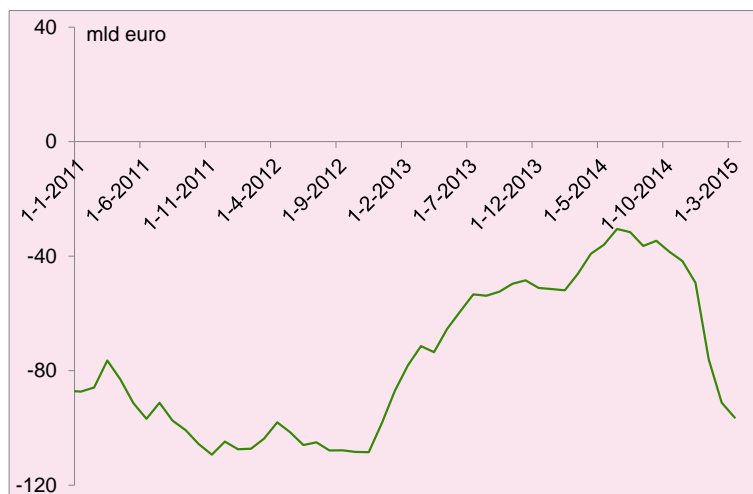
De situatie in Griekenland blijft zorgelijk. De Griekse overheid heeft immers dringend nieuwe leningen nodig om aan de aflossingsverplichtingen van het lopende programma te voldoen. Een toenemende kapitaalvlucht bij Griekse banken, af te leiden uit het sterk toegenomen TARGET2-saldo van Griekenland (zie Figuur 2.5), vergroot de problemen. Het meest onmiddellijke risico is dat betalingsproblemen zich voordoen nog voordat de lopende voortgangsmissie is afgerond en een akkoord is gesloten, of dat een akkoord uitblijft.<sup>8</sup> Als een dergelijk risico materialiseert, laat het vervolg zich moeilijk voorspellen. Mogelijk leiden betalingsproblemen tot een deconfiture. De directe economische gevolgen van een Griekse deconfiture voor de overige eurolanden zijn zeer waarschijnlijk goed te overzien, doordat de Griekse economie relatief klein is en de exposure van de financiële sector zeer beperkt.<sup>9</sup> Een mogelijke ultieme stap is dat Griekenland uit de Monetaire Unie treedt. De mogelijke indirecte effecten daarvan – op financiële markten en op andere eurolanden, nu en in de toekomst – vormen een aanzienlijk (groter) risico: de onomkeerbaarheid van het eurozone lidmaatschap is dan immers niet langer een gegeven. De recente politieke ophef rond de verlenging van het steunprogramma ging niet gepaard met grote schokken in de rentes op staatsschuld van landen als Portugal en Italië, mogelijk als reflectie van de vooruitgang in deze landen en de institutionele vormgeving van de EU. Deze ontwikkelingen kunnen evenwel ook op een andere wijze worden geduid: vertrouwen dat een en ander uiteindelijk altijd wordt opgelost.

<sup>8</sup> Deze tekst reflecteert de actuele situatie op 3 juni 2015.

<sup>9</sup> Het aandeel van de Griekse economie in het bbp van het eurogebied is 2%, de staatsschuld bedraagt nominaal 321 miljard euro.



**Figuur 2.5 Negatief TARGET2-saldo Griekenland neemt toe**



Bron: [Euro Crisis Monitor](#).

### **QE leidt tot relatieve rust op Europese financiële markten, maar er kleven ook risico's aan**

Tegen een achtergrond van lage inflatie, dalende inflatieverwachtingen en een aanhoudend zwakke conjunctuur in het eurogebied heeft de ECB in januari besloten tot een programma van kwantitatieve verruiming. Vanaf maart 2015 tot op zijn minst eind september 2016 koopt de ECB maandelijks voor 60 miljard euro obligaties op. De omvang van het beleidspakket komt daarmee op ruim 1100 miljard euro uit. De aankopen gaan langer door indien een stijging van de inflatie in de richting van de officiële doelstelling tegen die tijd nog niet in zicht is. Het programma omvat de reeds eerder in gang gezette aankoop van *asset-backed securities* en gedekte obligaties, en is uitgebreid naar overheidsobligaties van eurolanden en schuldinstrumenten van Europese instellingen als de European Investment Bank en het European Stability Mechanism. Het balanstotaal van de ECB zal als gevolg van de aankopen groeien tot zo'n 3000 miljard euro.

Over de noodzaak van kwantitatieve verruiming zijn de meningen verdeeld, ook binnen het bestuur van de ECB. De negatieve inflatie is mede te wijten aan de daling van de energieprijzen en dit effect verdwijnt na een jaar uit de inflatiecijfers. Bovendien heeft de daling van de energieprijzen een opwaarts effect op de economische groei. Het aankoopprogramma van de ECB zal naar verwachting een bescheiden positief effect zal hebben op de inflatie en de groei in het eurogebied ([CEP](#)). Het grootste deel van dit effect zal werken via een depreciërende wisselkoers. Dit effect is waarschijnlijk al voor een deel gematerialiseerd bij de aankondiging van het programma van kwantitatieve verruiming, maar inmiddels mogelijk ook weer deels teniet gedaan.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Zie kader 'Brenkt kwantitatieve verruiming het eurogebied op gang?' in het [Centraal Economisch Plan](#).

Ruim monetair beleid brengt ook risico's met zich mee. Het belangrijkste risico van QE zit in een tijdige, zorgvuldige en geloofwaardige exit van dit beleid. Een andere mogelijke bijwerking van ruim monetair beleid is dat de discipline van markten op overheden zal afnemen en in het verlengde daarvan de discipline van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). De doelstellingen voor het EMU-saldo worden nu deels bereikt via lagere rentelasten; een vooruitgang die bij normalisatie van de renteniveaus zal vervliegen.<sup>11</sup> Overheden overschatten hierdoor mogelijk de voortgang richting houdbare overheidsfinanciën. De prikkels voor deze overheden om te (blijven) hervormen nemen daardoor af.

Ook kan langdurig ruim monetair beleid de kiem vormen van nieuwe zeepbellen op aandelen- en obligatiemarkten. Door koersstijgingen op aandelenmarkten en teruglopende rentes op bedrijfsobligaties nemen activaprijzen al geruime tijd snel toe. De aandelenkoersen in de Verenigde Staten en Europa bereikten recordhoogtes: in de VS liggen de koersen nu ruim boven de piek van voor de crisis. Het verschil tussen ontwikkeling van de aandelenkoersen en de reële economie is opvallend groot. Sinds 2008 steeg de S&P 500 met ongeveer 50%, tegenover slechts 10% stijging van het bbp per capita in dezelfde periode. Ook stijgen de aandelenkoersen in de VS en Duitsland sterker dan de onderliggende winsten, zie Figuur 2.6. Overigens daalde ook de risicovrije rente, waardoor de netto contante waarde van een gegeven winst stijgt. Hoewel deze prijsstijgingen samen vallen met een periode van monetaire verruiming, is het bijzonder lastig om de effecten van QE en van andere factoren op aandelenrendementen en rentes op staats- en bedrijfsobligaties van elkaar te scheiden. Verschillende studies voor de VS en het VK laten zien dat rentes op staatsobligaties afnemen als gevolg van de QE-programma's.<sup>12</sup> Figuur 2.7 suggereert een dergelijk effect van de aankondiging van QE door de ECB. De rente op Italiaanse staatsobligaties daalt sterker dan die op Duitse; de beloning voor risico lijkt af te nemen. De verbetering van de economische fundamenten speelt een zekere rol bij de sterk stijgende activaprijzen, maar daarnaast zou sprake kunnen zijn van een toenemende ontkoppeling tussen activaprijzen en reële economische ontwikkelingen als gevolg van het ruime monetaire beleid.

---

<sup>11</sup> Naast QE zijn er overigens ook andere factoren die voor een lage rente zorgen, zoals de grote vraag naar veilig staatspapier.

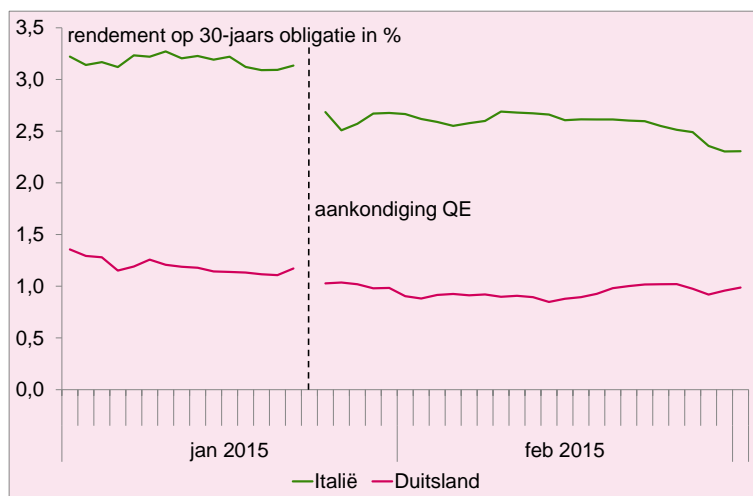
<sup>12</sup> Joyce, M., D. Miles, A. Scott en D. Vayanos, 2012, Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction, *Economic Journal*, 122, F271-F288.

**Figuur 2.6 Koers-winstverhouding neemt toe in de VS en Duitsland**



Bron: CPB, Thomson Reuters Datastream.

**Figuur 2.7 Rente op staatsobligaties daalt na aankondiging QE**



Bron: CPB, Thomson Reuters Datastream.

Na aankondiging en inwerkingtreding van QE leken de markten wat door te schieten, waar nu normalisatie lijkt op te treden. De financiële markten bewogen begin mei precies tegengesteld aan de periode ervoor, waarbij de ontwikkelingen op de Europese obligatiemarkten het meest in het oog sprongen. Na vele maanden van daling, schoten de Europese rentes opeens omhoog: de Duitse tienjaarsrente schoot van 0,06% op 20 april in veertien handelsdagen met 55 basispunten omhoog tot 0,6%. Ook op andere Europese obligatiemarkten waren de bewegingen heftig. Zo steeg de Nederlandse rente van 0,2% eind april naar ruim 0,9% half mei.

### **Kwetsbaarheden buiten de eurozone**

Ook ontwikkelingen buiten de eurozone vormen een risico voor economisch herstel en financiële stabiliteit. Ten eerste zijn er geopolitieke risico's die economische groei

negatief beïnvloeden. Het conflict in Oost-Oekraïne is in 2014 en de eerste paar maanden van 2015 verder geëscaleerd. Dat de Russische economie een recessie tegemoet gaat, is mede het gevolg van de Russische bemoeienis met Oekraïne (die geleid heeft tot sancties van Westerse landen). De daling van de olieprijs is echter de belangrijkste oorzaak. Tegelijkertijd waart een spookbeeld van een nieuwe bankencrisis door Rusland: de rol van de overheid bij het overeind houden van Russische banken groeit. Het aandeel probleemleningen neemt toe als gevolg van de economische crisis, westerse sancties en de plotselinge renteverhoging door de centrale bank eind vorig jaar. Dit kan eurozone landen raken via de handel en financiële relaties.

Een tweede groep groeiende geopolitieke risico's voor de stabiliteit, betreft cyberaanvallen op (financiële) infrastructuur door overheden.<sup>13</sup> Doordat informatiesystemen een vitale rol spelen in financiële sector zijn cyberdreigingen een sterk groeiend operationeel risico voor financiële instellingen. Oplossingen vragen om Europees breed gecoördineerde actie. De FED heeft recent een afdeling opgericht dat zich volledig toelegt op cyberdreigingen.<sup>14</sup>

Het vooruitzicht van een krappere monetaire beleid en een stijging van de rente in de VS vormen een risico voor de wereldwijde stabiliteit. Het moment van een renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank en de impact daarvan kunnen de mondiale markten stevig beïnvloeden. Vooral opkomende economieën kunnen sterk geraakt worden door een verhoging van de Amerikaanse rente en de daarmee gepaard gaande appreciatie van de dollar. Dit komt doordat veel bedrijven in deze landen hun (kortlopende) schuld hebben gefinancierd met Amerikaanse dollars en schulden van deze bedrijven in de periode na de kredietcrisis harder groeiden dan hun bbp.<sup>15</sup>

Ook kan de volatiliteit op de financiële markten in opkomende economieën toenemen als gevolg van een terugvallende economische groei. Zo kan de groei in China verder terugvallen ten gevolge van de overkreditering die de afgelopen jaren hoog is opgelopen, en ten gevolge van structurele aanpassing. De onrust in opkomende economieën vormt een klein risico voor de Nederlandse financiële sector, maar kan de Nederlandse economie wel indirect raken door een vertraging van de economie in de eurozone.

### **Nog werk aan de winkel met betrekking tot Europese instituties**

Institutioneel hebben de Europese landen belangrijke stappen gezet om de tekortkomingen in de structuur en uitvoering van het toezicht op banken en het financiële stelsel, die in de financiële crisis aan het licht kwamen, weg te nemen. Figuur 2.8 geeft een overzicht van de reeds doorgevoerde en voorgestelde

---

<sup>13</sup> Zie bijvoorbeeld [deze](#) speech van Rosengren.

