

DNB tevreden over financiële stabiliteit

In september heeft DNB het jaarlijkse rapport 'Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland'¹ gepubliceerd. Hierin wordt een overzicht gegeven van de internationale economische ontwikkelingen en de risico's die deze meebrengen voor de stabiliteit van het financiële systeem. Dit Themabericht vat de belangrijkste ontwikkelingen samen en beschrijft de invloed hiervan op de stabiliteit van de bankensector. Er is speciale aandacht voor de actuele discussie rondom private equity. In hoeverre leidt de toename van deze investeringsvorm tot risico's voor de stabiliteit van het financiële systeem?

Internationale ontwikkelingen

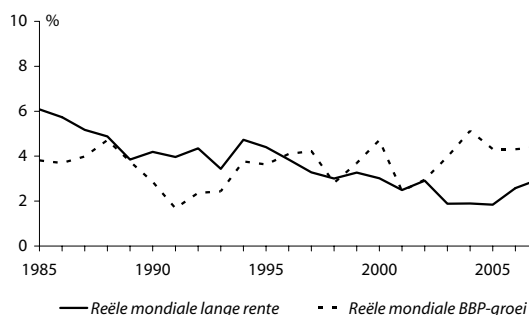
Internationaal gezien is sprake van een aantrekkende economische groei en geleidelijke stijging van de lange rentes. In 2005 lag de mondiale reële rente nog beneden de 2%, een historisch laagterecord. De hoge liquiditeit waarmee de lage lange rente gepaard ging deed investeerders steeds verder zoeken naar aantrekkelijke rendementen. Men verkende minder ontwikkelde onroerend goed- en aandelenmarkten, herontdekte de mogelijkheden van doorgaans volatiele grondstofprijzen en maakte volop gebruik van internationale renteversillen via zogenaamde 'currency carry trades'². Aanbieders van intransparantere beleggingsinstrumenten als hedge funds en private equity (zie verderop in dit Themabericht) hebben sterk van de zoektocht naar rendement geprofiteerd.

Omdat de sterke groei van de wereldeconomie en hoge olieprijs het prijsniveau onder druk zetten, is er inmiddels alweer enige tijd sprake van wereldwijde monetaire verkrapping. Door de verwachting van verder stijgende geldmarkttrentes, stijgt ook de lange rente op de kapitaalmarkt. Vanwege onzekerheid over de liquiditeitsontwikkeling verloopt de aanpassing op de financiële markten echter met horten en stoten.

¹ Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland, DNB, september 2006, te downloaden op www.dnb.nl

² Dit zijn risicovolle beleggingen waarbij de investeerder naast een positief renteverval speculeert op wisselkoersappreciatie.

Figuur 1: Ontwikkeling economische groei en rente



Bron: IMF World Economic Outlook 2006

Investeerders leken zich in het voorjaar van 2006 opeens weer te realiseren dat risico een prijs heeft, wat leidde tot een stevige prijscorrectie op financiële markten. Vooralsnog ziet DNB echter het einde van de 'zoektocht naar rendement' eerder leiden tot een ordelijke herallocatie naar 'veilig' papier dan een panieksituatie.

Ontwikkelingen bankensector

DNB beoordeelt de geleidelijk opgelopen kapitaalmarktrente en de aantrekkende economie als gunstig voor de winstontwikkeling van het Nederlandse bankwezen. Ondanks de krappere rentemarge als gevolg van de hevige concurrentie stegen niet alleen de rente-inkomsten, maar ook de overige inkomsten zoals de provisiebaten sterk in het eerste kwartaal van 2006. De solvabiliteitsratio van de banken ligt ruim boven de minimumeisen en de risicopremies blijven zich ontwikkelen op een laag niveau. Kortom, het gaat goed met de Nederlandse bankensector. Maar er zijn ook enkele aandachtspunten; één daarvan is de impact van Bazel II op de hypotheekportefeuilles van banken. Onder de nieuwe regels zouden de solvabiliteitseisen voor hypotheeklenamingen aanzienlijk lager kunnen uitkomen. Dit is geen probleem zolang de potentiële daling van aan te houden kapitaal een getrouwe reflectie is van de kredietrisico's. DNB wil er echter zeker van zijn dat verlaging van de solvabiliteitseisen niet voortvloeit uit te optimistische aannames van banken over te lopen risico's. Dit zou negatieve gevolgen kunnen hebben voor hun schokbestendigheid en leiden tot

een inefficiëntere allocatie van middelen en risico's, wat weer zijn weerslag heeft op de financiële positie van huishoudens. De Rabobank herkent de door DNB gesignaleerde risico's echter niet. Het langjarig gemiddelde verlies uit hoofde van het kredietrisico op de hypotheekportefeuille bedraagt enkele basispunten. De berekening van het aan te houden kapitaal gaat echter uit van iets hogere verliezen, aangezien de interne vermogensseis (Economic Capital) hoger ligt dan de externe Bazel II-eis. Van te optimistische aannames kan dan ook geen sprake zijn.

