



Position paper

Financiering Nederlandse woningmarkt onder druk

November 2011

De financiering van de hypotheekmarkt geschiedt voor een deel door middel van spaargeld. Voor het andere gedeelte zijn banken en verzekeraars grotendeels afhankelijk van de kapitaalmarkt. Een belangrijk deel van de hypotheekfinanciering vindt plaats door middel van securitisatie. De vraag naar Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) is als gevolg van de kredietcrisis in 2008 erg laag. De vraag is nu mede laag omdat investeerders anticiperen op aankomende regelgeving voor verzekeraars (Solvency II) en banken (Basel III). Door deze nieuwe regels wordt het beleggen in RMBS nog minder aantrekkelijk. Omdat er geen goede beleggingsalternatieven zijn, kan dit voor de consument uiteindelijk leiden tot hogere hypotheekrentetarieven.

Vooraf gedreven door de schade die het wereldwijde financiële systeem heeft opgelopen door beleggingen in (voornamelijk) Amerikaanse subprime securities, gelden er voor banken en verzekeraars (Basel III en Solvency II) disproportionele eisen voor beleggingen in RMBS, zelfs wanneer deze een AAA-status hebben. Dit maakt het voor financiële instellingen bijzonder nadelig om hierin te beleggen. Er wordt bovendien geen onderscheid gemaakt tussen RMBS van verschillende landen.

De Nederlandse verzekeraars zijn van mening dat Nederlandse RMBS belangrijke instrumenten zijn om de Nederlandse woningmarkt op gang te houden. Onder Solvency II dreigen verzekeraars voor beleggen in AAA Nederlandse RMBS-beleggingen onnodig veel extra kapitaal aan te moeten houden. Beleggen in RMBS moet niet leiden tot onnodig kapitaalbeslag aangezien de risico's op de Nederlandse markt beperkt zijn. Securitatie heeft een slecht imago door het verpakken en doorverkopen van zogenoemde Amerikaanse rommelhypotheek, maar dit mag niet vergeleken worden met de Nederlandse markt. Verzekeraars zijn daarnaast voorstander van het initiatief van het Holland Financial Centre (HFC) ten aanzien van de standaardisatie van Nederlandse securities op het gebied van rapportage, documentatie, transactiestructuren en onderliggende portefeuilles.



In position papers geeft het Verbond van Verzekeraars zijn mening, standpuntbepaling en argumentatie daarbij over een concreet vraagstuk of actuele ontwikkeling op het snijvlak van politiek, samenleving en verzekeringsbedrijfstak.

Gebruik (van delen) van de tekst van het position paper is toegestaan mits de bron wordt vermeld.

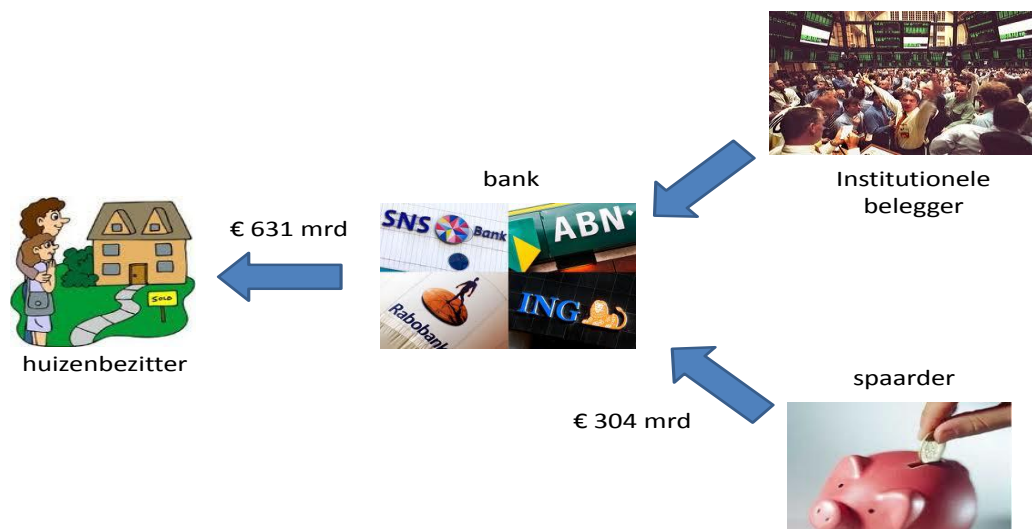
Dit position paper is tevens te vinden op de website van het Verbond van Verzekeraars: www.verzekeraars.nl onder de button 'Publicaties/Downloads/Position papers'.