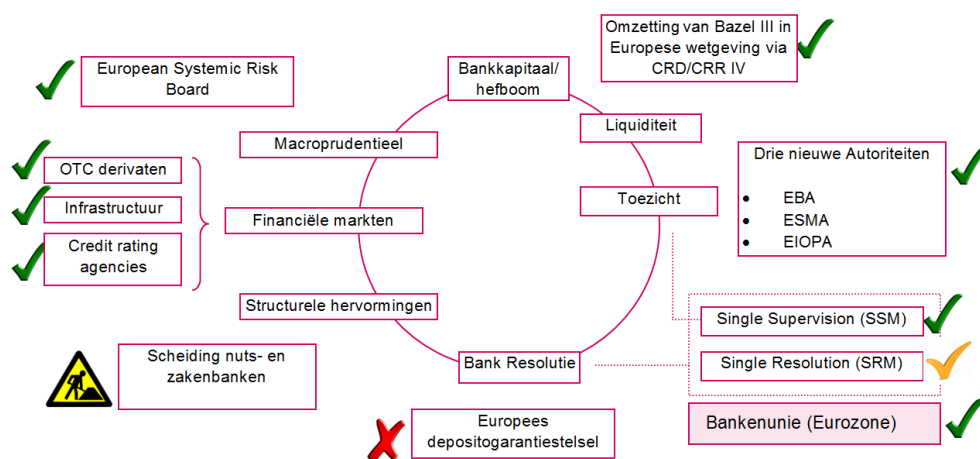
<sup>14</sup> Zie [dit](#) bericht.

<sup>15</sup> Zie IMF Global Financial Stability Report, april 2015. ([link](#))

hervormingen. Een deel van de doorgevoerde hervormingen streeft ernaar de kans op faillissementen van grote banken te beperken door de invoering van Europees toezicht en een verhoging van de kapitaalseisen. Een tweede deel van de hervormingen richt zich op het inperken van de risico's voor de economie in het geval een faillissement zich onverhoopt toch voordoet. Dit beleid richt zich op het verbeteren van de afwikkelbaarheid van banken door middel van resolutieplannen.

Voor kredietbeoordelaars is regelgeving geïntroduceerd, maar de perverse prikkels zijn niet volledig weggenomen. Voor het scheiden van nuts- en zakenbanken zijn voorstellen gemaakt, die later mogelijk zullen worden omgezet in regelgeving. Een belangrijke ontbrekende institutie, die als sluitstuk van de bankenunie wordt gezien, is een Europees depositogarantiestelsel (DGS). Voordat een Europees DGS er komt, zal verdere harmonisatie van regelgeving nodig zijn en zullen het Europees toezicht- en resolutiemechanisme zich moeten hebben bewezen.<sup>16</sup>

**Figuur 2.8** Overzicht van Europese hervormingen in de financiële sector

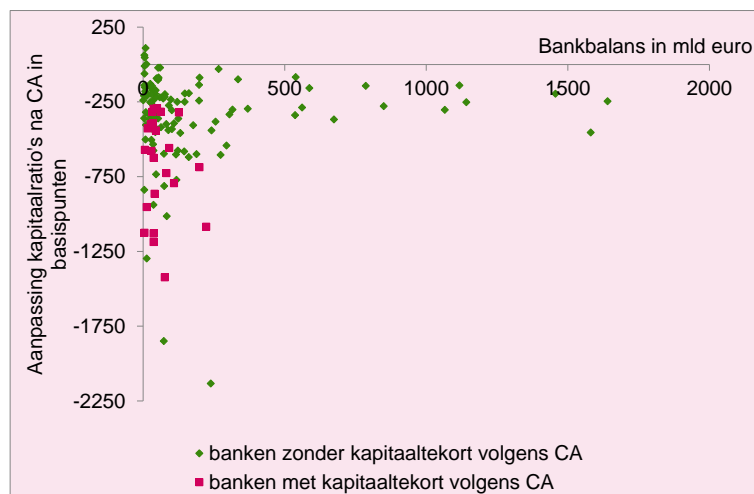


De Comprehensive Assessment (CA) heeft uitgewezen dat het Europese bankwezen over voldoende kapitaalbuffers beschikt. De eerste mijlpaal van het SSM was de afronding van de CA, het uitgebreide gezondheidsonderzoek van de 130 grootste Europese banken door de ECB. De CA leidde vooral bij kleine banken tot neerwaartse aanpassingen van kapitaalratio's, zie Figuur 2.9. Deze figuur laat ook zien dat de ECB een kapitaalttekort vaststelde bij 25 relatief kleine banken.<sup>17</sup> Twaalf banken hebben reeds maatregelen genomen om kapitaaltekorten aan te vullen.

<sup>16</sup> Zie bijvoorbeeld [deze](#) Kamerbrief.

<sup>17</sup> ECB, 2014, Aggregate Report on the Comprehensive Assessment ([link](#))

**Figuur 2.9 Kapitaaltekort na balansonderzoek vooral bij kleine banken**



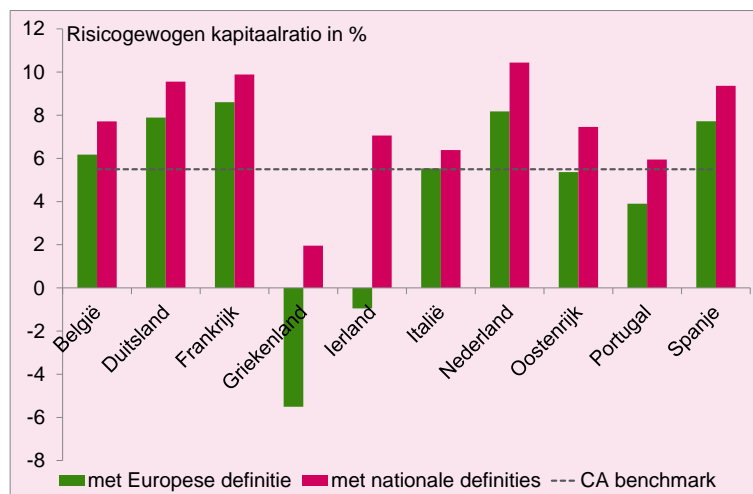
Bron: CPB, SSM.

De kwaliteit van het bankenkapitaal is echter wel een risico voor het risico-absorberend vermogen van Europese banken. Niet alleen de hoeveelheid kapitaal bepaalt het totale risico-absorberend vermogen. Kapitaaldefinities variëren aanzienlijk tussen Europese landen, waardoor de kwaliteit van kapitaal tussen banken in verschillende landen moeilijk vergelijkbaar is en verschilt. De oorzaak is een aanzienlijk aantal nationale discreties en (overgangs)regelingen die tijdelijk nog van toepassing kunnen zijn in het Europese raamwerk van kapitaaleisen, CRD IV. In sommige gevallen zullen deze regelingen pas uiterlijk in 2023 volledig uitfaseren. Een voorbeeld is de behandeling van latente belastingvorderingen (deferred tax assets, DTA's). DTA's ontstaan als een bank grote verliezen lijdt en daardoor recht krijgt op een belastingkorting in de jaren daarna. DTA's bieden alleen voordeel wanneer een bank in de volgende jaren genoeg belastbare winst maakt om er de vordering tegen weg te kunnen strepen. In het algemeen zal de vordering in periodes van stress niet kunnen worden omgezet in contanten. Dit is de reden dat DTA's niet langer als kapitaal mogen meetellen bij banken wanneer de overgangsregelingen hiertoe volledig zijn uitgefaseerd. Enkele lidstaten maken echter nog relatief veel gebruik van deze overgangsregelingen, zoals Griekenland, Portugal en Ierland, wat tot uiting kwam in de uitkomsten van de CA en wat de risicogewogen kernkapitaalratio's van banken in deze landen op dit moment aanzienlijk opwaarts beïnvloedt.<sup>18</sup> Het effect van deze tijdelijke regelingen op het risico-absorberend vermogen in een stress-scenario is te zien in Figuur 2.10. De figuur toont de risicogewogen kapitaalratio's eind 2014 met en zonder nationale kapitaaldefinities onder het stress-scenario van de CA, waarin de kapitaalbuffers boven de 5,5% moeten blijven.<sup>19</sup>

<sup>18</sup> Zie figuur 76 op pagina 138 van ECB, 2014, Aggregate Report on the Comprehensive Assessment ([link](#)), en ook deze [blog](#) van Bruegel.

<sup>19</sup> ECB, 2014, Aggregate Report on the Comprehensive Assessment ([link](#))

**Figuur 2.10 Impact nationale kapitaaldefinities onder stressscenario CA groot**



Bron: CPB, SSM.

Ook bail-in is een belangrijk nieuw instrument. De geloofwaardigheid van het afschrijven van schuld is niet in alle omstandigheden zeker, waardoor het verlies-absorberend vermogen van banken in de praktijk veel lager kan liggen. De Europese bail-in regels beogen dat de kosten van falende banken in eerste instantie bij private partijen terechtkomen in plaats van bij de overheid.<sup>20</sup> De regels schrijven voor dat aandeelhouders en niet-preferente crediteuren tenminste acht procent van de balans aan verliezen dragen alvorens een eventueel beroep kan worden gedaan op het Europese resolutiefonds. Bail-in werkt goed in extreme situaties, namelijk het geval van een geïsoleerd bankfalen, of een situatie waarbij het hele bankstelsel wordt geraakt door een schok.<sup>21</sup> Of bail-in werkt in situaties tussen deze beide extremen is lastig te voorspellen. Het kader ‘de economie van bail-in instrumenten’ laat zien dat het onzeker is of bail-in werkt in een situaties waar besmetting mogelijk is of situaties van een niet-geïsoleerd falen van een bank. Een bron van mogelijk besmettingsgevaar zijn beleggingen van banken in elkaars bail-in-instrumenten. Dit pleit voor regels die dit risico weten te adresseren.

<sup>20</sup> Zie [BRRD](#)

<sup>21</sup> Zie C. Goodhart en E. Avgouleas (2014), [A critical evaluation of bail-ins as bank recapitalisation mechanisms](#), CPER Discussion Paper 10065, en A.D. Persaud (2014), [Why bail-in securities are fool's gold](#), Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB14-23.

## De economie van bail-in instrumenten

Bail-in is in zwang gekomen na de redding van Cyprus, waarbij kapitaalverschaffers werden afgestempeld om te voorkomen dat Cypriotische banken failliet gingen. De twee banken die in de problemen kwamen, waren te groot om door de Cypriotische staat te kunnen worden gered; tezamen hadden de banken een omvang van bijna twee maal het bbp van Cyprus. In navolging van deze bail-in operatie hebben Europese beleidsmakers besloten dat de lidstaten een bank in de problemen pas mogen steunen nadat minimaal 8% van de verliezen van de bank is genomen door private partijen. Die regels, geformuleerd in de BRRD (a), staan bekend als bail-in en zijn vanaf 2018 van kracht. Deze box gaat in op de vraag hoe bail-in in theorie werkt en wat de praktische bezwaren zijn.

Het doel van de bail-in regels is om de kosten van falende banken zoveel mogelijk neer te leggen bij private partijen om zo de financiële stabiliteit te bewaken, depositohouders en overheidsmiddelen te beschermen. De regels schrijven voor dat aandeelhouders en achtergestelde crediteuren als eerste de verliezen dragen van falende systeembanken. Pas na 8% bail-in kan er compensatie uit het resolutiefonds komen. Met de bail-in regels overstijgt de verliesabsorptiecapaciteit van banken dus de kapitaalseisen. De totale verlies-absorberende buffer van banken wordt daarmee groter, waardoor de kans dat een bank dusdanig in de problemen komt dat staatssteun nodig is, afneemt (c).

Doordat bail-in regels de senioriteitsstructuur van schuldeisers herdefiniëren, wordt een potentieel agency probleem opgelost (b). Bail-in regels vergroten de prikkel van schuldeisers om het risicogedrag van het bankmanagement te monitoren. Naarmate banken minder eigen vermogen hebben, groeien de prikkels voor banken om risico's te nemen. Bij een risicovoller beleid plukken aandeelhouders de vruchten van mogelijke grote winsten, terwijl schuldeisers de lasten dragen van mogelijke verliezen. Bail-in verkleint dit probleem, ook wel bekend als *risk shifting* of *asset substitution*, door betere monitoring door schuldeisers.

Ten aanzien van de werking van de bail-in regels moet op voorhand met een aantal zaken rekening worden gehouden. Zo is het de vraag of toezichhouders het bail-in instrument zullen inzetten als de kans bestaat dat na afschrijven van de 8% schuld de bank onvoldoende is geherkapitaliseerd. Immers, als de bank na toepassing van bail-in alsnog onvoldoende is geherkapitaliseerd, dan is het risico op een bank-run niet geweken. Ook is het de vraag of bail-in wordt ingezet op het moment dat consumenten een groot deel van de verliezen dragen. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn als pensioenfondsen op grote schaal hebben belegd in bail-in instrumenten. Tot slot zullen toezichhouders bail-in instrumenten mogelijk niet toepassen als er besmettingsgevaar naar andere banken bestaat.

Besmettingsgevaar bij bail-in kan op verschillende manieren ontstaan. Zo ontstaat besmettingsgevaar als de markt vertrouwen verliest in banken die vergelijkbaar zijn met de bank waar het bail-in instrument is gebruikt. Ook in een situatie van onzekerheid over de kwaliteit van activa van banken bestaat besmettingsgevaar bij de inzet van bail-in vanwege informational contagion; niet aangedane, gezonde banken kunnen geen geloofwaardig signaal afgeven over hun positie. Tot slot kan er sprake zijn van een situatie waar banken in elkaars bail-in-schuldinstrumenten hebben belegd.

(a) De Bank Recovery and Resolution Directive (link).

(b) Martynova, N. en E.C. Perotti (2012), Convertible Bonds and Bank Risk-Taking, Working paper (link).

(c) B.M. Parigi (2014), The economics of bank resolution, Presentatie UFSP Finanzmarktregulierung.



