

Kredietmarkten in beweging

Grotere rol pensioenfondsen en verzekeraars
bevordert financiële stabiliteit

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Inhoudsopgave

Samenvatting	5
1 Inleiding	9
2 Hypotheekmarkt	11
2.1 Verschuivingen in kaart	11
2.2 Oorzaken	20
2.3 Vooruitblik	23
3 Bedrijfsleningenmarkt	27
3.1 Verschuivingen in kaart	27
3.2 Knelpunten	31
3.3 Vooruitblik	33
4 Evaluatie & aanbevelingen	35
4.1 Meer stabiliteit en diversiteit	35
4.2 Prudentiële risico's	36
4.3 Aanbevelingen voor sector en toezicht	38
Verwijzingen	41

Grafieken

1	Overzicht verschuivingen hypotheekmarkt	11
2	Snelle groei hypotheekportefeuilles verzekeraars en pensioenfondsen	12
3	Meer hypotheeken bij hypotheekfondsen en banken verzekeringsgroepen	14
4	Historische onderverdeling uitstaande hypotheekschuld	16
5	Institutionele beleggers richten zich op hypotheeken met een lange rentevaste periode	16
6	NHG-hypotheeken relatief groot aandeel in portefeuilles institutionele spelers	17
7	Bruto rentemarge nieuwe hypotheekleningen banken	18
8	Kapitaalbeslag niet-gesecuritiseerde hypotheeken banken, verzekeraars en pensioenfondsen	21
9	Groei hypotheekbeleggingen institutionele spelers afgezet tegen groei hypotheekschuld	22
10	Overzicht verschuivingen in financiering van bedrijven	24
11	Markt voor Nederlandse onderhandse leningen in opkomst	29
12	Nederlandse institutionele beleggers verstrekken slechts beperkt bedrijfsleningen	31
13	Toenemend belang institutionele beleggers in fondsen Nederlandse participatiemaatschappijen	33

Boxen

1	Institutionele beleggers op de hypotheekmarkt in historisch perspectief	15
2	Bruto marge op nieuwe hypotheekleningen bij banken	18
3	Kapitaalbeslag hypotheekfinanciering per sector	22
4	Simulatie groei hypotheekschuld en hypotheekbeleggingen institutionele beleggers	26
5	Kredietverlening aan vastgoedsector	30

Samenvatting

De niet-bancaire kredietverlening aan consumenten en bedrijven is sterk in opkomst. Pensioenfondsen en verzekeraars winnen terrein op de Nederlandse hypotheekmarkt. Sinds 2010 verdubbelden zij hun beleggingen in hypotheekleningen en op dit moment financieren zij een vijfde (20%) van de nieuwe hypotheekproductie. Wanneer de bankdochter van verzekeraars wordt meegerekend, is dit meer dan een kwart (28%). Ook is er toenemende interesse van buitenlandse spelers. Tegelijkertijd zijn de hypotheekportefeuilles en het marktaandeel van banken gekrompen. Er zijn aanzienlijke verschillen tussen de hypotheekleningen van banken en die van institutionele beleggers. Verzekeraars en pensioenfondsen beleggen meer dan banken in hypotheekleningen met Nationale Hypotheek Garantie (NHG) en richten zich op het marktsegment met een lange rentevaste periode; vooral in het 20-jaars segment hebben zij een groot marktaandeel.

Ook op de Nederlandse bedrijfsleningenmarkt zijn verschuivingen gaande, hoewel deze zich beperken tot grote bedrijven. Zo financieren grote bedrijven zich steeds vaker met de uitgifte van bedrijfsobligaties en via het plaatsen van onderhandse leningen. Sinds 2010 is de omvang van de bedrijfsobligatiemarkt met meer dan de helft (58%; een stijging van EUR 52 miljard) toegenomen terwijl het uitstaande bankkrediet aan het bedrijfsleven daalde. Ook nam de omvang van de markt voor onderhandse leningen toe. Nederlandse verzekeraars zijn in toenemende mate actief op deze markt. Deze alternatieven voor bankfinanciering zijn echter alleen toegankelijk voor enkele (middel)

grote bedrijven. Het MKB blijft sterk afhankelijk van bankfinanciering. Nieuwe alternatieven zoals crowdfunding groeien weliswaar snel, maar de omvang is nog altijd zeer beperkt.