Meer informatie over de inhoud van dit position paper 'Financiering Nederlandse woningmarkt onder druk'
drs. D. Schmitz
telefoon: 070 - 333 86 72
e-mail: d.schmitz@verzekeraars.nl

Dit is een uitgave van het
Verbond van Verzekeraars
Bordewijklaan 2
Postbus 93450
2509 AL Den Haag

Geldbehoefte hypotheek

Banken en verzekeraars verstrekken hypotheek aan consumenten. De totale uitstaande hypotheekschuld van particuliere huishoudens bedraagt naar schatting 632 miljard euroⁱ. Om geld uit te kunnen lenen, moeten banken ook geld binnenhalen. Dit gebeurt voor een deel via spaargeld. Het spaarsaldo bedraagt medio 2011 ongeveer 304 miljard euroⁱⁱ. Het spaargeld is bij lange na niet voldoende om aan de vraag te voorzien. Het verschil wordt de zogenaamde 'funding gap' genoemd. Voor de financiering (funding) van Nederlandse hypotheek zijn banken en verzekeraars dus voor een belangrijk deel afhankelijk van investeerders in binnen- en buitenland. Via de kapitaalmarkt verstrekken institutionele beleggers, waaronder verzekeraars, geld aan de banken. Het tekort aan financiering voor de Nederlandse particuliere woningmarkt bedraagt momenteel ongeveer 330 miljard euro. Wanneer ook wordt gekeken naar bedrijven, dan komt uit gegevens van De Nederlandsche Bank (DNB) naar voren dat het verschil tussen de deposito's en de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, het zogeheten deposito-financieringsgat, zelfs uitkomt op 480 miljard euroⁱⁱⁱ.



Securitisatie

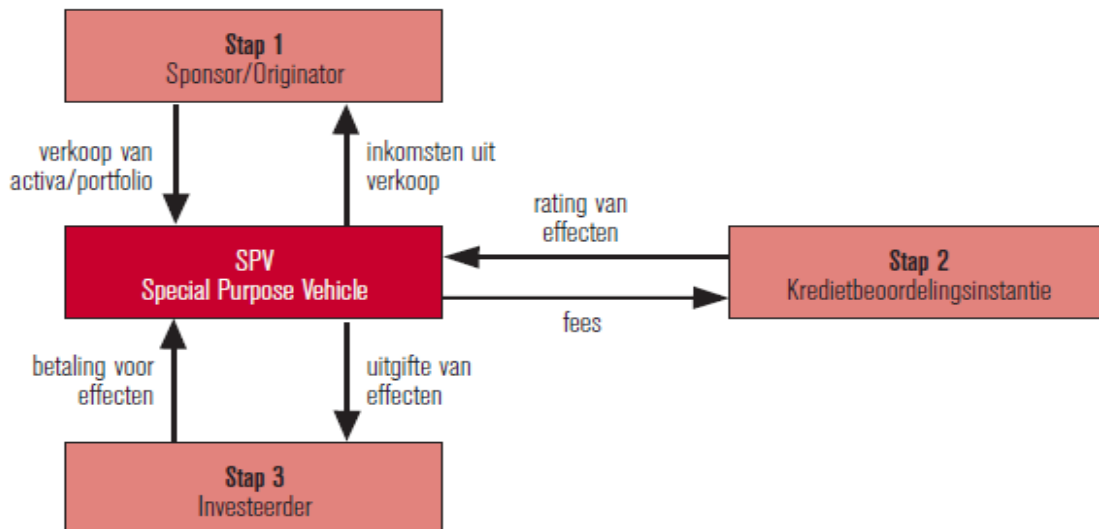
De geldverstrekking via de kapitaalmarkt kan plaatsvinden op verschillende manieren. Een belangrijk deel wordt verkregen door middel van het securitiseren van de hypotheekportefeuille. Het totaal bedrag aan uitstaande securitisatie was aan het eind van 2010 125 miljard euro^{iv}. Andere, in Nederland minder gebruikelijke, instrumenten zijn senior unsecured debt¹ en Covered Bonds². Eind 2010 was het uitstaande bedrag aan Covered Bonds 41 miljard euro^v. De markt voor senior unsecured debt is gesloten en de mogelijkheden voor investeren in Covered Bonds zijn gelimiteerd tot banken.

Securitisatie is een financiële techniek waarbij activa (bijvoorbeeld hypotheekleningen), die door hun eigenlijke aard niet verhandelbaar zijn, worden herverpakt in effecten (securities) die worden doorverkocht. Voor securitisatie dienen activa in principe aan twee voorwaarden te voldoen. Ze dienen een homogeen karakter te bezitten en tevens een constante stroom inkomsten te genereren. Dit laatste is juist bij hypotheek het geval waarbij er sprake is van een constante rentebetaling en aflossing.