Aan het toekomstige Europees resolutiemechanisme kleeft een aantal risico's: het vangnet voor banken is relatief klein, een Europees depositogarantiestelsel ontbreekt en bij het besluitvormingsproces voor de resolutie van een bank zijn veel partijen betrokken. De bevoegdheden van het Europees resolutiemechanisme (SRM) treden gefaseerd in werking. In 2015 is het SRM bevoegd tot het nemen van maatregelen die de afwikkelbaarheid van banken verbetert. Vanaf 2016 kan het SRM ook daadwerkelijk falende banken in resolutie plaatsen. Tot die tijd blijven lidstaten zelf verantwoordelijk voor de afwikkeling van hun banken. De hiermee gemoeide kosten, na mogelijke bail-in van private investeerders, zullen nationale overheden volledig moeten dragen, zoals nu ook het geval is. Op korte termijn zal de negatieve feedback tussen nationale banken en overheden dus niet verbroken worden. Daarnaast kleven ook risico's aan de vormgeving van het Europees resolutiemechanisme. Ten eerste is de omvang van het fonds, 55 mld euro, beperkt.<sup>22</sup> Hoewel het fonds is bedoeld voor afgeven van garanties, verstrekken van leningen aan instellingen in resolutie, het aankopen van activa en het financieren van een overbruggingsinstelling, en niet is bedoeld voor het opvangen van verliezen of herkapitalisatie, is het in verhouding tot de totale omvang van de bancaire sector in de eurozone, ruim 30.000 mld euro, niet groot.<sup>23</sup> Ook voor niet-herkapitalisatiedoelen, zoals het opzetten van bad banks, lijkt de omvang van het fonds onvoldoende. Ten tweede ontbreekt een Europees depositogarantiestelsel. Op Europees niveau blijft daarmee het risico bestaan van een bankrun op een noodlijdende bank in het ene land, waarbij spaarders hun deposito's verplaatsen naar banken in andere landen met regelingen die meer vertrouwen wekken. Dit kan ook optreden als twijfels over de soliditeit van andere banken ongefundeerd zijn. Ten derde is het besluitvormingsproces voor de resolutie van een bank zeer complex en vatbaar voor politieke inmenging. Omdat lidstaten het laatste woord blijven houden, kan het lang duren om overeenstemming te bereiken over de resolutie van een bank. Snelle besluitvorming is echter, juist in afwezigheid van een geloofwaardig vangnet, essentieel om massale terugtrekking van investeerders te voorkomen.<sup>24</sup>

Nu de Europese bankenunie van start is, staan we mogelijk aan de vooravond van een transformatie van structuur van de Europese bankensector. De voortgaande integratie van de Europese bancaire markt kan leiden tot een consolidatieslag die het risico in zich draagt van door perverse prikkels gedreven schaalvergroting. Enerzijds verkleint de bankenunie, in combinatie met macroprudentieel beleid en de BRRD, de impliciete subsidies als gevolg van Too Big to Fail (TBTF) subsidies van grote Europese banken. Anderzijds kan een beter gekapitaliseerd bankwezen en een voortgaande integratie van de Europese bancaire sector ook leiden tot een consolidatieslag. Het gevolg zijn nog grotere Europese banken, die mogelijk weliswaar te groot en te complex zijn om ordentelijk af te wikkelen. Een terugkeer van het

---

<sup>22</sup> Gordon, J.N. en W. Ringe (2014). "Resolution in the European banking union: a transatlantic perspective on what it would take." Oxford Legal Studies Research Paper No. 18/2014.

<sup>23</sup> Betreft de totale omvang van financiële instituties (MFI's) in de eurozone volgens de [ECB](#).

<sup>24</sup> Zie Kool, C.J. (2014), [Ontwerpfouten bij oprichting Europese Bankenunie](#), ESB, 99 (4684), pp. 262-265

feedbackmechanisme tussen bank en overheid – maar nu op het niveau van de eurozone – is ongewenst. Dit is het moment om een dergelijk risico af te wenden. Het kader ‘Beleids optie om schaalvergroting in bankenunie te beperken’ bespreekt opties om schaalvergroting door perverse prikkels tegen te gaan.

### **Beleids opties om schaalvergroting in bankenunie te beperken**

De grootste bank in de bankenunie heeft slechts een marktaandeel van 5% (b). In combinatie met een beter gekapitaliseerd Europees bankwezen en een voortgaande integratie van de Europese bancaire sector kan dit leiden tot een consolidatieslag. Hierdoor kunnen nog grotere banken ontstaan, ondanks het ingezette beleid om TBTF te verkleinen. Dit kader verkent welke andere beleidsinstrumenten er zijn op TBTF te adresseren wanneer ondanks dit beleid toch ongewenste schaalvergroting optreedt in Europa.

Het ingezette beleid in Europa om TBTF te adresseren bestaat uit vier recent doorgevoerde hervormingen - CRD, SSM, BRRD en SRM. Dit zijn noodzakelijke stappen in de richting van een gezond bankwezen in de EU. Hogere kapitaalvereisten voor banken onder de CRD verminderen de kans op het falen van een bank, terwijl de afwikkelingsbevoegdheden zoals geformuleerd in de BRRD de afwikkelingsautoriteiten in staat stelt te reageren bij een bankfaillissement. Systeembanken staan daarnaast onder intensiever toezicht en dienen hogere buffers aan te houden. De oprichting van het SRM is essentieel voor het SSM om effectief te kunnen zijn. Een van de belangrijkste belemmeringen voor effectief prudentieel toezicht in Europa was de afwezigheid van crisismanagement en resolutie instrumenten.

Als er ondanks dit verscherpt regime toch door perverse prikkels gedreven schaalvergroting plaatsvindt in de bankenunie, dan bieden structurele hervormingen mogelijk uitkomst. Het feit dat grote banken aanzienlijke systeemrisico's creëren, terwijl uit de empirische literatuur blijkt dat de schaalvoordelen voor die banken beperkt zijn, suggereert dat een vorm van structurele hervorming kan worden gerechtvaardigd (a). De Europese Commissie heeft wetgeving voorgesteld (gepubliceerd in januari 2014) die nutsactiviteiten, zoals kredietverlening, scheidt van de handelsactiviteiten van grote banken. Het doel van deze wetgeving is de risicoblootstelling van grote banken in te perken en daarmee systeemrisico's te beheersen. Het idee is dat TBTF-subsidies afnemen doordat ontvlechting van grote complexe banken in eenvoudigere delen de markt beter in staat stelt haar disciplinerende werking te laten doen.

Een andere mogelijkheid om ongewenste schaalvergroting tegen te gaan is het voeren van een scherp toetsingsbeleid bij fusies en overnames van banken. Immers, een deel van het TBTF-probleem in Europa is ontstaan doordat grote banken konden doorgroeien tot TBTF banken. Historisch gezien, is het Europese fusietoezicht zwak toegepast op banken, behalve in enkele gevallen van voorwaardelijke goedkeuringen voor staatssteun en grensoverschrijdende overnames (c). Indien meer wordt gekeken naar de financiële stabiliteitsaspecten bij de verlening van een verklaring van geen bezwaar bij een fusie of overname, dan zou hier een remmende werking vanuit kunnen gaan. In de VS, daarentegen, geldt een plafond op de maximale omvang van een bank. In de VS legt [de Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act](#) bankovernames aan banden als na de overname de nieuw ontstane bank meer dan tien procent van de deposito's in handen zou krijgen. Deze wet staat wel toe dat banken door organische groei de grens van 10% deposito's overschrijden. Op dit moment overschrijden reeds drie banken in de VS de drempel van 10% deposito's.

(a) Davies, R. & Tracey, B. (2014). Too big to be efficient? the impact of implicit subsidies on estimates of scale economies for banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), 219-253.

(b) D. Schoenmaker (2015), The new Banking Union landscape in Europe: Consolidation ahead?, DSF Policy Paper 49 ([link](#)).

(c) Langfield, S. en M. Pagano (2015), Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth, Working Paper.

Tot slot neemt met strengere en bredere regulering van het bankwezen het risico op schaduwbankieren toe. Schaduwbankieren is een synoniem voor alle niet-bancaire kredietbemiddeling, welke in de nasleep van de financiële crisis – in de vorm van ondoorzichtige of zwak gereguleerde financieringsvehikels – als een belangrijk risico voor de financiële stabiliteit werd gezien. Tegen de achtergrond van teruglopende kredietverlening door banken stimuleren Europese beleidsmakers niet-bancaire kredietbemiddeling om zo voldoende financiering richting productieve ondernemingen te laten stromen. Met de voorstellen voor een Europese kapitaalmarktunie probeert de Europese Commissie een duurzame basis aan niet-bancaire financiering te geven, bijvoorbeeld door meer standaardisatie en door de structuren van effectenuitgiftes te vereenvoudigen.<sup>25</sup> Hoewel we na de financiële crisis een toename zien in de omvang van regulering rondom niet-bancaire kredietbemiddeling, zoals een uitbreiding van de regulering van beleggingsfondsen aan particuliere beleggers en regels voor geldmarktfondsen, blijven er risicogebieden in het schaduw banksysteem bestaan. Snel groeiend zijn peer-to-peer<sup>26</sup> (p2p) consumer lending en p2p (small) business lending. Daarbij bestaat het risico van buitensporige hefboomwerking van uitleners en overkreditering bij leners. Daarnaast zijn besmettingsrisico's naar het reguliere bankwezen ook niet volledig uit te sluiten.

### 3 De Nederlandse financiële sector

#### **De financiële positie van het Nederlandse bankwezen is verbeterd, maar er zijn ook risico's**

De financiële positie van het Nederlandse bankwezen is het afgelopen jaar verder verbeterd. De solvabiliteit is hoger dan een aantal jaar geleden. Figuur 3.1 laat dit zien aan de hand van de ontwikkeling van de kapitaalratio's tussen 2012 en 2014 op basis van de nieuwe kapitaaldefinities, die in 2019 zullen ingaan.<sup>27</sup> Uit periodieke monitoring van DNB blijkt dat de Nederlandse grootbanken goed op weg zijn tijdig te voldoen aan de nieuwe kapitaaleisen. Waaronder de extra kapitaaleisen van individuele systeembuffers en de nationale hefboomratio van vier procent voor de systeemrelevante banken, welke uiterlijk in 2018 worden bereikt. Verder zijn de zeven deelnemende Nederlandse banken (ING Bank, Rabobank, ABN AMRO, SNS Bank, BNG Bank, NWB Bank en RBS N.V.) voldoende gekapitaliseerd volgens de gestelde minima in de Comprehensive Assessment. Tot slot heeft ING de laatste tranche van de staatssteun uit 2008 bij de overheid afgelost, en wordt binnenkort een start gemaakt met de privatisering van ABN AMRO.<sup>28</sup>

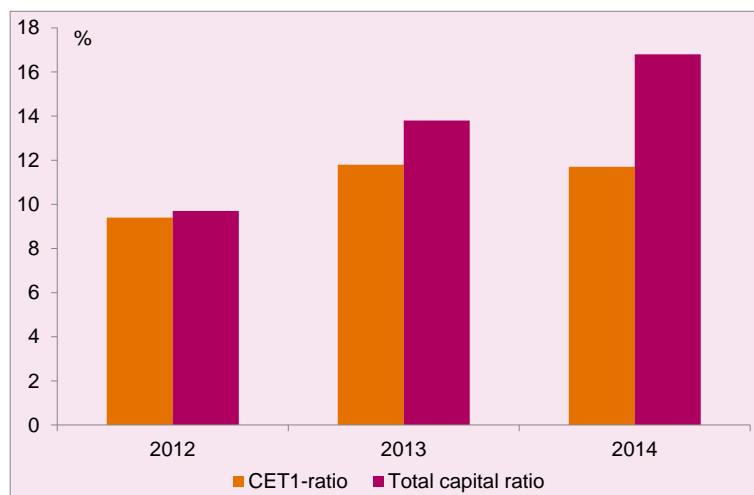
<sup>25</sup> Zie het [Groenboek Kapitaalmarktunie](#) en de [kabinetsreactie](#) daarop.

<sup>26</sup> Bij peer-to-peer lenen voeren leners en uitleners een geldtransactie uit zonder tussenkomst van een traditionele financiële intermediair, zoals een bank.

<sup>27</sup> Dit betreft de eisen zoals geformuleerd in Bazel III en de Richtlijn Kapitaalvereisten CRD IV.

<sup>28</sup> Zie [Kamerbrief](#) 22 mei 2015.

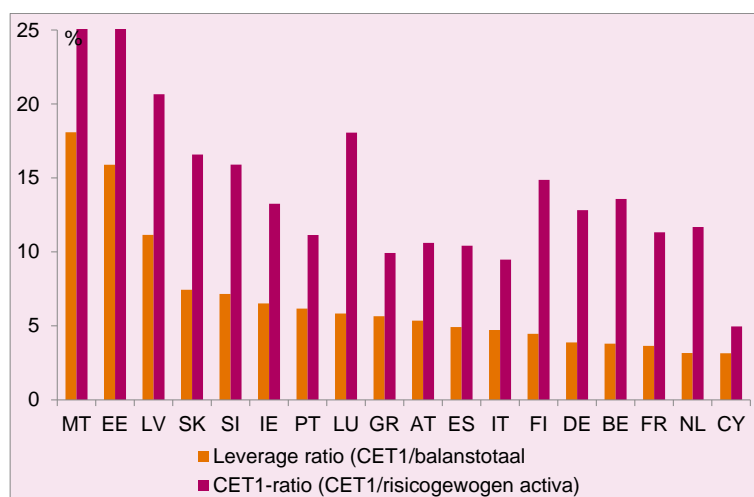
**Figuur 3.1 Kapitaalratio's Nederlandse banken onder nieuwe kapitaaldefinities (Bazel III, 2019 definitie)**



Bron: CPB, DNB, Jaarverslagen banken.

Internationaal gezien blijft een gemengd beeld bestaan over de kapitalisatie van Nederlandse banken. Op basis van de ongewogen hefboomratio komt het beeld naar voren dat Nederlandse banken relatief minder goed gekapitaliseerd zijn, zie Figuur 3.2. Echter, op basis van risicogewogen kapitaal is het Nederlandse bankwezen relatief goed gekapitaliseerd. Dit is onder meer toe te rekenen aan de relatief lage risicoweging van de activa, met name veroorzaakt door de (grote) hypotheekportefeuille.