Verschuivingen spelen een rol bij de opkomst van pensioenfondsen en verzekeraars op de hypotheekmarkt. De lagerente-omgeving geeft pensioenfondsen en verzekeraars extra prikkels om te zoeken naar beleggingen met een gunstig rendement in combinatie met een beperkt risico en een relatief lage kapitaaleis. Hier speelt mee dat het vertrouwen van beleggers in de Nederlandse hypotheekmarkt is verbeterd, mede dankzij geringe verliezen op hypotheekleningen tijdens de recente crisisjaren. Daarnaast kiezen consumenten vanwege de lage rente vaker voor een hypotheek met een lange rentevaste periode: een marktsegment waarin institutionele beleggers sterk zijn vertegenwoordigd. Veranderingen in toezichtkaders zijn eveneens medeverantwoordelijk voor de verschuivingen. De afgelopen jaren zijn de kapitaaleisen van banken aangescherpt en momenteel werkt het Bazelse Comité aan nieuwe voorstellen waardoor het kapitaalbeslag voor banken hoger kan uitvallen dan onder de huidige regels het geval is. Tot slot is de toetreding tot de Nederlandse hypotheekmarkt in de laatste jaren laagdrempeliger geworden, omdat hypotheekleningen steeds meer een standaardproduct zijn geworden als gevolg van de verlaging van de LTV-limiet, de aanscherping van de inkomensnormen en de fiscale stimulering van de aflossing op nieuwe hypotheekleningen.

6

De toenemende rol van Nederlandse institutionele beleggers in de hypotheekmarkt staat in schril contrast met hun beperkte rol in het verstrekken van bedrijfsleningen, vooral aan het midden- en kleinbedrijf (MKB). De MKB-leningenmarkt wordt gekenmerkt door een grotere informatieasymmetrie, en bij gebrek aan standaardisatie van verslaglegging en leningendocumentatie zijn de monitoringskosten voor institutionele beleggers hoog.

De opmars van niet-bancaire spelers in kredietmarkten is in meerdere opzichten gunstig voor het financiële systeem.

Ten eerste leidt een grotere rol voor deze spelers tot een vermindering van looptijdtransformatie in het financiële systeem en verlaagt daarmee het systeemrisico. Pensioenfondsen en verzekeraars beleggen premiegelden voor de lange termijn. In tegenstelling tot banken zijn zij niet afhankelijk van kortetermijnmarktfinanciering en lopen zij niet het risico dat gelden direct opgevraagd worden. Minder looptijdtransformatie maakt het financiële systeem minder gevoelig voor marktvolatiliteit en verkleint de kans op een financiële crisis. In de hypotheekmarkt richten pensioenfondsen en verzekeraars zich bovendien vooral op het marktsegment met langere rentevaste perioden: dit sluit aan bij de rentegevoeligheid van de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars.

Ten tweede kan het procyclische karakter van de kredietverlening verminderen als

verzekeraars en pensioenfondsen een grotere rol spelen. De financieringsmogelijkheden van Nederlandse institutionele beleggers worden beperkt door de omvang van hun pensioen- en verzekeringspremiegeden. Dit begrenst het risico dat zij een destabiliserende snelle groei van kredietverlening faciliteren. Daar tegenover staat dat de balansen van banken juist elastisch zijn door hun geldscheppende vermogen en toegang tot kapitaalmarktfinanciering.

Ten derde kan een grotere rol van niet-bancaire spelers leiden tot meer diversiteit en concurrentie op kredietmarkten. Dat bevordert niet alleen de stabiliteit van de kredietverlening, maar kan ook leiden tot grotere efficiëntie en kostenverlaging. Ook de grotere rol van buitenlandse spelers op de hypotheekmarkt bevordert de concurrentie en diversificatie.

DNB houdt de verschuivingen op de kredietmarkten nauwlettend in de gaten en intensificeert het toezicht waar nodig.

Ten eerste let DNB op het risicobeheer en blijft de gevolgen voor het risicoprofiel van instellingen intensief monitoren. Een verschuiving van de kredietverlening kan er in potentie toe leiden dat kredietrisico's zich opstapelen bij spelers die hierop niet zijn toegerust in hun risicobeheersing of risico's onvoldoende doorgronden. Kredietverlening vraagt om kennis en ervaring met kredietrisicoselectie en de afwikkeling van slechte leningen. Wanneer de kredietverstrekking is uitbesteed aan derden,

zoals bij investeringen via een beleggingsfonds, dan moet de kwaliteit van deze dienstverlening kritisch tegen het licht worden gehouden. Deze partijen dragen immers zelf niet de risico's. Kredietverlening stelt ook eisen aan het balansrisicomanagement. Hypotheekleningen zijn doorgaans minder liquide dan staatsobligaties en vroegtijdige aflossing kan het rendement nadelig beïnvloeden.