Scenario's financiële stabiliteit

Om de financiële stabiliteit te beoordelen, maakt DNB gebruik van scenario-analyse. Naast het basisscenario, met een gestaag groeiende kapitaalmarktrente, stabiele wisselkoersen en aantrekkende economische groei, heeft zij een 'malaise-scenario' bepaald. Hierin gaat DNB uit van economische stagnatie en dalende kapitaalmarktrentes. Daarnaast zijn berekeningen gemaakt met het 'mondiaal correctie-scenario', met een oplopende kapitaalmarktrente en een onordelijke correctie van de betalingsbalansonevenwichtigheden. In aanvulling hierop ontwikkelde DNB een extreme scenariovariant waarin een verdubbeling van de olieprijs de effecten van het 'correctie-scenario' op de dollarkoers en de kapitaalmarktrente versterkt. In dit extreme scenario wordt verondersteld dat de dollarkoers neerwaarts doorschiet en de kapitaalmarktrentes scherp oplopen. Hierdoor neemt het vertrouwen van beleggers af, wat leidt tot dalende aandelen- en huizenprijzen met als gevolg een wereldwijde zware recessie.

Tabel 1: Macro-effecten van scenario's

	Malaise	Mondiale correctie	Correctie extreem
BBP-volume	-1,1	-5,1	-5,8
Inflatie	-0,3	-1,5	-0,6
Korte rente (%) ¹	0,0	0,0	0,0
Lange rente (%) ¹	-1,3	1,3	1,8
Effectieve wisselkoers ²	0,1	4,8	4,8
Koersindex aandelen	-0,8	-17,9	-19,3
Huizenprijzen	-0,3	-13,1	-13,1

¹ absoluut verschil t.o.v. het basispad

² positief teken is appreciatie v.d. euro

Bron: berekeningen DNB o.b.v. MORCKMON en NIGEM

Impact scenario's op de banken

De recente economische ontwikkelingen zijn in lijn met het eerder genoemde basisscenario. Dit is gunstig voor de gehele financiële sector. In de hypothetische malaise- en mondiale correctiescenario's van DNB bestaan echter neerwaartse risico's voor het financiële stelsel. In het malaise-scenario zijn deze beperkt tot lagere rente-inkomsten als gevolg van dalende kredietvolumes en een vervlakkende rentecurve. In het mondiale-correctiescenario, echter, krijgen de banken te kampen met toenemende kredietrisico's en zullen als gevolg van het verslechterde beursklimaat de provisiebaten teruglopen. Dit is nog veel sterker het geval wanneer rekening wordt gehouden met een olieprijschok. Hoewel dit dreigend klinkt, blijkt dat banken voldoende buffers hebben om dergelijke schokken op te vangen. Hieruit kunnen wij concluderen dat zelfs het meest negatieve scenario geen desastreuze gevolgen heeft voor de financiële stabiliteit in Nederland.

Private equity

DNB besteedt in het rapport bijzondere aandacht aan de gevolgen van de toename in private equity voor de financiële stabiliteit. Private equity is een vorm van durfkapitaal en is de verzamelnaam voor aandelen of aandelengerelateerde beleggingen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Hierbinnen kunnen drie categorieën worden onderscheiden:

- *Venture Capital*: veelbelovende jonge bedrijven met innovatieve concepten die snel willen groeien om naar de beurs te kunnen;
- *Growth/Development Capital*: bestaande ondernemingen die groeikapitaal nodig hebben om zich verder te kunnen ontwikkelen;
- *Buy-outs*: bedrijven die van de beurs gehaald zijn en via private equity fondsen worden voorzien van kapitaal om te kunnen doorgroeien via fusies, overnames of reorganisaties.