**Figuur 3.2 Internationale vergelijking kapitalisatie banken<sup>29</sup>**



Bron: CPB, SSM.

<sup>29</sup> Cijfers zijn in overeenstemming met Basel II richtlijnen. De definitie voor kernkapitaal is afkomstig van de Baselse Comité van Banktoezicht (BSB).

Een opwaartse aanpassing van risicoweging van hypotheek brengt in de transitie naar een nieuw evenwicht het risico van een beperktere beschikbaarheid van hypothecair krediet of een herbeprijing van hypotheek met zich mee. De risicoweging die Nederlandse banken hanteren voor hypotheek is in internationaal perspectief laag. Uit berichtgeving blijkt dat de gemiddelde hypotheekweging van Nederlandse banken tussen de 10 en 18 procent ligt.<sup>30</sup> DNB concludeert dat op dit moment de kredietrisico's in de hypothecaire portefeuille geen aanleiding geven om de risicoweging te verhogen.<sup>31</sup> Echter, de BIS heeft voorstellen gedaan om onder meer een minimumvloer voor risicogewichten in te voeren die onder andere de hypotheekportefeuille kan raken.<sup>32</sup> In deze voorstellen gaan de risicogewichten voor hypotheek met Loan To Value (LTV)-ratio's boven de 70% aanzienlijk omhoog. De gemiddelde LTV-ratio's van het Nederlandse hypotheekboek van de Nederlandse grootbanken liggen ruim boven de 70%.<sup>33</sup> Wanneer banken zich als gevolg van nieuwe regels zouden moeten herkapitaliseren, kunnen ze dat doen door nieuw kapitaal op te halen, verdere winst in te houden, maar ook door minder hypothecair krediet te verstrekken of portefeuilles te verkopen om zo hun balans te verkorten. De eerste route heeft vanuit maatschappelijk perspectief gezien de voorkeur, maar wanneer banken aandelenuitgifte als te kostbaar beschouwen kiezen zij vaak voor de tweede route, die maatschappelijk kostbaar is.<sup>34</sup> Het gevolg is dat de Nederlandse economie in de transitie naar een nieuw evenwicht het risico loopt van een beperktere beschikbaarheid van hypothecair krediet. In hoeverre de totale hoeveelheid beschikbaar hypothecair krediet terugloopt hangt af van andere toetreders, zoals verzekeraars en pensioenfondsen. Zowel verzekeraars als pensioenfondsen breiden hun hypotheekportefeuilles stevig uit. Door de renteontwikkeling is het rendement op hypotheek hoger dan het rendement op staatsobligaties, waardoor zij een aantrekkelijke belegging vormen.<sup>35</sup> Bovendien voorziet het Solvency-II toezichtkader, dat vanaf 2016 van kracht is voor verzekeraars, in een gunstige behandeling van hypotheek.<sup>36</sup> Echter, het marktaandeel van pensioenfondsen en verzekeraars is vooralsnog beperkt.

### Structuur banklandschap

Hoewel de omvang van het Nederlandse bankwezen sinds de crisis is afgenomen, blijft de omvang van de sector internationaal gezien groot en geconcentreerd. Figuur 3.3 laat zien dat Nederlandse bancaire sector groot is vergeleken met die van andere

---

<sup>30</sup> ING heeft een gemiddelde hypotheekweging van 18 procent. ABN AMRO en Rabobank hebben een gemiddelde hypotheekweging tussen 10 en 12 procent.

<sup>31</sup> Zie DNB (2015), Overzicht Financiële Stabiliteit – voorjaar 2015 ([link](#))

<sup>32</sup> Hiervoor zijn ten minste twee redenen aan te wijzen. Ten eerste bleek uit eerder onderzoek dat banken aan dezelfde risico's soms zeer verschillend risicoweging toekennen. Ten tweede hangt de huidige risicoweging ook af van het oordeel van een kredietbeoordelaar (Moody's, S&P, Fitch), die onder vuur liggen omdat ze voor de crisis allerlei kredietpakketen te hoge 'ratings' hebben gegeven. Om de ratingbureaus te omzeilen, moeten banken voortaan bij kredieten alleen kijken naar de solvabiliteit van hun klanten en niet naar betaalgesciedenis of andere kenmerken.

<sup>33</sup> Zie CPB, [De economische effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet](#), CPB Notitie 28-05-2015

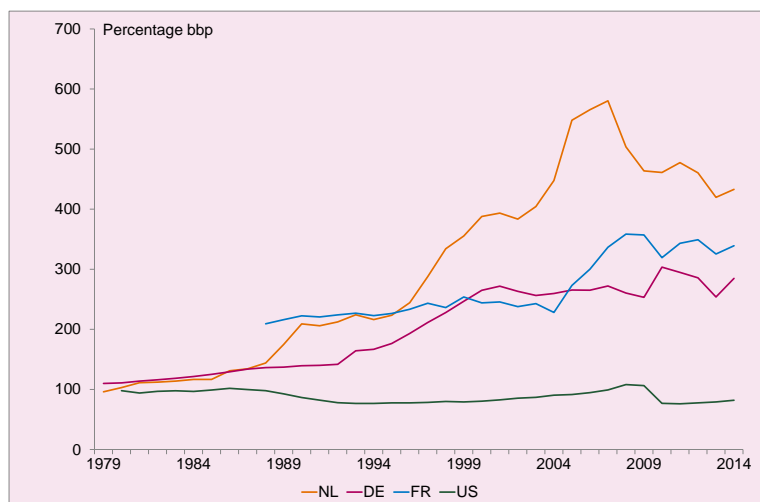
<sup>34</sup> Zie bijvoorbeeld Marinova, K. et al (2014), [Bank recapitalization](#), CPB Achtergronddocument.

<sup>35</sup> Zie [DNB](#) en [DNB](#).

<sup>36</sup> Zie Oliver Wyman, 2015, [The current Dutch life industry. Challenges and opportunities](#), Marsh and McLennan Companies.

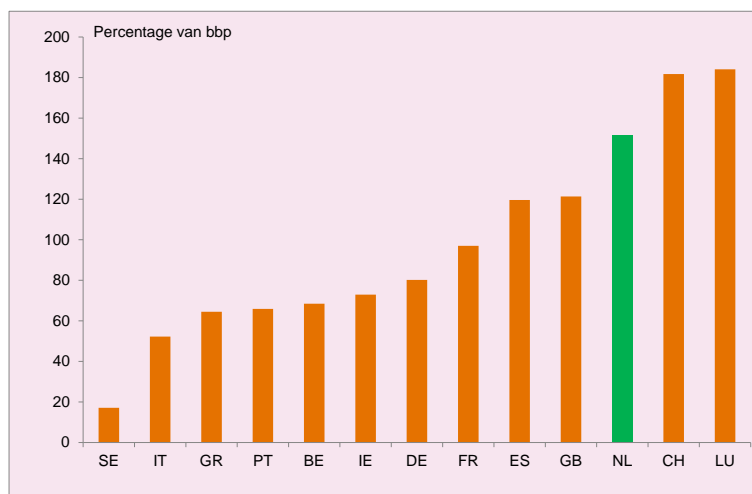
Europese landen en de VS. Uit Figuur 3.4 leiden we af dat de Nederlandse sector een hoge mate van concentratie heeft.

**Figuur 3.3 Totale bankbalansen ten opzichte van bbp (in procenten)**



Bron: OECD, ECB, FED, CPB.

**Figuur 3.4 Balanswaarde grootste bank als percentage van het bbp in jaar 2014**



Bron: Bankscope, OECD, ECB.

Privatisering van staatsbanken zal de structuur van de bankensector veranderen en tegelijkertijd de efficiency van de Nederlandse sector goed doen. De Staat is geen vanzelfsprekende eigenaar van de financiële instellingen.<sup>37</sup> Op termijn kunnen daar ook risico's aan verbonden zijn. Zo laten empirische studies zien dat staatsbanken minder kostenefficiënt zijn dan private banken. Ook laten studies zien dat staatsbanken private banken, die het bedrijfsleven gepaster kunnen bedienen,

<sup>37</sup> Zie Bijlsma, M. en A. Dubovik (2014), [Banks, financial markets and growth in developed countries: a survey of empirical literature](#), CPB Discussion Paper 266.

mogelijk verdringen.<sup>38</sup> De intentie van de staat is daarom om banken die de Staat gered heeft (ABN AMRO en SNS REAAL) op een verantwoorde manier terug naar de markt te laten keren (zie [kamerbrief](#)).

De betrokkenheid van de overheid bij banken en verzekeraars vermindert gestaag. Beginnend bij de bankensector heeft ING eind vorig jaar de laatste tranche van de staatssteun uit 2008 bij de overheid afgelost. Ook heeft het kabinet besloten ABN AMRO te privatiseren via een beursgang.<sup>39</sup> Naast het tijdstip, tempo en de modaliteit van een privatisering, speelde ook de opzet van een beschermingsconstructie tegen ongewenste overnames een belangrijke rol in de discussie.<sup>40</sup> Het kader 'Beschermingsconstructies: gebruikelijk en gewenst' gaat in op de vraag hoe vaak deze constructies voorkomen en wat het effect is op de opbrengst bij een potentiële beursgang. De Nederlandse Staat heeft ook betrokkenheid bij twee verzekeraars: ASR en Reaal. Bij Reaal zit de Nederlandse overheid nog midden in het proces van afscheid nemen van de staatsdeelnemingen. De staatsdeelnemingen zijn onder voorbehoud verkocht aan de internationaal opererende Chinese verzekeringsmaatschappij Anbang Group.<sup>41</sup> Het kabinet wil ook verzekeraar ASR naar de markt terugbrengen, maar zal op een later moment besluiten over de manier waarop dit moet gebeuren.<sup>42</sup>

De verkoop van Reaal/VIVAT zal de structuur van de Nederlandse verzekeringssector veranderen, maar op termijn is herstructurering nodig. De lage rente ondermijnt de vermogenspositie van verzekeraars. Vooral de situatie bij levensverzekeraars is zorgelijk vanwege de beperkte herstelmogelijkheden door een afkalvende levensmarkt en de hoge rendementsgaranties die zij hebben afgegeven. Herstructurering of consolidatie van de sector zou uitkomst bieden, maar wordt bemoeilijkt door de schaduw die de woekerpolisaffaire nog over de sector werpt. Hoofdstuk 4 gaat in op de risico's in de Nederlandse pensioen- en verzekeringssector.

---

<sup>38</sup> Fries, S. en A. Taci (2004), Cost efficiency of banks in transition: Evidence from 289 banks in 15 post-communist countries, *Journal of Banking and Finance*, Vol 29, pp. 55-81 en Berger, A.N., L.F. Klapper, M.S.M. Peria en R. Zaidi (2008), Bank ownership type and banking relationships, *Journal of Financial Intermediation* Vol 17, pp. 37-62.

<sup>39</sup> Zie [Kamerbrief](#) 22 mei 2015

<sup>40</sup> Zie [Kamerstuk 31789](#)

<sup>41</sup> Zie [deze](#) kamerbrief.

<sup>42</sup> Zie bijvoorbeeld [deze](#) berichtgeving.

## Beschermingsconstructies: gebruikelijkheid en gevolgen?

Ruim vijf jaar na de reddingsoperatie van ABN AMRO door de Nederlandse staat dient de vraag zich aan hoe de bank te privatiseren. Een vraag die speelt is hoe de privatisering vorm te geven om een herhaling van een beursstrijd zoals zich in 2007 rond ABN AMRO voordeed te voorkomen. Om de continuïteit van ABN AMRO te beschermen is gekozen voor een stichting administratiekantoor (STAK) waaraan de aandelen van ABN AMRO worden overgedragen (zie [Kamerbrief](#) 22 mei 2015). Die geeft vervolgens met medewerking van ABN AMRO certificaten uit de worden aangeboden op de beurs. Beleggers worden op die manier economisch eigenaar van de aandelen, terwijl het juridisch eigendom bij de STAK blijft. De positie van certificaathouders verschilt in vreedstijd niet wezenlijk van die van gewone aandeelhouders. Certificaathouders kunnen zelf stemmen, maar ze kunnen het ook aan de stichting of derden overlaten of aangeven dat ze geen gebruik willen maken van hun stemrecht. De STAK geeft automatisch stemvolmachten aan de houders van certificaten. Het doel van deze stichting is na privatisering van de bank de continuïteit, zelfstandigheid en identiteit van de vennootschap te borgen. Echter, naast bescherming bij een dreigende overname, kunnen beschermingsmaatregelen ook leiden tot de situatie dat slecht functioneren van het zittend management niet wordt blootgelegd. Bij een eventuele beursgang van ABN AMRO speelt daarnaast de kwestie dat het in de toekomst opheffen van een beschermingsconstructie waarschijnlijk zal leiden tot koersstijgingen. Hierbij is het van belang de perverse prikkels zo goed mogelijk te neutraliseren voor degene(n) die kan beslissen over het opheffen van de beschermingswal. Dit kader gaat in op de vraag hoe gebruikelijk deze en andere beschermingsconstructies zijn en wat de gevolgen hiervan zijn voor de opbrengt van een beursgang.

Nederlandse fondsen maken frequent gebruik van verschillende beschermingsconstructies om ongewenste kopers buiten de deur te houden. Een stichting preferente aandelen is de meest gebruikte beschermingsconstructie. Iets meer dan de helft van grootste Nederlandse fondsen heeft een dergelijke stichting, zie onderstaande tabel. Deze beschermingswal is altijd tijdelijk. Iets minder dan de helft van de bedrijven heeft een of meer grootaandeelhouders die zich voor de lange termijn aan het fonds hebben geëngageerd en een ongewenste overname kunnen blokkeren. Andere gebruikte methoden zijn de prioriteitsaandelen, certificering van aandelen, het instellen van een agenderingsdrempel en het tegengaan van een bindende voordracht bij de kandidatuur van een bestuurder of commissaris tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders (a). Onderstaande tabel geeft een overzicht van de frequentie van gebruik van verschillende beschermingsconstructies.