Ten tweede moeten banken rekening houden met de potentiële impact van de verschuivingen op de hypotheekmarkt op hun verdienmodel. Mede door toegenomen concurrentie staan de marges op nieuwe hypotheekleningen onder druk. Sinds 2014 is sprake geweest van een daling van de marges op nieuwe hypotheekleningen in het marktsegment met een lange rentevaste periode, waarin pensioenfondsen en verzekeraars een groot marktaandeel hebben. De margedaling bij banken vond plaats in de jaren 2014 en 2015; precies de periode waarin veel pensioenfondsen zijn gestart met het opbouwen of uitbreiden van hun hypotheekportefeuilles.

Ten derde moet het lange-termijn-klantbelang geborgd worden: klanten mogen bij het vernieuwen van de rentevaste periode niet de dupe worden van grillige beleggers met korte-termijn doelstellingen. Om het risico van hoge rentes bij het aflopen van de rentevaste periode te adresseren, neemt de AFM bij de vergunningverlening voorschriften op om hypotheekverstrekkers te wijzen op hun plicht hierbij zorgvuldig te handelen.

Tot slot monitort DNB de gevolgen van een oplopend marktaandeel van niet-bancaire spelers voor de effectiviteit van macroprudentieel beleid. Problemen op de Nederlandse hypotheekmarkt raken de financiële sector in bredere zin omdat ook verzekeraars en pensioenfondsen een steeds belangrijkere rol spelen op deze markt. Bij een groeiende rol voor buitenlandse financiering is het van belang om te monitoren in hoeverre deze financiering in crisistijd snel kan opdrogen omdat dit destabiliserende macro-economische effecten kan hebben.

Verder vooruitkijkend is de verwachting dat banken een dominante rol blijven spelen op kredietmarkten, zowel op de hypotheek- als op de bedrijfsleningenmarkt. De groei van hypotheekbeleggingen van institutionele beleggers wordt begrensd door de omvang van hun vermogen en de benodigde spreiding daarvan. Op korte termijn kan een eventuele toename van hypotheekbeleggingen door pensioenfondsen nog gelijke tred houden met de voorziene groei in de hypotheekschuld. Vooral pensioenfondsen lijken ruimte te hebben om hun beleggingen op de hypotheekmarkt nog flink uit te breiden: hypotheekleningen vormen op dit moment nog een beperkt deel (2%) van hun beleggingsportefeuille. Op de langere termijn kan echter het aandeel van de bancaire en buitenlandse financiering in de uitstaande hypotheekschuld weer toenemen. De allocatie van binnenlandse institutionele spelers bereikt op enig moment een niveau waarbij een verdere toename niet langer aantrekkelijk is

8

vanuit het oogpunt van risicospreiding. Ook is de groei van het pensioenvermogen beperkt door de toename van het aantal gepensioneerden. Op de bedrijfsleningenmarkt blijven banken eveneens een belangrijke rol spelen, omdat bepaalde financieringsalternatieven vooralsnog nichemarkten zijn dan wel slechts toegankelijk zijn voor grote bedrijven.

Op basis van de beoordeling van de gevolgen van deze ontwikkelingen doet DNB de volgende aanbevelingen voor de sector en toezichthouders.

- Institutionele beleggers moeten over voldoende expertise beschikken voor een goede beoordeling van de kredietrisicoselectie en -beheersing door derden.
- Banken moeten in hun verdienmodel rekening houden met toenemende concurrentie die kan leiden tot een kleiner marktaandeel of lagere marges.
- DNB gaat op structurele basis gegevens uitvragen over de eigenschappen van hypotheekportefeuilles bij verschillende sectoren.
- DNB spoort waar nodig instellingen aan de risicoselectie of risicobeheersing te versterken bij een grote of snel groeiende rol van kredieten in de beleggingsportefeuille.
- Het is belangrijk dat de AFM bij de toetreding van nieuwe hypotheekverstrekkers tot de markt blijft toetsen op hun tijdshorizon.
- DNB blijft monitoren of en hoe de marktverschuivingen gevolgen hebben voor de effectiviteit van haar macroprudentieel instrumentarium.

1 Inleiding

Niet-bancaire spelers vervullen in toenemende mate een rol in de kredietverstrekking aan consumenten en bedrijven in Nederland. Verzekeraars en pensioenfondsen winnen de laatste jaren aanzienlijk terrein op de hypotheekmarkt; vooral pensioenfondsen kunnen hier de komende jaren nog een verdere slag maken.¹ Tegelijkertijd neemt het belang van banken af op een aantal deelmarkten van de Nederlandse bedrijfsleningenmarkt. Voor grotere bedrijven is de publieke obligatiemarkt een belangrijker financieringskanaal geworden; voor (middel)grote bedrijven is de onderhandse leningenmarkt in opkomst, een markt waarop Nederlandse verzekeraars in toenemende mate actief zijn.