¹ Unsecured debt is een lening waar geen onderpand tegenover staat. Senior debt is schuld die voorrang heeft ten opzichte van andere (junior, achtergestelde etc.) financiële schuld van een onderneming.

² Covered Bonds is een bijzondere vorm van obligaties, waarbij aan de houders van de obligatie in enige vorm een extra zekerheid is verschaft. Zij krijgen bijvoorbeeld een preferente positie ten opzichte van andere crediteuren. Een andere manier is het oprichten van een aparte rechtspersoon (Special Purpose Vehicle, afgekort SPV). Een faillissement van de bank raakt de aparte rechtspersoon niet.

Meestal verloopt de transactie via een SPV (Special Purpose Vehicle). De primaire doelstelling van een SPV is de securitisatie van de activa te begeleiden en ervoor te zorgen dat de SPV voor faillissementsdoeleinden als separate entiteit wordt gevestigd. Het proces bestaat uit drie stappen. Een financiële instelling verkoopt (een deel van) zijn hypotheekportefeuille aan een SPV. Deze SPV wordt door een kredietbeoordelaar van een rating voorzien. Investeerders kopen effecten van de SPV en betalen hiervoor een bepaald bedrag.



Bron: Vink (2009)^{vi}

De primaire doelstelling van securitisatie is het verbeteren van de liquiditeitspositie. Door het securitiseren van de hypotheekportefeuille krijgt de financiële instelling in één keer een groot bedrag. De verdere rentebetalingen (het rendement op de portefeuille) verlopen dan via het SPV en komen ten goede aan de institutionele belegger die de securities heeft aangekocht. De verbeterde liquiditeit van een financiële instelling creëert vervolgens ruimte om nieuwe hypotheek en leningen te verstrekken.

Daarnaast kan een financiële instelling door securitisatie alle risico's overdragen aan een andere partij. Uiteraard hangt hier een prijskaartje aan. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis kan alleen het laagste risico (AAA) worden overgedragen aan derde partijen. Dit betekent dat het risico van de onderliggende portefeuille nog bij de oorspronkelijke hypotheekverstrekker ligt.

Huidige securisatiemarkt

Door de banken in Nederland zijn vooral hypotheek gesecuritiseerd via RMBS. In 2006 ging het om één op de vijf hypotheek, in 2008 was een derde van de totale woonhypotheekschuld in Nederland gesecuritiseerd. Er is momenteel minder vraag naar RMBS in Nederland. Aanleiding hiervoor is de kredietcrisis in 2008 en het anticiperen van investeerders op Solvency II en Basel III.

In 2008 stortte de securisatiemarkt in. Doordat het onderpand van securities in de Verenigde Staten voor een steeds groter deel bestond uit leningen met een bedenkelijke kwaliteit (subprime) viel het vertrouwen in deze instrumenten weg. De complexiteit van de Amerikaanse producten en het geringe inzicht in de kwaliteit van het onderpand, versterkte het verlies in vertrouwen. Hierdoor hielden financiële instellingen de hand op de knip, kwam het internationale geldverkeer tot stilstand en vielen banken om.

De ingezakte vraag naar RMBS is een reden voor de stijging van de hypotheekrente in Nederland. Omdat de securisatiemarkt vrijwel stil ligt, moeten hypotheekverstrekkers op zoek naar andere

financieringsbronnen. De kosten daarvan zijn hoger dan de kosten van securities ondanks de gedaalde geldmarkttarieven van de Europese Centrale Bank. Problemen op de securitisatiemarkt leiden dus uiteindelijk tot een hogere hypotheekrente en verschraving van het aanbod voor klanten.

Ontwikkelingen in regelgeving

Door de nieuwe aangescherpte regelgeving wordt dit probleem nog eens versterkt. Vooral gedreven door de schade die het wereldwijde financiële systeem heeft opgelopen door beleggingen in (voornamelijk) Amerikaanse subprime securities en complexe structuren, komen er nieuwe eisen met betrekking tot solvabiliteit en liquiditeit. De eisen hebben zowel betrekking op de omvang als op de kwaliteit van deze kengetallen. Deze nieuwe eisen worden verwerkt in Basel III (voor banken) en Solvency II (voor verzekeraars).

Binnen Basel III wordt de zogenaamde Liquidity Coverage Ratio (LCR) geïntroduceerd. Dit is een norm voor banken die aangeeft dat er in een bepaald acuut stress scenario nog voldoende liquide middelen aanwezig zijn. Banken mogen beleggingen in RMBS echter niet meetellen in de LCR, omdat deze niet liquide genoeg worden gevonden.