De strategie van private equity fondsen is meestal het verkrijgen van een aanzienlijk belang, zodat ze de medezeggenschap over het bedrijf krijgen en de strategie en bestuurssamenstelling mede kunnen bepalen. Zo willen zij het waardegenererend vermogen van deze bedrijven verbeteren. Soms

gebeurt dit door het opsplitsen van de onderneming in delen die afzonderlijk meer waard zijn dan het geheel. Het uiteindelijke doel is veelal om op langere termijn (drie tot tien jaar) het belang met winst te verkopen. VendexKBB, VNU, PCM Uitgevers, de kabelnet-werken van Essent en Casema en de halfgeleiderdivisie van Philips zijn voorbeelden van bedrijven die in handen zijn gekomen van (al dan niet buitenlandse) private equity financiers.

De omvang van private equity investeringen groeit sterk. De totale omvang van het door Europese private equity fondsen beheerd vermogen is in 2005 bijna verdriedubbeld ten opzichte van 2004 tot EUR 72 mrd. In Nederland bedraagt het totaal beheerd vermogen ongeveer EUR 14 mrd³. DNB ziet duidelijk voordelen aan private equity voor de overgenomen bedrijven, zoals kostenreductie en verhoogde efficiency. Daarnaast heeft het een lage correlatie met traditionele beleggingen, wat gunstig is voor de stabiliteit van de aandelenmarkt. Het belangrijkste risico is volgens DNB dat de liquiditeit van de aandelenmarkten vermindert als gevolg van het verdwijnen van bedrijven van de beurs. Hierdoor zou de stabiliteit van de markten en de efficiënte allocatie van kapitaal in gevaar komen.

Verhitte discussie

Niet alleen DNB maakt zich zorgen over de snelle stijging van private equity beleggingen. In de media wordt al maanden een verhitte discussie gevoerd over de gevolgen hiervan voor de aandelenmarkt en de overgenomen bedrijven zelf. Termen als ‘flitskapitaal’ en ‘zwerfkapitalisme’ komen regelmatig voorbij. Minister Wijn van EZ deed er nog een schepje bovenop door te spreken van ‘sprinkhanen die een bedrijf kaalvreten’. Private equity huizen zouden alleen geïnteresseerd zijn in korte termijn winst en niet het belang van het bedrijf voor ogen hebben. Gezien de gemiddelde duur van deze beleggingen (3-10 jr) is dit argument pertinent onjuist. Private equity huizen nemen juist de tijd om te investeren in groei en verandering van strategie om van het bedrijf uiteindelijk weer een winstgevende,

bloeiende onderneming te maken. Het lijkt erop dat al het durfkapitaal op één hoop wordt gegooid en als negatief wordt bestempeld.

Private equity en hedge funds

Private equity wordt regelmatig in één adem genoemd met hedge funds. Het zijn echter wezenlijk andere beleggingsvormen. Hedge funds zijn besloten beleggingsfondsen die vaak met geleend geld het rendement op hun beleggingen proberen te vergroten. Hiervoor zijn legio strategieën bedacht, waarvan het zgn. aandeelhoudersactivisme de meest bekritiseerde is. Daarbij probeert men met een klein belang (<5%) in een ondergewaardeerd bedrijf een pact te sluiten met andere aandeelhouders en het bestuur te overwegen om te kiezen voor waardecreatie op korte termijn. De onderneming blijft ondertussen gewoon beursgenoteerd. Bij private equity investeringen gaat het veelal om grotere aandelenbelangen en een beduidend langere termijn. Het speculatieve karakter van hedge funds is bij private equity dan ook niet aanwezig. Daarnaast worden met name hedge funds gekenmerkt door een grote mate van intransparantie, zowel voor de belaagde ondernemingen als voor beleggers. Voor ondernemingen is het lastig vast te stellen hoeveel aandelen deze hedge funds vertegenwoordigen en dus te bepalen hoe groot hun invloed is. Voor beleggers is het vaak niet helder waarin deze speculatieve fondsen hun geld investeren. Een grotere mate van transparantie is dan ook gewenst.

De emoties blijken vooral hoog op te lopen in het geval van buitenlandse overnames. Er wordt veel gesproken over het verdwijnen van hoofdkantoren naar het buitenland – de ‘filialisering’ van Nederland als doembeeld. Maar zoals VNO-NCW-voorzitter Bernard Wientjes terecht opmerkte, is dit niet het gevolg van private equity investeringen. Een groot deel van de aandelen van grote Nederlandse bedrijven was al in buitenlandse handen, een logisch effect van de globalisering. Omgekeerd nemen ook Nederlandse bedrijven buitenlandse ondernemingen over. Of multinationals zich met hun hoofdkantoor hier willen blijven vestigen is afhankelijk van het vestigingsklimaat, niet van een toenemende groep actieve buitenlandse aandeelhouders.

