

BOS IN GEGARANDEERDE PROBLEMEN

TEKST: GERBEN HETTINGA (VALUE8)

ING spint goed garen bij de staatsgarantie van het miljardenrisico op de Alt-A-leningen. Maar de Europese Commissie is er nog steeds niet van overtuigd of die garantie wel geoorloofd was.

Dat ING een van de best presterende aandelen van dit jaar is, heeft het vooral te danken aan Wouter Bos. Op 26 januari 2009 maakte ING bekend dat de staat het risico op de 39 miljard dollar grote portefeuille aan Alt-A-leningen grotendeels overnam om zo het eigen vermogen van de bankverzekeraar boekhoudkundig op te krikken.

Alt-A-leningen zijn leningen met een risico tussen de giftige subprimeleningen en de hoger gewaardeerde primeleningen. Kenmerkend voor Alt-A-leningen is dat veel kredietaanvragers geen bewijs van inkomen konden of wilden overleggen. In de Verenigde Staten heten deze leningen ook wel 'liar loans'. Omdat beleggers deze leningen niet meer vertrouwden, moest de Nederlandse staat begin dit jaar wel ingrijpen om het geschonden vertrouwen in ING te herstellen. De staat garandeert dat 80 procent van de leningportefeuille een waarde van 90 procent van de nominale waarde behoudt. Per Nederlands huishouden wordt daarmee een bedrag van circa 4.000 dollar aan Amerikaanse hypotheekleningen gegarandeerd.

DE MARKT ZIET HET VERKEERD

Volgens Wouter Bos deed de marktwaarde van de portefeuille Alt-A-leningen geen

recht aan de economische realiteit. Zijn eigenlijke mededeling was dat de markt het verkeerd ziet: de leningen zijn volgens Bos eigenlijk veel meer waard dan de marktwaarde. In ruil voor de garantie ontvangt de staat per saldo een klein renteverschil op de Amerikaanse hypotheekleningen. Zolang de Amerikaanse huishoudens de komende dertig à veertig jaar gewoon hun hypotheek betalen is er niets aan de hand en krijgt de staat zijn geld uiteindelijk wel weer terug met een leuk rendement. Er zou 75 procent kans zijn op een winst van 2 miljard dollar ('base case'), tegen een kans van slechts 25 procent op een verlies van 600 miljoen dollar ('stress case').

Een halfjaar later zijn de vooruitzichten dat Amerikanen hun hypotheekrente en -aflossingen netjes betalen verder verslechterd. Een van de belangrijkste indicatoren voor de huizenprijs is de werkloosheid en die ontwikkelt zich allerminst gunstig. De werkloosheid is in slechts een halfjaar tijd gestegen van 7,2 tot 9,4 procent. In juli daalde de werkloosheid licht, maar alleen doordat minder mensen een baan zochten. Met 9,4 procent zit de werkloosheid al op het 'stress case'-niveau van Wouter Bos. In de Verenigde Staten lopen hypotheekverstrekkers bovendien het risico dat de hypotheeknemer de sleutels

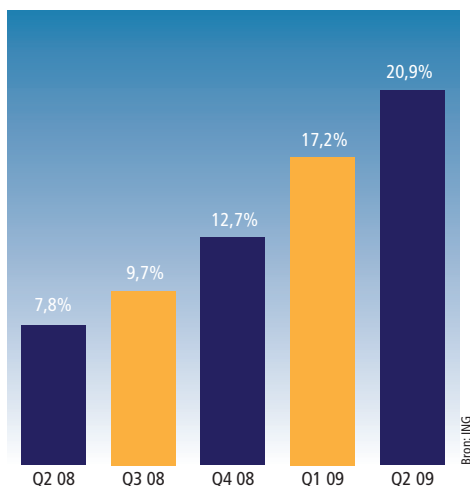
van het huis inlevert als zijn huis minder waard is dan de lening. De bank moet dan het onderpand met verlies verkopen terwijl de aanspraken op de hypotheeknemer zeer beperkt zijn.