Onder Solvency II moeten verzekeraars meer solvabiliteit aanhouden voor beleggingen in RMBS. Verzekeraars moeten, zoals het er nu naar uitziet, vier tot acht keer zoveel kapitaal aanhouden voor een RMBS met een AAA-status in vergelijking met een AAA-bedrijfsobligatie en zelfs zes tot twaalf maal zoveel kapitaal aanhouden vergeleken met een AAA-Covered Bond. Bij een gelijke kredietwaardigheid (risicobeoordeling) wordt onder Solvency II het risico dus toch verschillend gewaardeerd. Wanneer een SPV van een bepaalde bank een AAA-RMBS uitgeeft, wordt deze anders behandeld dan wanneer dezelfde bank een AAA-Covered Bond uitgeeft.

Onder de voorgestelde regelgeving is het dus bijzonder nadelig voor banken en verzekeraars om beleggingen in RMBS aan te houden. Er wordt bovendien geen onderscheid gemaakt tussen de verschillende internationale RMBS-programma's, terwijl de prestaties van de Nederlandse securities, ook tijdens de crisis, veel beter waren dan securitisaties in andere landen. Hoewel Solvency II en Basel III gefaseerd worden ingevoerd, anticiperen de meeste beleggers op dit moment al door niet meer te investeren in securitisatiebeleggingen.

Daarnaast ontbreken er redelijke alternatieven. De senior unsecured markt is voor financiële instellingen nauwelijks toegankelijk en in Nederland gelden strengere eisen voor het uitgeven van Covered Bonds dan in de ons omringende landen. Dit zorgt voor een toenemende druk bij Nederlandse financiële instellingen om voldoende funding in de kapitaalmarkten op te halen en de funding gap te dichten.

De gevolgen

De gevolgen van deze ontwikkelingen kunnen enorm zijn. In de eerste plaats gaat de markt voor securitisaties verder op slot. Banken hebben geen reële alternatieven behalve de particuliere spaarders en de ECB. Daarnaast zal de waarde van bestaande securities dalen. Banken en verzekeraars ervaren hierdoor directe negatieve gevolgen. Die negatieve gevolgen drukken ook het rendement dat wordt nagestreefd voor de polishouders en pensioengerechtigden.

Voor de consument vertaalt zich dit in een stijging van de hypotheektarieven. De huizenmarkt zal hierdoor verder onder druk komen te staan omdat consumenten minder leencapaciteit zullen hebben. Mogelijke consequentie op de langere termijn is dat wanbetaling op hypotheeklen kan toenemen. Bij renteherzieningen kunnen woningbezitters worden geconfronteerd met de toegenomen rentelasten. Daarnaast kan er een liquiditeitsrisico ontstaan, waardoor banken verder onder druk kunnen komen te staan en zijn weerslag kan vinden in de reële economie, omdat er minder geld beschikbaar is om economische activiteiten mee te financieren.

De oplossing

Bovenstaand probleem kan worden opgelost door het aanpassen van de aankomende regelgeving. RMBS-beleggingen zouden binnen Solvency II niet moeten leiden tot extra kapitaalsbeslag. Binnen Basel III zouden RMBS-beleggingen moeten worden meegeteld in de liquiditeitsmarge.

De reden waarom overheden en toezichthouders terughoudend zijn, is gelegen in het feit dat securitisatie door de kredietcrisis een slecht imago heeft gekregen. Er moet echter onderscheid worden gemaakt tussen de Nederlandse hypotheekmarkt en de Amerikaanse subprime markt. De NVB heeft onlangs een paper opgesteld over de liquiditeit van RMBS^{vii}. De gemiddelde hypotheekportefeuille heeft slechts 0,06% wanbetaling. Nederlandse hypotheekverstrekkers schatten de kredietwaardigheid ook zodanig in.

Securitisaties kunnen een positief effect hebben op de economie. Zoals hierboven beschreven wordt een belangrijk deel van de woningmarkt ermee gefinancierd en worden consumenten in staat gesteld tegen lagere rentetarieven geld te lenen. Dat er in het verleden rommelhypotheken zijn verpakt en doorverkocht in de Verenigde Staten met ratings die onjuist waren, wil niet zeggen dat het instrument an sich niet goed is. Het instrument moet alleen transparanter en beter worden gereguleerd³.