³ De Nederlandse private equity markt in 2005, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, april 2006.

De rol van banken

Banken komen vooral in aanraking met private equity in het geval van een ‘leveraged buy-out’ (LBO). Hierbij wordt het belang voor een groot deel gefinancierd met vreemd vermogen, waarvoor banken de leningen verstrekken. Deze vorm is tegenwoordig erg populair vanwege de lage rente. DNB maakt zich zorgen over de invloed van de toenemende LBO’s op de financiële stabiliteit. Wanneer de schuldenlast van de overgenomen bedrijven stijgt, zijn zij kwetsbaarder voor een economische verslechtering. Zonder dit punt tegen te spreken, heeft dit in onze visie geen enorme consequenties. Bij LBO’s is voor de banken bijna sprake van risicoparticipatie, zodat zij een bedrijf niet laten vallen als deze in financieel zwaar weer terechtkomt.

Volgens DNB lopen ook banken een aantal risico’s, zoals bijvoorbeeld het kredietrisico over de LBO-leningen. Maar zij kunnen ook indirect geraakt worden wanneer bijvoorbeeld LBO-activiteiten zouden afnemen en daardoor provisie-inkomsten teruglopen. Een ander aandachtspunt dat door DNB wordt genoemd, is dat banken onderling hevig concurreren om LBO’s te mogen financieren. Hierdoor bestaat een spanningsveld tussen het adequaat beoordelen van de risico’s en het competitief prijzen van de leningen. DNB heeft echter nog te weinig inzicht in de vraag of deze risico’s een serieuze bedreiging vormen voor de banken en daarmee de financiële stabiliteit in het algemeen. Daarom heeft zij zich aangesloten bij een onderzoek van de ECB waarin wordt gekeken naar de betrokkenheid van het Europese bankwezen bij private equity. Hieruit moet duidelijk worden of participatie in private equity activiteiten voor banken tot bovenmatige risico’s kan leiden.

Wij ontkennen niet dat er voor banken risico’s zijn verbonden aan LBO’s. Het risicoprofiel van dergelijke uitzettingen wordt echter goed gemonitord door het actief beheer vanuit de financierende banken en de betrokken private equity investeerder en daarnaast de uitgebreide due diligence onderzoeken die voorafgaan aan dergelijke verstrekkingen. Dit leidt ertoe dat risico’s in beeld komen en worden

weggenomen. Tegenover het risicoprofiel staat dat de rendementen vele malen hoger kunnen zijn dan bij normale kredietverstrekking. De Rabobank houdt daarnaast al rekening met een hogere rente door van de over te nemen partijen te eisen dat zij zeer goede kasstroomvooruitzichten kunnen overleggen. Hierdoor komen deze niet in de problemen wanneer de rente plotseling stijgt. Ook heeft de concurrentiestrijd tussen banken om LBO-financieringen tot op heden nog geen gevolgen gehad voor de kwaliteit van de ‘leveraged finance’-portefeuille, die bij de Rabobank nog steeds uitstekend is. Desalniettemin is adequaat toezicht van wezenlijk belang om te waarborgen dat de zucht naar rendement altijd in balans blijft met de te lopen risico’s.

Tot besluit

Het gaat goed met de financiële stabiliteit in Nederland. Natuurlijk zijn er risico’s te benoemen, maar zelfs in het meest negatieve scenario is het Nederlandse bankwezen goed in staat deze schokken op te vangen. De hausse in private equity zorgt nu echter voor verhitte gemoederen. Met soms oneigenlijke argumenten proberen betrokkenen uit bedrijfsleven en politiek paal en perk te stellen aan deze investeringsvorm. DNB ziet zeker de voordelen in van private equity, maar maakt zich tegelijkertijd wèl zorgen over de risico’s die hiermee samenhangen, zowel voor bedrijven als voor de banken en daarmee het gehele financiële systeem. Het is naar onze mening absoluut belangrijk om deze risico’s goed in de gaten te houden, zeker met het oog op de stijgende rente. Daarbij moet echter niet worden vergeten dat tegenover hogere risico’s voor de banken ook beduidend hogere rendementen kunnen staan. Als banken de meest negatieve economische scenario’s aankunnen, moeten tegenvallende resultaten in private equity zeker geen probleem zijn.

oktober 2006

Inez Vereijken (030 - 2161343)
I.C.F.W.Vereijken@rn.rabobank.nl

Robin de Milliano (030 - 2162768)
R.Milliano@rn.rabobank.nl