Index	Onderne- mingen	Stichting preferente aandelen	Stichting prioriteit	Certificering	Groo- taan- deelhouder	Agenderings drempel	Bindende voordracht
AEX	22	13	1	3	11	7	8
AMX	22	12	4	2	10	8	13
ASCX	22	9	2	4	9	5	6
Totaal	66	34	7	9	30	20	27
%		52%	11%	14%	45%	30%	41%

Bron: [VEB](#).

Doordat een beschermingsconstructie de invloed en zeggenschap van aandeelhouders beperkt, komt de emissiekoers naar verwachting lager te liggen. Uit de empirie volgen twee effecten afhankelijk van de mate van bescherming. Ten eerste kan een beperkte beschermingsconstructie tot een positief-waarde effect leiden, vanwege de extra tijd die de onderneming daarmee koopt in de situatie van dreiging van een vijandige overname. Ten tweede volgt uit de empirie dat de introductie van een minder beperkte beschermingsconstructie, zoals certificering, leidt tot een gemiddelde daling van de waarde van de emittent van ongeveer 8 tot 10 procent (b). Omdat financiële instellingen ook bescherming genieten via een vvgb van de toezichthouder zal de gemiddelde waardedaling lager uitvallen. Een bandbreedte van 5-10 procent lijkt daarbij redelijk.

(a) Visser en Stegeman (2011), [De ontmanteling van beschermingsconstructies](#), Nyenrode Research Paper 11-03.

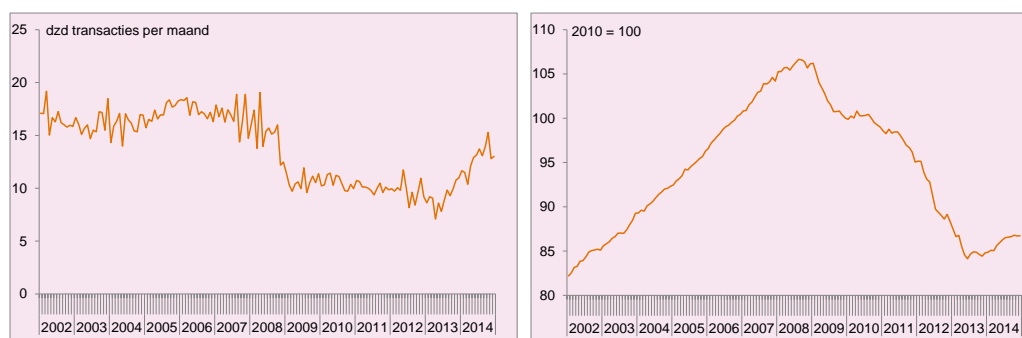
(b) Gompers, P., J. Ishii en A. Metrick (2003), Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 107-155 en Straska en Waller (2013), Antitakeover provisions and shareholder wealth: a survey of the literature, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.



### Financiële situatie van Nederlandse huishoudens nog niet verbeterd

Het prille herstel van de woningmarkt sinds medio 2013 is inmiddels uitgegroeid tot een krachtige toename van het aantal verkopen van bestaande woning. Desondanks is de stijging van de huizenprijzen gering (figuur 3.5, rechts). Ondanks dat voor het eerst sinds het vierde kwartaal van 2008 de huizenprijzen in alle provincies zijn gestegen ten opzichte van een jaar eerder, blijft er grote regionale spreiding in de huizenprijzontwikkeling. In de provincies Noord-Holland en Utrecht was de prijsstijging het hoogst, namelijk 4,1 procent. Dat komt vooral doordat de woningen in Amsterdam en de stad Utrecht aanzienlijk duurder werden. Kopers in deze steden waren respectievelijk 10,0 en 6,9 procent meer kwijt dan een jaar eerder.<sup>43</sup>

**Figuur 3.5 Sinds medio 2013 sterk herstel aantal transacties (links) en gematigd herstel huizenprijzen (rechts)**



Bron: CPB.

Het aantal huishoudens dat 'onder water' staat neemt niet meer toe. Volgens de meest recente berichtgeving van het CBS hebben in 2014 ongeveer 1,5 miljoen huishoudens een hypotheekschuld die hoger is dan de waarde van de eigen woning.<sup>44</sup> Dat is bijna evenveel als een jaar eerder. Tegelijkertijd laten marktcijfers zien dat langzaam meer huizen boven water komen; de meest recente schatting heeft het over ongeveer 900 duizend huishoudens met een hogere hypotheekschuld dan de waarde van de woning.<sup>45</sup> Deze trend past ook in het beeld van positievere macro-economische ontwikkelingen die wijzen op een toenemende consumptie, en een licht dalende werkloosheid.<sup>46</sup>

Er is grote heterogeniteit in de netto-vermogensontwikkeling tussen huishoudens. Jonge huishoudens vormen om twee redenen de grootste risicogroep. Ten eerste staan zij het vaakst onder water. Volgens de meest recente statistieken had 70% van alle woningbezitters onder de 45 jaar een woning met onderwaarde (CBS). Bij woningbezitters tussen de 25 en 35 jaar is dit zelfs in 80% van de gevallen, zie Figuur

<sup>43</sup> Zie [dit bericht](#) van het CBS.

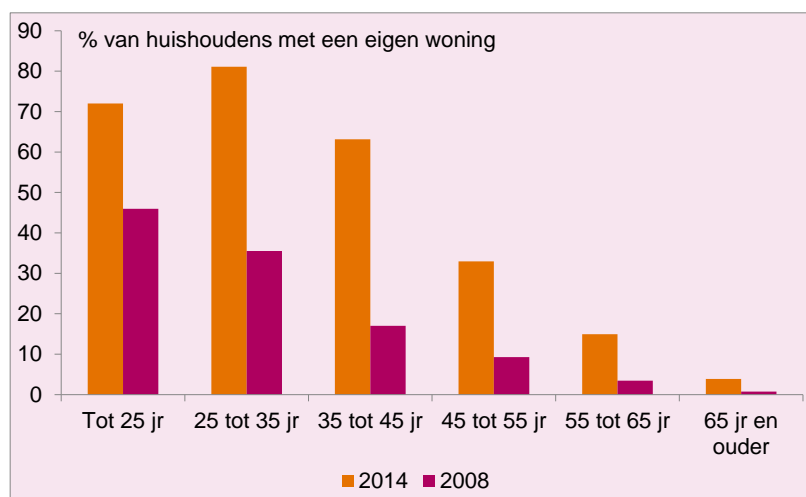
<sup>44</sup> Het gaat hierbij om huishoudens waarbij de waarde van de woning lager is dan de fiscale hypotheekschuld. Bij de fiscale hypotheekschuld is geen rekening gehouden met opgebouwde tegoeden bij spaar- en beleggingshypotheken. Het CBS kan deze tegoeden niet waarnemen.

<sup>45</sup> Zie Van Dalen, P. en P. de Vries (2015), [Nederlandse woningmarkt: langzaam maar zeker meer huizen boven water](#), Economisch commentaar, Rabobank.

<sup>46</sup> Zie [Centraal Economisch Plan 2015](#)

3.6. Daarnaast hebben jonge huishoudens veel ook hoge rentelasten in verhouding tot het inkomen. Dit maakt hen gevoeliger voor renteveranderingen en andere financiële schokken.

**Figuur 3.6 Aantal woningen onder water naar leeftijdsklasse**



Bron: CBS, CPB.

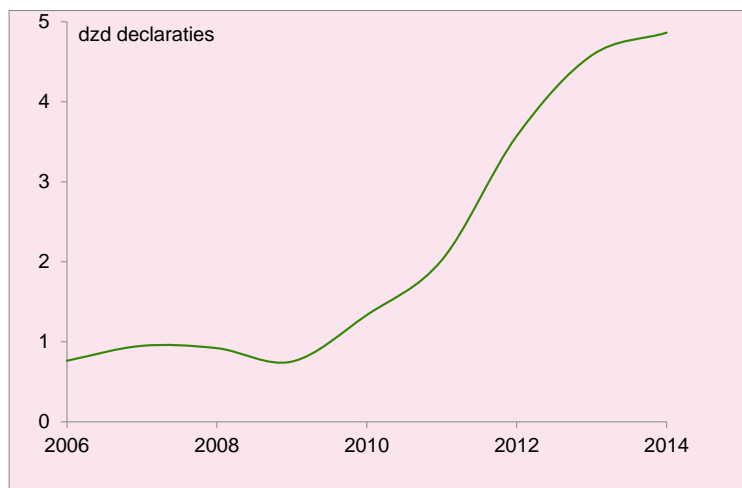
Er is ook grote regionale spreiding in onder water staan. Onderwaarde komt naar verhouding het meeste voor in de provincie Flevoland. Hier staat bijna de helft van de woningbezitters onder water. In deze provincie wonen relatief veel jongere huishoudens die recent een hypotheek afgesloten hebben. Onderwaarde komt het minst voor in de provincies Noord-Brabant, Friesland en Zeeland. Daar is bij minder dan drie op de tien eigen woningen de waarde gedaald tot onder de hypotheekschuld (CBS).

Betalingsproblemen bij huishoudens nemen nog steeds toe, net als voorgaande jaren, waarbij de ontwikkeling verschilt voor huishoudens met NHG en niet-NHG hypotheek. Het aantal NHG-declaraties vlakt af, zie Figuur 3.7.<sup>47</sup> Echter, het aantal huishoudens met betalingsproblemen bij hypotheek zonder NHG namen afgelopen jaar toe, zie Figuur 3.8. In tegenstelling tot huishoudens met een NHG heeft deze groep huishoudens geen vangnet voor de restschuld. Daarnaast is een zorgelijke ontwikkeling dat de betalingsachterstanden op de 'overige schulden', dat zijn huur, energie en zorgpremies, en consumptief krediet in snel tempo stijgen. Deze liepen op van ongeveer 5 miljard euro voor de crisis tot bijna 60 miljard euro eind 2013. Hier ligt een rol voor schuldhulpverlening en herstructurering voor consumentenschuld. De wetgeving in Europa op dit vlak is strikter dan wetgeving in de Verenigde Staten. Het doorvoeren van veranderingen in faillissementswetgeving voor consumenten kan de samenleving meer schokbestendig maken.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> Zie [Kwartaalcijfers Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen](#) – 4e kwartaal 2014.

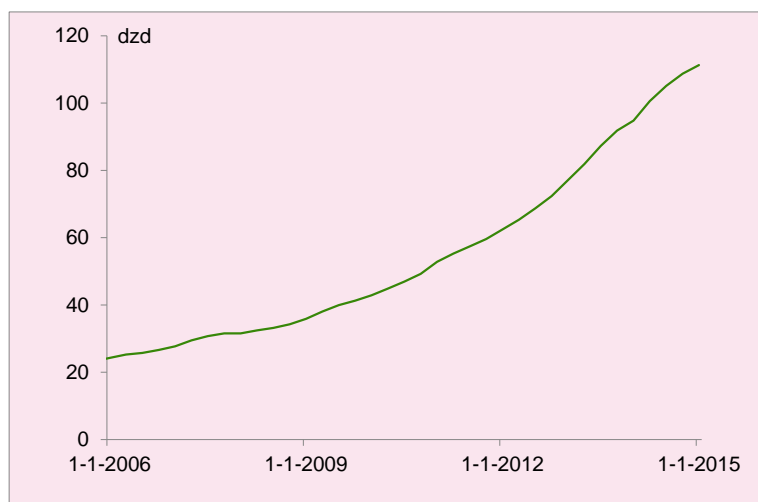
<sup>48</sup> Zie Beers, N. van en M.J. Bijlsma (2013), Afbouw van consumentenschuld - welke rol voor de overheid?, [CPB Achtergronddocument](#).

**Figuur 3.7 Aantal ingediende NHG declaraties stabiliseert, slechts 6% toename in 2014**



Bron: BKR Hypotheekbarometer.

**Figuur 3.8 Op 1 januari ruim 110.000 individuen met een betalingsachterstand op hypotheekcontract van meer dan 120 dagen**



Bron: BKR Hypotheekbarometer.

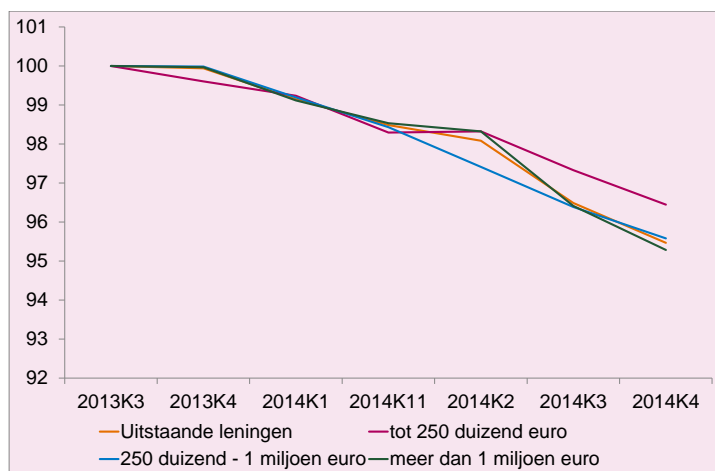
### **Een opleving in de kredietvraag lijkt op handen, maar nog niet door het mkb**

Ook nu de economie zich op het pad van herstel bevindt, is een belangrijke vraag of Nederlandse bedrijven voldoende toegang hebben tot krediet. Onvoldoende toegang tot krediet kan in potentie een rem zetten op het continueren van economische groei. Hierbij kunnen zowel vraag- als aanbodfactoren een rol spelen. Onderliggende oorzaken kunnen zijn: hogere transactiekosten voor banken, onvoldoende eigen vermogen bij bedrijven, of beperkte concurrentie waardoor prijzen te hoog liggen. De kredietverlening aan het bedrijfsleven viel sinds het begin van de financiële crisis vanaf een hoog niveau terug en sloeg in 2013 zelfs om in krimp. Dit kwam voort uit

een combinatie van minder kredietvraag en aanscherping van de kredietvoorwaarden door banken als gevolg van toegenomen kredietrisico's.<sup>49</sup>

De dalende trend van de bancaire kredietverlening lijkt te zijn doorbroken, maar (nog) niet voor het mkb. In de eerste twee maanden van dit jaar nam de kredietverlening in Nederland weer licht toe.<sup>50</sup> Vooral nog profiteren daar met name grote ondernemingen van ondanks dat de acceptatiecriteria licht zijn aangescherpt (CEP). De meest recente cijfers van kredietverlening aan het mkb laten zien dat de kredietverlening daar nog altijd afneemt, zie Figuur 3.9. Naast een aanhoudende lage kredietvraag en een aanscherping van kredietvoorwaarden wordt deze daling mede veroorzaakt doordat de solvabiliteit bij een deel van de mkb bedrijven op een lager niveau ligt dan voor de crisis. Deze bedrijven hebben vooral baat bij een versterking van de eigen vermogenspositie. Het lastige parket waar deze ondernemingen zich in bevinden wordt ook gereflecteerd in het aantal problemleningen bij mkb-kredietverlening. Sinds de recessie is het aandeel problemleningen flink toegenomen. Het goede nieuws is dat het aandeel zich sinds het laatste kwartaal van 2014 stabiliseert.