Om de toezichthouders te bewegen de aankomende regelgeving aan te passen, wordt door de Nederlandse financiële sector reeds een aantal initiatieven ontplooid:

- de NVB heeft een memo aangaande liquiditeit van RMBS opgesteld;
- er wordt een keurmerk geïmplementeerd voor Asset Backed Securities, zogenoemde ABS-investeringen (Prime Collateral Securities) van hoge kwaliteit (Europees initiatief met deelname Nederlandse partijen);
- het Holland Financial Centre is bezig met een initiatief ten aanzien van de standaardisatie van Nederlandse RMBS;
- Nederlandse financiële partijen ondersteunen ook de initiatieven die door 'The Association for Financial Markets in Europe' worden ondernomen.

De (Nederlandse en Europese) toezichthouders hebben aangegeven dat initiatieven Europa breed moeten worden ondersteund en pas eventuele veranderingen in de regelgeving te overwegen als de industrie zelf ook aantoonbaar aanzienlijke stappen te willen maken in het standaardiseren en transparanter maken van de securitisatiemarkt. Het HFC-initiatief heeft als hoofddoel het invoeren van een standaard voor Nederlandse RMBS-transacties. Op dit moment is er reeds sprake van een grote mate van standaardisatie, maar verdere verbeteringen zijn zeker te realiseren en wel op het gebied van:

- Documentatie: invoeren van standaarddocumentatie met inzichtelijker format en rechte lijnen van alle definities tussen alle programma's.
- Investor Reporting: invoeren van een standaardrapportageformat voor alle programma's waarin zowel de vereisten van de toezichthouders zijn opgenomen als de belangrijkste vereisten van investeerders.
- Transactiestructuren: het vereenvoudigen en consistent maken van de transactiestructuren van de verschillende RMBS-programma's.
- Onderliggende Portefeuilles: afspraken maken m.b.t. de assets die in RMBS-transacties mogen worden gebruikt.

Internationaal

Door de in verhouding grote afhankelijkheid van securitisatie voor de Nederlandse woningmarkt ten opzichte van andere Europese landen, zijn de consequenties van de huidige voorgestelde wetgeving

³ Hoogleraar Algemene Economie aan de VU, Eric Bartelsman, stelde ten aanzien van securitisatie: "Securitisatie is een waanzinnige uitvinding met een potentieel aan toepassingen waar we nog amper een idee van hebben" en "Het is alsof we vuur hebben ontdekt en bijna het bos lieten afbranden. De brandweer bluste net op tijd, maar dreigt nu het vuur te verbieden. Ik zie liever dat we leren wie wanneer en waar de lucifers mag gebruiken".

voor Nederland groter dan voor veel andere Europese landen. Echter ook in andere landen is dit een wezenlijk issue, onder meer in het Verenigd Koninkrijk, België en Italië.

Standpunt

De Nederlandse verzekeraars zijn van mening dat Nederlandse RMBS belangrijke instrumenten zijn om de Nederlandse woningmarkt op gang te houden. Beleggen in RMBS moet dus niet leiden tot onnodig kapitaalbeslag aangezien de risico's op de Nederlandse markt beperkt zijn. Securitatie heeft een slecht imago door het verpakken en doorverkopen van Amerikaanse rommelhypotheken, maar dit mag niet worden vergeleken met de Nederlandse markt. Verzekeraars zijn voorstander van het verder standaardiseren en reguleren van de RMBS-markt op het gebied van rapportage, documentatie, transactiestructuren en onderliggende portefeuilles. Een dergelijke standaardisatie zorgt ervoor dat risico's van Nederlandse RMBS transparant zijn. De consument kan dan profiteren van de (kapitaal)eisen die passen bij het onderliggende risico. Het onderliggende risico is in Nederland zeer beperkt door de strenge criteria die gelden bij de verstrekking van hypotheek.

ⁱ Bron CBS, 14-10-2011: <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=80056ned&D1=a&D2=0&D3=14&D4=3-4&VW=T>

ⁱⁱ Bron CBS, 14-10-2011: [http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=7116shfo&D1=0-57&D2=\(I-12\)-I&VW=T](http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=7116shfo&D1=0-57&D2=(I-12)-I&VW=T)

ⁱⁱⁱ DNB, Overzicht van de Financiële stabiliteit, najaar 2011, http://www.dnb.nl/binaries/OFS%20najaar%202011_tcm46-260826.pdf

^{iv} Bron: European Mortgage Federation hypostat 2010 (november 2011).

^v Bron: European Mortgage Federation hypostat 2010 (november 2011).

^{vi} Bron: Vink, Dennis. "Securitatie: Hoe nu verder?" Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie (2009): 215-223.

^{vii} Bron: NVB. Basel 3 Liquidity: The impact of regulatory reform on asset backed funding and European economies.