WANBETALINGEN BLIJVEN OPLOPEN

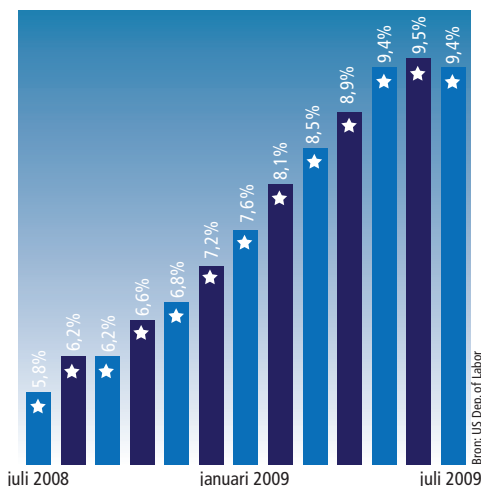
Ondertussen blijven de wanbetalingen op de Alt-A-leningen maar oplopen. Ten tijde van de deal met de staat kende de portefeuille nog 12,7 procent wanbetalingen, inmiddels is dit al opgelopen naar 20,9 procent. Daarnaast heeft 23 procent van de ING-leningen een zogenaamde 'Option ARM'. Dit zijn leningen met in de eerste jaren aantrekkelijke voorwaarden voor rente en aflossing. De komende drie jaren zullen de hypotheeknemers de volle rente en aflossing voor hun kiezen krijgen, waardoor de kans op wanbetaling verder zal toenemen. Tel daarbij op dat ING relatief veel leningen uit de zwaarst getroffen uitgiftejaren 2006 en 2007 in portefeuille heeft en het is duidelijk dat ING-aandeelhouders in hun nopjes mogen zijn met de gouden garantie van de staat.

Langzamerhand wordt duidelijk dat het nog niet zo vanzelfsprekend is dat de Nederlandse staat überhaupt iets aan de deal met ING gaat verdienen. Sterker nog, op dit moment ziet het er zeer somber uit. Volgens het halfjaarverslag van ING

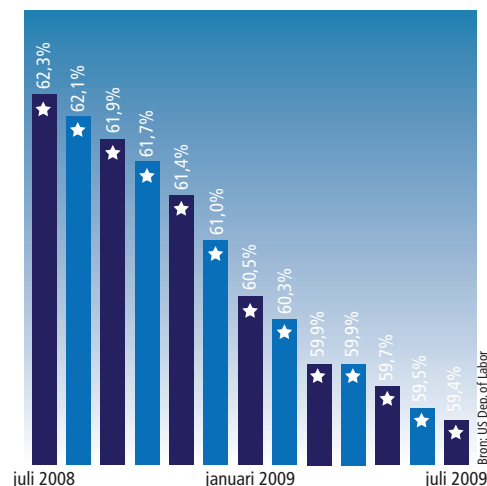
Wanbetalingen op Alt-A-portefeuille ING



VS: werkloosheidspercentage



VS: percentage werkenden



worden de Alt-A-leningen nog maar op 57 procent van de nominale waarde gewaardeerd. Dus als de gezamenlijke portefeuille van ING en de staat nu op de markt verkocht zou worden, zou deze nog maar 22,4 miljard dollar opbrengen, ruim onder de gegarandeerde waardering van 35 miljard dollar (90% van nominale waarde van 39 miljard dollar). Dit zou een strop voor Wouter Bos betekenen van liefst 10 miljard dollar, ofwel 80 procent van het prijsverschil. Maar omdat de leningen nog dertig à veertig jaar lopen, kan Wouter Bos het huidige verlies nog even voor zich uit schuiven. Bovendien heeft hij het geluk dat overheidsgaranties in de miljoenennota niet op marktwaarde gewaardeerd hoeven te worden.