**Figuur 3.9** Ontwikkeling kredietverlening aan het mkb door de drie grootbanken

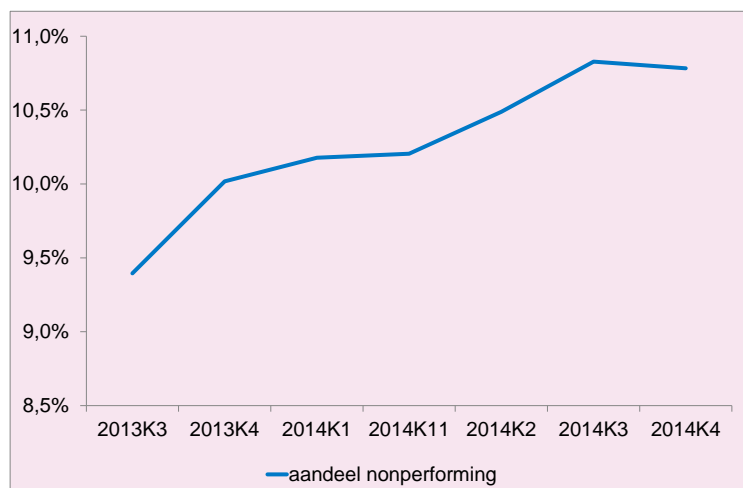


Bron: [DNB](#).

<sup>49</sup> Zie Beers, N. van, R. Mocking en S. van Veldhuizen (2015), [Afgenomen kredietverlening en de groei van het Nederlandse mkb](#), ESB, 100 (4703), pp. 74-77.

<sup>50</sup> Zie DNB ([link](#)).

**Figuur 3.10 Aandeel niet-presterende leningen in mkb-kredietportefeuille Nederlandse grootbanken**



Bron: [DNB](#).

Marktcijfers suggereren daarentegen dat de vooruitzichten voor een deel van het mkb komend jaar zal verbeteren. Zo blijkt de trend van dalende aantal kredietaanvragen in het laatste kwartaal van vorig jaar te zijn doorbroken.<sup>51</sup> Andere marktcijfers suggereren dat ondernemers positiever lijken over de financiële positie van hun bedrijf. Ongeveer 40 procent verwacht een betere financiële positie in de komende twaalf maanden, terwijl de helft voorspelt dat de positie gelijk blijft.<sup>52</sup>

Om de sterke afhankelijkheid van bankfinanciering te verminderen, ontwikkelen beleidsmakers alternatieve financieringsmogelijkheden. Zowel de groei als de benutting van deze alternatieve financieringsmogelijkheden zijn echter laag. Het blijven hiermee niche markten.<sup>53</sup> Banken spelen in Nederland en in de rest van Europa een veel grotere rol bij de financiering van het mkb dan marktfinanciering.<sup>54</sup> Dat dit ook anders kan, blijkt uit de situatie in de VS. Verdere ontwikkeling van een bredere kredietmarkt in Europa, zoals in de VS, zal een verbetering vergen van de vermogenspositie van het Europese, en ook het Nederlandse, mkb. Ook het verbeteren van de beschikbaarheid van bedrijfsinformatie, bijvoorbeeld via een kredietregister, kan bijdragen aan een bredere kredietmarkt. De gemiddelde verhouding tussen het eigen vermogen en de totale bezittingen is in Europa ongeveer de helft van de verhouding in de VS.<sup>55</sup> Het opbouwen van meer eigen vermogen kost tijd. Hoeveel tijd is lastig te zeggen, omdat in Europa en Nederland de omvang van het vreemd vermogen ook bepaald wordt door de fiscaliteit. Ruwe schattingen op basis

<sup>51</sup> Zie [dit bericht](#) van ANB AMRO.

<sup>52</sup> ING Ondernemersbericht: MKB optimistischer over het ondernemersklimaat ([link](#)).

<sup>53</sup> Zie Treur, L. en Th. Smid (2015), [Alternatieve financiering voor het MKB: een update](#), Themabericht Rabobank.

<sup>54</sup> Overigens is Nederland sterker marktgeoriënteerd dan andere Europese landen, als je bijvoorbeeld kijkt naar venture capital, private equity of beursgenoteerde aandelen. Zie Bijlsma, M. en Zwart, G.J. (2013), [The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan](#), Working Paper 774, Bruegel.

<sup>55</sup> Sebnem Kalemli-Ozcan, Bent Sorensen, Sevcin Yesiltas, Leverage across firms, banks, and countries, *Journal of International Economics*, 88 (2012) 284-298.

van historische data voor Nederland laten zien dat een overgang naar een situatie waarin kleinere bedrijven een vergelijkbare hoeveelheid eigen vermogen aanhouden als hun Amerikaanse evenknieën minstens tien jaar kost.<sup>56</sup>

## 4 Ontwikkeling van de pensioen- en verzekeringssector

De vooruitzichten van verzekeraars en pensioenfondsen zijn, door een combinatie van ontwikkelingen, ongunstig. Vooral de lage rente ondermijnt de vermogenspositie van pensioenfondsen en levensverzekeraars. Bij die laatste groep speelt ook onzekerheid over de afwikkeling van woekerpolissen.

### Funcities van de sector

De stabiliteit van verzekeraars en pensioenfondsen is in eerste instantie van belang omdat zij een grote rol spelen bij het opbouwen van vermogen, het afdekken van risico's van huishoudens en het spreiden van schokken (in aandelenkoersen, inflatie, rente en levensverwachting) voor de consumptie over de tijd.<sup>57</sup> Nederlandse huishoudens hebben internationaal gezien lange balansen, onder andere als gevolg van een groot pensioenvermogen. Dit maakt Nederlandse huishoudens relatief gevoelig voor vermogensschokken.<sup>58</sup> Als pensioenfondsen zich genoodzaakt zien om aanspraken te bevriezen of te verlagen, of om premies te verhogen, zoals in het verleden is gebeurd, heeft dit mogelijk gevolgen voor de consumptieve bestedingen van huishoudens en de concurrentiepositie van bedrijven. Een bevroering van uitkeringen raakt huidige en toekomstige pensioengerechtigden en ook een verhoging van de premie door pensioenfondsen of verzekeraars drukt consumptieve bestedingen. Bovendien stijgen de arbeidskosten als premies voor werkgevers worden verhoogd, wat onze bedrijven minder concurrerend maakt<sup>59</sup>.

Afgeleid van de bovengenoemde welvaart verhogende kernfunctie, treden verzekeraars en pensioenfondsen op als institutionele beleggers. Zij zijn daarmee grote spelers op de financiële markten geworden; verzekeraars beheren wereldwijd één derde van de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers.<sup>60</sup> De activa van de pensioenfondsen en verzekeraars tezamen hebben in de eurozone een waarde van ongeveer 90 procent van het eurozone-bbp in 2014. In Nederland is deze sector, als

---

<sup>56</sup> Tussen 2000 en 2009 steeg de gemiddelde solvabiliteit van het Nederlandse mkb met ongeveer vijf procentpunt, wat overeenkomt met een stijging van het eigen vermogen van 15 procent (van Beers et al, 2014b, van Beers et al, 2015), ruwweg 1,5 procentpunt per jaar. Een overgang naar een meer mark gefinancierd systeem, waarin kleinere bedrijven een hoeveelheid eigen vermogen aanhouden die vergelijkbaar is met het niveau van Amerikaanse bedrijven, kost dus zeker tien jaar.

<sup>57</sup> Zie CPB, [Pensioen in discussie](#), CPB Policy Brief, 2014-06.

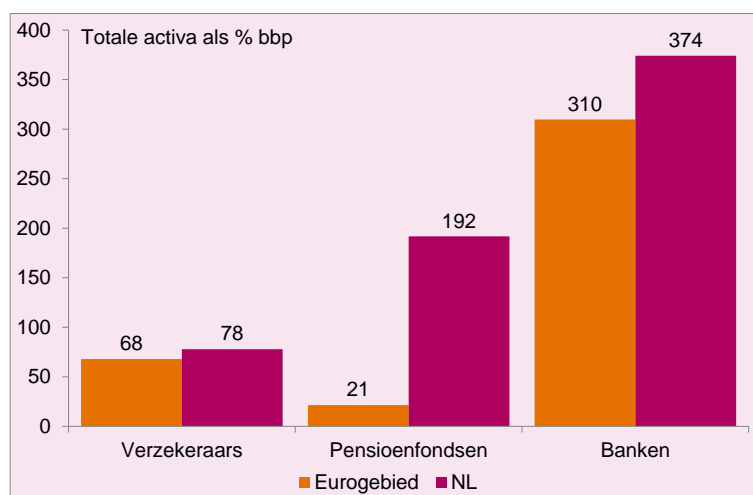
<sup>58</sup> Zie CPB, [Vermogensschokken en consumptie in Nederland](#), CPB Achtergronddocument, 18-03-2014

<sup>59</sup> Zie DNB, [Position paper DNB ten behoeve van de nationale pensioendialoog](#), 15-01-2015.

<sup>60</sup> Zie DNB, [Insurance companies' trading behavior during the European sovereign debt crisis: Flight home or flight to quality?](#), Working Paper, 2015-468.

gevolg van de grote omvang van het pensioenfondssysteem, relatief groot, met een balanswaarde van bijna 270 procent van het bbp. Ter vergelijking: bankbalansen in Nederland en het eurogebied vertegenwoordigen respectievelijk omstreeks 374 procent en 310 procent van het bbp, zie Figuur 4.1.

**Figuur 4.1** Totale activa uitgedrukt in percentage van het bbp in 2014



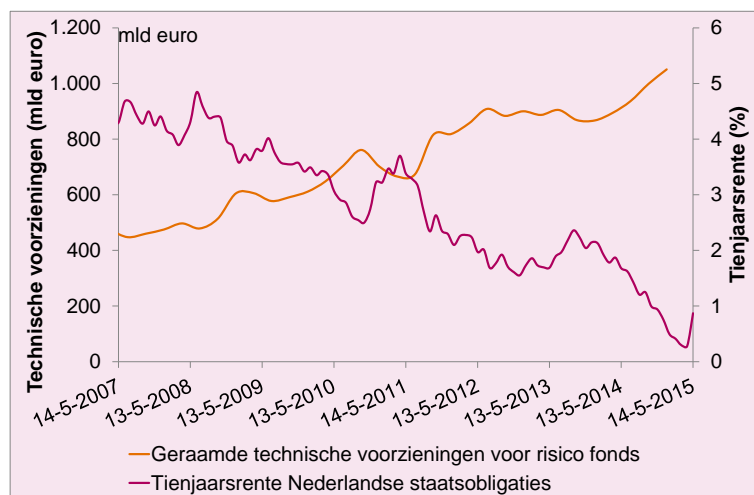
Bron: [ECB](#) en [Eurostat](#), CPB.

### Langdurig lage rente

De langdurig lage rente schept ongunstige omstandigheden voor verzekeraars en pensioenfondsen. De rente heeft invloed op zowel de activazijde (beleggingen) als de passivazijde (uitkeringen) van de balans. Enerzijds trekt een lage rente een zware wissel op deze instellingen doordat de verplichtingen zwaarder wegen; de marktwaarde van de verplichtingen aan polishouders of deelnemers stijgt snel, doordat de verplichtingen tegen een lagere disconteringsvoet worden gewaardeerd. Figuur 4.2 illustreert dit aan de hand van de ontwikkeling van de technische voorzieningen<sup>61</sup> van pensioenfondsen en de 10-jaarsrente op Nederlandse staatsobligaties.

<sup>61</sup> Technische voorzieningen zijn gelijk aan het bedrag dat op balansdatum moet worden aangehouden om alle bestaande verplichtingen aan polishouders af te kunnen wikkelen ([Rapport Commissie Verzekeraars](#) p. 27).

**Figuur 4.2 Technische voorzieningen en 10-jaars rente op Nederlands staatspapier bewegen tegengesteld**



Bron: [DNB](#).

Anderzijds profiteren de vastrentende beleggingen, zoals staatsobligaties, van een waardestijging doordat een lage rente de prijs opdrijft. Zo is de obligatieportefeuille van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds in 2014 28 procent meer waard geworden.<sup>62</sup> Onder invloed van de dalende marktrente zette deze ontwikkeling zich voort in 2015.