TWIJFELS OVER WAARDERING

De Europese Commissie toetst onder leiding van Neelie Kroes alle staatsinterventies en dus heeft ook de Alt-A-constructie van ING Europese goedkeuring nodig. Omdat de toestemming uitbleef, stuurde de Nederlandse regering op 17 maart – acht weken na de transactie – een brandbrief naar Kroes. Uit de brief is af te leiden dat de regering samen met De Nederlandsche Bank verklaart dat zonder EU-goedkeuring vóór 31 maart ING en daarmee het hele Nederlandse financiële stelsel zou kunnen omvallen. Uiteindelijk verleende de Commissie op het allerlaatste moment – op 31 maart – haar voorlopige goedkeuring voor de transactie, zodat ING de jaarcijfers over 2008 niet neerwaarts hoefde aan te passen. Tegelijkertijd kondigde de Europese Commissie een nader onderzoek aan.

De Commissie is niet mals in haar voorlo-

pige oordeel over de staatssteun aan ING. De regels verplichten dat ING in principe de verliezen moet dragen tussen de gegarandeerde waarde en de werkelijke waarde op het moment van toekenning van de steun. De vraag is dus in hoeverre het garantiënniveau van 90 procent afwijkt van de werkelijke economische waarde. Bos verdedigt zich door te schermen met een waarderingsrapport van het bureau Dynamic Credit. Maar laat nu net de Europese Commissie “significante twijfels” hebben over de aannames achter deze waarderingsrapporten en daarmee de voorgespiegelde winst van 2 miljard dollar van Wouter Bos.

Zo vindt de Commissie onder meer de disconteringsvoet van 4,19 procent veel te laag, niet zozeer voor de kasstromen van de staat aan ING, maar wel voor de meer risico-

DE COMMISSIE IS NIET MALS IN HAAR VOORLOPIGE OORDEEL OVER DE STAATSSTEUN

volle kasstromen in omgekeerde richting, mede gezien de huidige rating van BBB/BB voor de hypotheekleningen. Elke kleine verandering in de disconteringsvoet heeft grote gevolgen voor de waardering. Ook de aannames voor de ontwikkeling van de Amerikaanse huizenprijzen brachten de Commissie aan het twijfelen. Wouter

Bos gaat uit van een stabiele huizenprijs in 2010 en een prijsstijging van liefst 5,8 procent in 2011 en alle jaren daarna. De Commissie heeft de Europese Centrale Bank de opdracht gegeven om de juistheid van de waardering te controleren.

De voorlopige goedkeuring loopt op 31 oktober af. Het meest aannemelijke scenario is dat de Commissie de transactie wel definitief goed zal keuren, maar dat ING jaarlijks aanzienlijk meer gaat betalen voor de staatsgarantie.

HERSTRUCTURERING NOG ONZEKER

Daarnaast loopt er ook nog een ander traject met de Europese Commissie. ING moet nog altijd goedkeuring krijgen voor het herstructureringsplan, waarmee de bankverzekeraar moet bewijzen op lange termijn levensvatbaar te zijn zonder staatssteun. ING heeft in dit kader reeds aangegeven voor 6 tot 8 miljard euro aan onderdelen te gaan verkopen. Bovendien verwacht ING voor dit jaar een kostenreductie van 1,3 miljard euro te realiseren.

ING loopt het risico dat de Europese Commissie de maatregelen niet genoeg vindt en hardere ingrepen voorschrijft. Bij Commerzbank eiste de Commissie dat de Duitse bank haar balanstotaal vrijwel zou halveren en bovendien drie jaar zou moeten afzien van overnames. Voor ING zou dit laatste niet zo'n probleem zijn, maar zo'n grote balansverkortening zou in de praktijk de verkoop van de verzekeringsactiviteiten en/of ING Direct betekenen.

ING-beleggers doen er goed aan om de berichtgeving rond de Europese Commissie nauwlettend te volgen. ■