De lage rente pakt uiteindelijk negatief uit voor de solvabiliteitsposities en dekkingsgraden van verzekeraars en pensioenfondsen. Dit komt doordat zij te maken hebben met een negatieve 'duration gap' – de looptijd van de verplichtingen overstijgt de looptijd van de bezittingen. In die situatie is er sprake van een 'reinvestment risk': de nieuwe beleggingen behalen een lager rendement dan beleggingen deden in de tijd waarin de verplichtingen zijn aangegaan.<sup>63</sup> Als dit risico niet volledig is afgedekt, leidt een daling van de rente tot een verlaging van de solvabiliteit en de dekkingsgraad.

Tot slot geeft een verzwakte kapitaalpositie mogelijk prikkels tot procyclische investeringen of een zogenaamde 'gambling on resurrection'.<sup>64</sup> Het eerste risico treedt op als de fondsen zich willen indekken tegen een verdere verlaging van de rente en om die reden meer obligaties kopen. In theorie zou een massale verandering van de beleggingsstrategie tot een daling van het rendement op obligaties kunnen leiden, wat de dekkingsgraad weer negatief beïnvloedt. Het tweede risico ontstaat als verzekeraars en pensioenfondsen, onder druk van een verslechterde

<sup>62</sup> Zie [dit](#) bericht.

<sup>63</sup> Zie OECD, [The Economic Impact of Protracted Low Interest Rates on Pension Funds and Insurance Companies](#), 2011-15(1).

<sup>64</sup> Zie OECD publicatie en BoE, [Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds: A Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group](#), 2014-07

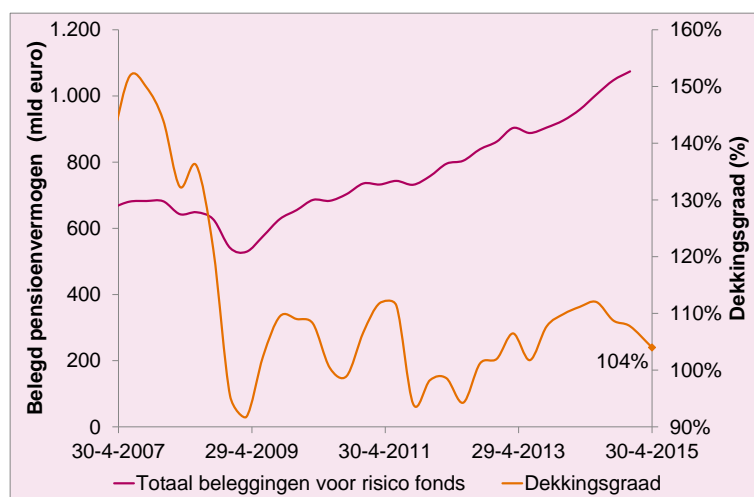


solvabiliteitspositie, de verleiding van hoger renderende en dus meer risicovolle beleggingen niet kunnen weerstaan. We spreken dan van het gevaar van ‘gambling on resurrection’.

### Pensioenfondsen

Een verlaging van de rente werkt ruwweg voor de helft door in de dekkingsgraad, doordat pensioenfondsen volgens DNB<sup>65</sup> ongeveer de helft van het renterisico afdekken. Figuur 4.3 laat zien dat de actuele dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen onder invloed van de langdurige lage rente afneemt tot 104 procent eind april, ondanks dat het pensioenvermogen hoger is dan ooit tevoren.<sup>66</sup>

**Figuur 4.3 Dekkingsgraad daalt ondanks dat pensioenvermogen (in miljarden euro's) toeneemt**



Bron: [DNB](#).

Eind april nam de rente sterk toe, waardoor de pensioenverplichtingen in die maand afnamen, net als de waarde van de obligatieportefeuille<sup>67</sup>. Door tegenvallende berichten over de Amerikaanse economie zagen de fondsen ook de waarden van hun aandelenportefeuille dalen. De totale beleggingsportefeuille nam in april met gemiddeld 3,2 procent net iets minder af dan de pensioenverplichtingen, wat een licht positief effect heeft op de dekkingsgraad.<sup>68</sup>

Verder worden de dekkingsgraad, pensioenpremie, het beleggingsbeleid en het indexatie- en kortingenbeleid ook beïnvloed door de invoering van het nieuwe Financiële Toetsingskader (nFTK) op 1 januari 2015. Vanaf deze datum wordt niet langer naar de actuele dekkingsgraad van de fondsen gekeken, maar naar de gemiddelde dekkingsgraad over de laatste twaalf maanden, de beleidsdekkingsgraad.

<sup>65</sup> DNBulletin: Pensioensector dekt de helft van het renterisico af, september 2013.

<sup>66</sup> Zie [dit](#) bericht.

<sup>67</sup> Pensioenverplichtingen daalden met 3,4 procent, de waarde van de obligatieportefeuille steeg met 4,7 procent ([AON Hewitt](#)).

<sup>68</sup> Zie [dit](#) bericht.

Die komt per eind april 2015 gemiddeld uit op 108 procent, 2 procentpunt onder de nieuwe indexatiegrens, maar boven de minimaal vereiste dekkingsgraad van 104,3 procent.<sup>69</sup> Het risico dat fondsen in de nabije toekomst de uitkeringen moeten korten, is mede door dit dempende effect van het nFTK daarom klein.<sup>70</sup> Tegenover een lagere kans op korten, staat dat pensioenen onder het nFTK ook minder snel geïndexeerd kunnen worden. Hieraan worden namelijk strengere eisen gesteld<sup>71</sup>. De gemiddelde indexatie bedraagt daarom in 2015 slechts 0,07 procent en naar verwachting 0,05 procent in 2016. Gepensioneerden ondervinden hiervan overigens geen grote effecten doordat de inflatie eveneens laag is. Strengere eisen van het nFTK beïnvloeden tot slot ook de hoogte van de pensioenpremies. Het partiële effect wordt geschat op 5 procent en valt met name in 2015. Het effect van de lage rente op pensioenpremies wordt minstens zo belangrijk geacht.<sup>72</sup>

Als de rente verder daalt of een lange tijd laag blijft, zal na verloop van tijd ook de beleidsdekkingsgraad dalen. Op die manier is het mogelijk dat pensioenfondsen op termijn in onderdekking komen, wat gevolgen heeft voor zowel de pensioenuitkeringen als de -premies. AON Hewitt voorspelde begin januari dat de beleidsdekkingsgraad in de loop van 2015 richting 103 procent zou gaan. Maar de rente laat zich niet makkelijk voorspellen. In april steeg de rente sterk, hoewel onvoldoende om de dekkingsgraad van het gemiddelde fonds boven de indexatiegrens te tillen. Het opkoopprogramma van de ECB vormt een risico voor pensioenfondsen en verzekeraars doordat de rente onder invloed van dit programma mogelijk nog een tijd lang laag blijft.

De mogelijkheden om schokken op te vangen via de premies, neemt tot slot af. Dit hangt samen met de sterke groei van de pensioenverplichtingen in verhouding tot de jaarlijkse premiebasis, de loonsom als gevolg van de vergrijzing, de rijping van de pensioenfondsen en ook de toegenomen flexibiliteit op de arbeidsmarkt. De pensioenen zijn daardoor meer afhankelijk geworden van de beleggingsresultaten.<sup>73</sup> De lage rente stelt de pensioenfondsen dus voor lastige vragen, zoals in welke categorieën zij op dit moment het meest veilig kunnen beleggen en in welke mate het risico op een langdurig lage rente moet worden afgedekt.

## Verzekeraars

Uit de Europese stresstest voor verzekeraars van het afgelopen najaar blijkt dat een langdurig lage rente een grote impact heeft op solvabiliteitsposities van verzekeraars. Het voorlopige Solvency-II toezichtkader dat vanaf 2016 zal gelden, vormde het

---

<sup>69</sup> Zie [dit](#) bericht.

<sup>70</sup> Kortingen zijn nodig als i) verwacht wordt dat het vereiste eigen vermogen (VEV) niet binnen tien jaar wordt bereikt, of ii) als de beleidsdekkingsgraad gedurende 5 achtereenvolgende jaren lager is dan het wettelijk vereiste minimum.

<sup>71</sup> Per 1 januari 2015 ligt de indexatiegrens op 110 procent, 2 procentpunt boven de gemiddelde beleidsdekkingsgraad ([link](#)).

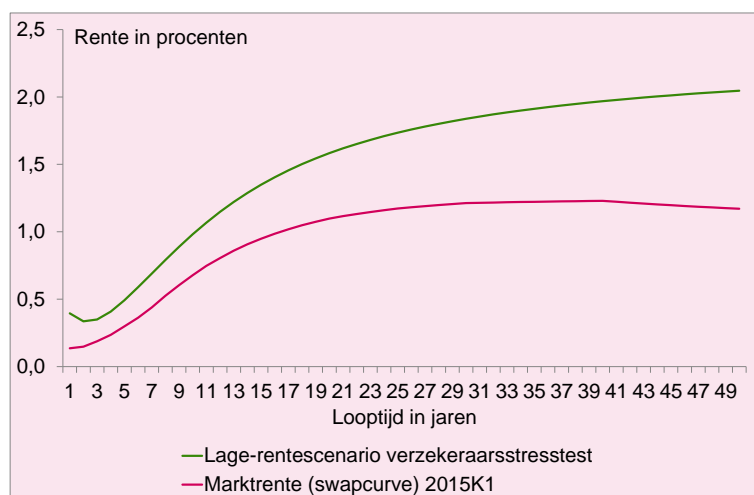
<sup>72</sup> Zie CPB, [Centraal Economisch Plan 2015](#).

<sup>73</sup> Zie CPB (2014), [Pensioen in discussie](#), CPB Policy Brief, 2014-06.

uitgangspunt van de stresstest, waaraan verzekeraars op vrijwillige basis deelnamen. In het baseline scenario van de stresstest, het stressarme scenario, staat 16 procent van de deelnemende Europese verzekeraars in onderdekking. Twee landen, te weten Portugal en Griekenland, staan op basis van een gemiddelde solvabiliteit van de deelnemende verzekeraars, in onderdekking in dit stressarme scenario. Nederland doet het, op basis van de vrijwillig deelnemende verzekeraars, een stuk beter en beschikt gemiddeld over voldoende kapitaal. We behoren daarmee in dit scenario tot de Europese middenklasse. Het aandeel verzekeraars dat niet aan de nieuwe solvabiliteitseisen kan voldoen, neemt toe op het moment dat de rente langdurig laag is, zo blijkt uit een stressscenario.

In het lage rente-scenario van de stresstest komt 24 procent van de deelnemende Europese verzekeraars<sup>74</sup> in onderdekking, en ook daalt het eigen vermogen van de deelnemende Nederlandse verzekeraars met gemiddeld 10 procent. Dat verzekeraars hun solvabiliteitsposities zien achteruitgaan in dit stressscenario, komt doordat ook verzekeraars te maken hebben met een negatieve 'duration gap' (verplichtingen hebben een langere looptijd dan bezittingen). De gemiddelde waarde van de Nederlandse bezittingen stijgt in het lage rente-scenario met omstreeks 10 procent, maar de waarde verplichtingen sterker stijgt sterker. In Nederland hebben we te maken met een iets grotere mismatch dan het Europese gemiddelde.<sup>75</sup> Dit komt mede doordat wij veel en langdurig sparen via verzekeraars. Vergeleken met andere lidstaten die eveneens langdurig sparen via verzekeraars, dekken Nederlandse verzekeraars wel een groot deel van het renterisico af.

**Figuur 4.4 Huidige rentecurve lager dan in stresstest verzekeraars**



Bron: DNB.

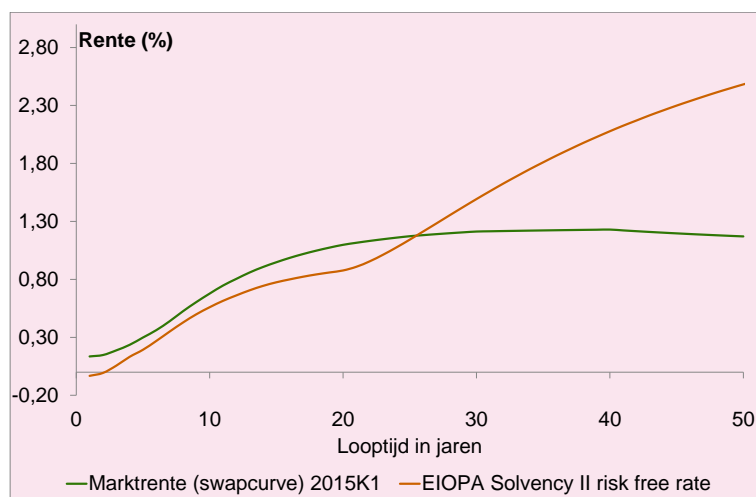
<sup>74</sup> Dit percentage is niet uitgesplitst naar verschillende landen ([EIOPA 2014](#)).

<sup>75</sup> Zie [EIOPA 2014](#).

Het lage rente stressscenario dat werd gebruikt voor de stresstest is inmiddels ingehaald door de realiteit. Zie Figuur 4.4 voor een vergelijking van het stressscenario met de actuele marktrente.

DNB waarschuwt bovendien dat de waarderingssystematiek van pensioenfondsen en verzekeraars, vanwege het gebruik van de Ultimate Forward Rate (UFR), steeds minder aansluit bij de geobserveerde marktrente. Met de introductie van de UFR in 2012, geschied waardering voor lange looptijden in feite niet op basis van de marktrente zoals hierboven geplot, maar op basis van een lange termijn verwachte rente. Zie Figuur 4.5 voor het verschil tussen de marktrente en rentetermijnstructuur gebaseerd op de UFR.

**Figuur 4.5 Voor lange looptijden ligt rente op basis van UFR hoger dan de marktrente**



Bron: EIOPA.

Het verschil tussen de UFR-curve en de geobserveerde marktrente wordt aldus DNB steeds groter, wat tot onrealistische waarderingsresultaten kan leiden. Dit draagt het risico in zich van te hoge verwachtingen, onrealistische beloftes en verstoorde prikkels (DNB OFS 2015).

Net als het nFTK voor pensioenfondsen, heeft ook Solvency II mogelijke bijeffecten. Een belangrijk verschil met het huidige Europese solvabiliteitsregime, is dat verzekeraars de balans op marktwaarde<sup>76</sup> moeten waarderen, tegen een rente die vanaf looptijden van 21 jaar naar de UFR convergeert. Tevens nieuw onder Solvency II, is dat de solvabiliteitseisen afhankelijk zijn van het risicoprofiel van een verzekeraar. Onder Solvency I waren de kapitaalseisen nog gebaseerd op de hoogte van de verplichtingen aan polishouders en onafhankelijk van beleggingsrisico's.<sup>77</sup> Het risico bestaat dat de combinatie van marktwaardering en risico gewogen kapitaalseisen van Solvency II prikkels geven tot procyclisch investeringsgedrag en

<sup>76</sup> Dit is de prijs die een marktpartij zou willen betalen voor het overnemen van de activa of passiva.

<sup>77</sup> Zie [Rapport Commissie Verzekeraars](#) p. 43-49.

dat zij marktvolatiliteit vergroten. Verzekeraars worden namelijk gedwongen tot het verstevigen van solvabiliteitsposities juist op het moment dat de markten zwak zijn.<sup>78</sup> Het toezichtkader voorziet wel in verschillende mogelijkheden om dit investeringsgedrag tegen te gaan, zoals matching- en volatiteits-adjustments en een verlengde hersteltermijn.<sup>79</sup>

In tegenstelling tot verschillende andere landen<sup>80</sup> hanteert Nederland al sinds de invoering van het Wft in 2007 marktwaarderingsregels (in lijn met Solvency II) voor levensverzekeraars. Ook blijkt uit onderzoek<sup>81</sup> dat Nederlandse verzekeraars zonder dat zij hiertoe door het Solvency I toezichtkader worden verplicht, wel degelijk risico gewogen kapitaalseisen hanteren. Zij doen dit mogelijk op verzoek van aandeelhouders of kredietbeoordelaars of doordat zij reeds anticiperen op het Solvency II toezichtskader. De impact van Solvency II op de waarderingsystematiek van verzekeraars lijkt voor Nederland daarom beperkt.

### **Toekomst levensverzekeraars ongunstig**

Afgezien van de lage renteontwikkeling, aangescherpte toezicht eisen en verslechterde rendementen op investeringen, staat de verzekeringssector nog voor andere uitdagingen. Polissen bij verzekeraars bieden de polishouders veelal veel zekerheid, in de vorm van nominale of zelfs rendementsgaranties, waardoor uitkeringen doorgaans niet naar beneden kunnen worden bijgesteld.

Levensverzekeraars zien bovendien een onzekere toekomst tegemoet vanwege een afkalvende levensmarkt. Sinds de overheid in 2008 besloot tot uitbreiding van fiscale faciliteiten voor vermogensopbouw bij banken, is de verkoop van die producten door levensverzekeraars fors gedaald, zie Figuur 4.6.

---

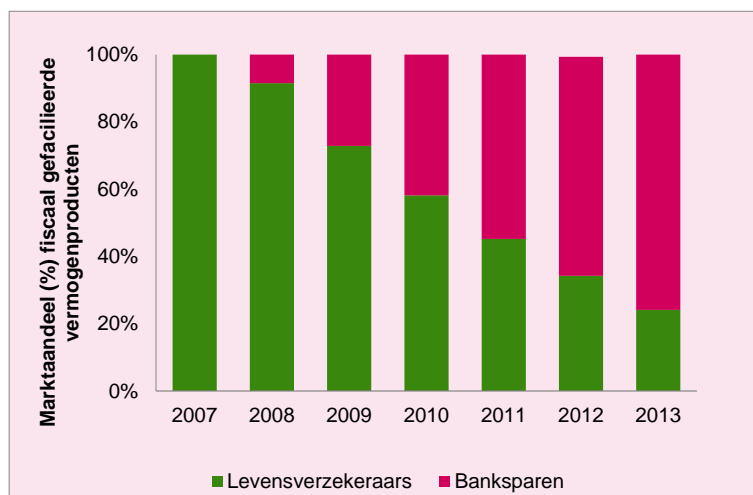
<sup>78</sup> BoE, [Procyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds: A Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group](#), 2014-07

<sup>79</sup> Voor uitleg, zie [Rapport Commissie Verzekeraars](#) p. 49.

<sup>80</sup> Duitsland gebruikte eerder geen marktwaardering. Het Verenigd Koninkrijk, Denemarken en Zweden doen dit net als Nederland wel al.

<sup>81</sup> De Haan en Kakes (2010, in [DNB 2015](#) p. 7-8)

**Figuur 4.6 Steeds groter aandeel van banksparen in de verkoop fiscaal gefacilieerde vermogensproducten (aandeel op basis van verkoopbedragen)**



Bron: DNB.

Ook onder invloed van een versobering van fiscale faciliteiten en de negatieve media-aandacht rondom beleggingsverzekeringen (zogenaamde woekerpolissen), zien levensverzekeraars hun premie-volumes sinds 2006 dalen.<sup>82</sup> Het premievolume in de leven- en schademarkten daalde van 38 miljard euro in 2008 naar 30 miljard euro in 2013. De levenssector neemt het grootste deel van die daling voor haar rekening. Hoewel de omzet in de schademarkt is gestabiliseerd na een forse groei in de periode 1995-2005, wordt toch ook hier een krimp verwacht omdat de consument bewuster met zijn geld om gaat.<sup>83</sup> In de periode die aan de daling voorafging, namen de premie-inkomsten van levensverzekeraars gestaag toe door een combinatie van voordelig fiscaal beleid, hoge rendementen en perverse prikkels bij tussenpersonen, die een beloning ontvingen op provisiebasis.

Nu het verdienmodel van, met name levensverzekeraars, zo stevig onder druk staat, is schaalvergroting noodzakelijk, maar onder meer legacy-systemen<sup>84</sup> staan dit in de weg. De krimpende omzet van levensverzekeraars gaat niet gepaard met een evenredige daling van kosten.<sup>85</sup> Om te kunnen blijven voldoen aan hun verplichtingen aan polishouders zullen voor levensverzekeraars kostenbesparingen noodzakelijk zijn om een solide toekomstperspectief te behouden. Ook de toezichthouder op de verzekeringssector, De Nederlandsche Bank, waarschuwde hiervoor in het najaar van 2014.<sup>86</sup> Kostenbesparingen kunnen worden bereikt door consolidatie. Met het samenvoegen van portefeuilles kunnen diversificatievoordelen worden behaald en kosten verminderd. De grote operationele complexiteit en een veelheid aan legacy-

<sup>82</sup> Zie [Rapport Oliver Wyman voor Commissie Verzekeraars](#) p. 9-11, 5-3-2015.

<sup>83</sup> Zie [Rapport Commissie Verzekeraars](#) p. 31.

<sup>84</sup> Oude of verouderde IT systemen.

<sup>85</sup> Rapport Commissie Verzekeraars en Rapport Oliver Wyman.

<sup>86</sup> DNBulletin, [Toekomstbestendigheid levensverzekeraars onder de loep](#), 26-11-2014.

systemen bij levensverzekeraars<sup>87</sup> maken het realiseren van deze voordelen echter onzeker. Consolidatie kan verder in de weg worden gestaan door de huidige en toekomstige waarderingssystematiek. Zoals gezegd lopen de marktrente en de UFR volgens DNB steeds verder uit elkaar. Dit maakt de marktwaarde van partijen minder inzichtelijk, wat overnames bemoeilijkt.

Ook de schaduw die de woekerpolisaffaire over de levenssector werpt, staat consolidatie en herstructurering in de weg. Vanwege de onzekerheid over nieuwe claims, en onzekerheid over de omvang van de compensaties horende bij bestaande claims, wordt de onzekerheid over de waardering van de verschillende Nederlandse verzekeraars vergroot. Het kader 'Afwikkeling woekerpolissen' gaat dieper in op de mogelijke omvang van de compensatie van de woekerpolissen en de onzekerheid die daarmee gepaard gaat. Naast de problematiek van legacy-systemen staat ook dit herstel en herstructurering van de sector in de weg. Niet alleen gedupeerden van beleggingsverzekeringen met een woekerpolisclaim worden hierdoor geraakt, maar ook de bezitters van beleggingsverzekeringen zonder woekerpolisclaim bij dezelfde verzekeraar. Immers, bij omvangrijke toegekende claims kunnen andere polishouders ook geraakt worden omdat beide soorten polissen in dezelfde rechtspersoon zitten. Niet-beleggingsverzekeringen omvatten ongeveer 60% van de portefeuille op basis van premievolume. Dit is dus een omvangrijk belang, en ook vanuit deze optiek is het van belang dat woekerpolisaffaire wordt opgelost.

Hoewel een sector brede regeling nog niet tot stand is gekomen, blijkt een deel van de claimrisico's te verzekeren. De commissie verzekeraars rapporteert dat een deel van de claimrisico's van beleggingsverzekeringen in de internationale herverzekeringmarkt te verzekeren zijn. Volgens de commissie is de bijbehorende premie door de sector te dragen, mits individuele levensverzekeraars zelf een gedeelte van de claimrisico's in beheer houden. Hier speelt mogelijk wel een probleem van averechtse selectie: tussen verzekeraars verschilt de noodzaak om te herverzekeren, waardoor vooral degenen die er het slechts voorstaan willen herverzekeren. Als het probleem van averechtse selectie kan worden opgelost, reduceert het verzekeren van de claimrisico's de onzekerheid over de waardering van levensverzekeraars, wat mogelijkheden schept voor fusies en overnames van levensverzekeraars. Hiermee kunnen levensverzekeraars hun bedrijfsmodellen toekomstbestendig maken en voldoen aan de langlopende verplichtingen aan polishouders.<sup>88</sup> Bij het oplossen van deze problemen verdient een ambitieuze aanpak de voorkeur boven voorzichtig incrementeel beleid.

---

<sup>87</sup> Rapport Commissie Verzekeraars en Rapport Oliver Wyman.

<sup>88</sup> Zie ook [dit](#) DNBulletin.

## Afwikkeling woekerpolissen

De problematiek van de beleggingsverzekeringen is complex en divers. Het gaat om meerdere aanbieders, vele product(soorten) en verschillende kenmerken van de beleggingsverzekeringen per jaargang. De problemen rondom beleggingsverzekeringen zijn dan ook divers, maar samengevat gaat het grofweg om in-transparantie van kosten, een te hoge kostenbelading, niet meer opbouwende polissen en overmatige verwachtingen over het te behalen rendement. Voor de eerste drie problemen is in 2008 naar aanleiding van de Aanbeveling van Ombudsman Financiële Dienstverlening een akkoord gesloten tussen verzekeraars en consumentenstichtingen ten behoeve van een compensatie voor de te veel betaalde kosten op einddatum van de beleggingsverzekering. De regelingen compenseren niet voor beleggingsverliezen en niet-gerealiseerde verwachte beleggingswinsten, omdat het achteraf lastig is een verantwoordelijk partij aan te wijzen voor de overmatige verwachtingen over de te behalen beleggingsrendementen. Ondanks deze maatregelen hangt het woekerpolisdossier nog altijd als een schaduw boven de sector.

De AFM schat het aantal beleggingsverzekeringen op circa zeven miljoen, welke zijn gekocht door ongeveer 2,5 miljoen mensen. Met deze aantallen ligt een massaschikking voor de hand, maar deze weg is tot op heden onbegaanbaar gebleken. Een belangrijke reden hiervoor is de diversiteit aan producten en gebreken die overblijven, wat het lastig maakt tot een uniforme regeling te komen. Een andere reden voor het uitblijven van een massaschikking, is dat een gezamenlijke regeling onder Nederlands recht ruimte laat voor een individuele polishouder of verzekeraar om alsnog via de rechter een andere regeling te bepleiten. Temeer omdat portefeuilles verschillen tussen verzekeraars, verschilt de noodzaak om te participeren in een gezamenlijke regeling. De woekerpolisaffaire vormt dus een negatieve externaliteit voor de sector als geheel, maar voor individuele verzekeraars verschilt de prikkel om deze via een uniforme regeling weg te werken.

Tot nu toe is er weinig geprocedeerd over schadevergoedingen bij beleggingsverzekeringen. Voor zowel consumenten, verzekeraars als toezichhouders brengt deze situatie dus onzekerheid met zich mee over (de omvang van) mogelijke toekomstige compensaties. Omdat ook onduidelijk is welke polishouders welke compensatie behoort te krijgen, is het lastig om algemene uitspraken te doen over de omvang van de gehele compensatie van alle woekerpolissen.

Over de orde van grootte van een algehele compensatie van beleggingsverzekeringen lopen de schattingen uiteen. Extrapoleren op basis van de collectieve compensatieregelingen die in 2008 zijn gesloten met de grote verzekeraars aan de hand van de [Wabeke norm](#) leidt tot een totale compensatie ongeveer 6 tot 8 miljard euro. Extrapoleren van getroffen voorzieningen bij VIVAT leiden tot een schatting van grofweg 5 miljard euro. Extrapoleren van eerdere schikkingen leidt tot bedragen tussen de 5 en 10 miljard euro. Omdat consumenten klaarblijkelijk geen genoegen nemen met een compensatie op basis van de Wabeke-norm, en op hogere compensatie hopen, bestaat het risico, voor verzekeraars, dat compensaties hoger zullen uitvallen. Het eigen vermogen van de Nederlandse levensverzekeringssector bedraagt iets meer dan 20 miljard euro (zie [DNB](#)).







Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau  
Van Stolkweg 14  
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag  
T (070) 3383 380

[info@cpb.nl](mailto:info@cpb.nl) | [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

Juni 2015