De opmars van de niet-bancaire kredietverstrekking valt temeer op omdat de Nederlandse economie traditioneel sterk afhankelijk is van bankfinanciering. Nederlandse banken domineren nog altijd de hypotheek- en bedrijfsleningenmarkt. Zo is circa 75% van de totale uitstaande hypotheekschuld verstrekt door Nederlandse banken. Ook voor Nederlandse bedrijven is bancair krediet de belangrijkste bron van financiering met vreemd vermogen. Dit vormt naar schatting 80% van de financiering voor het MKB.²

Een grotere rol voor niet-bancaire spelers en een toename van diversiteit op kredietmarkten

zijn het oogmerk van diverse maatschappelijke initiatieven. Meerdere recente initiatieven maken de weg vrij voor niet-bancaire spelers. De Europese Commissie wil met de Kapitaalmarktunie meer ruimte maken voor niet-bancaire financiering en zo meer diversificatie van financieringsbronnen bevorderen. Ook in Nederland zijn er verschillende initiatieven om knelpunten bij MKB-financiering te adresseren, zoals de in 2014 opgerichte Nederlandse investeringsinstelling (NLII) en de actuele voorstellen voor een nationale investeringsbank.

Een verschuiving naar niet-bancaire kredietverlening verbetert de financierbaarheid van de omvangrijke Nederlandse hypotheekschuld, maar is geen panacee voor de lange balansen van Nederlandse huishoudens. Fiscale prikkels en andere beleidsmaatregelen hebben er in de afgelopen decennia toe geleid dat enerzijds de pensioenbesparingen en het eigenwoningvermogen en anderzijds de hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens sterk zijn gestegen. Deze lange balansen maken huishoudens kwetsbaar voor schommelingen in de rente en vermogensprijzen. Indirect maken deze lange balansen banken gevoelig voor herfinancieringsrisico's omdat zij een belangrijk deel van de kredietverstrekking aan Nederlandse consumenten en bedrijven financieren met marktfinanciering die in crisistijd

¹ De term hypotheekmarkt in dit rapport verwijst naar de markt voor Nederlandse hypotheekleningen voor woningen.

² De term MKB in dit rapport verwijst naar het midden- en kleinbedrijf (tot 250 medewerkers). Dit sluit aan op de Europese definitie.

10 minder goed beschikbaar kan zijn. De toegenomen rol van pensioenfondsen en verzekeraars op de hypotheekmarkt leidt ertoe dat er meer langetermijnbesparingen beschikbaar zijn voor de financiering van de Nederlandse hypotheekschuld. Dit maakt het financiële systeem minder kwetsbaar voor schokken, maar verandert op zichzelf niets aan de lange balansen van Nederlandse huishoudens.

Leeswijzer: In dit rapport brengt DNB de recente verschuivingen op de hypotheek- en de bedrijfsleningenmarkt³ in kaart (hoofdstuk 2 en 3) en beoordeelt de gevolgen voor het risicoprofiel van financiële instellingen en het gehele financiële systeem (hoofdstuk 4). Tot slot doet DNB aanbevelingen voor de sector en toezichhouders.

3 De term bedrijfsleningenmarkt omvat naast bedrijfsleningen ook andere vormen van bedrijfsfinanciering, zoals bedrijfsobligaties, onderhandse leningen en nieuwe alternatieve financieringsvormen.

2 Hypotheekmarkt

2.1 Verschuivingen in kaart

Banken hadden in het recente verleden vrijwel de gehele hypotheekmarkt in handen. In 2010 was het overgrote deel (80%) van de uitstaande hypotheekschuld verstrekt door Nederlandse banken (zie Grafiek 1 links). Verzekeraars en pensioenfondsen hadden in de jaren negentig en

in de jaren 2000-09 een zeer beperkte rol in de hypotheekmarkt; daardoor bleef hun marktaandeel in de uitstaande schuld beperkt tot 8%.

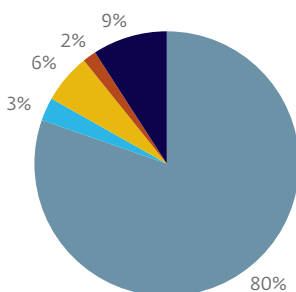
Niet-bancaire financiering in de hypotheekmarkt is in recente jaren in opkomst. Verzekeraars en pensioenfondsen financieren op dit moment een vijfde (20%) van de nieuwe hypotheekproductie

11

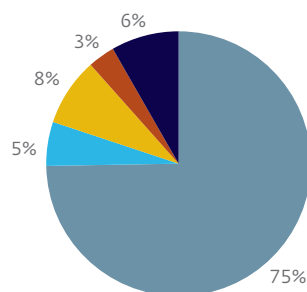
Grafiek 1 Overzicht verschuivingen hypotheekmarkt⁴

Procenten

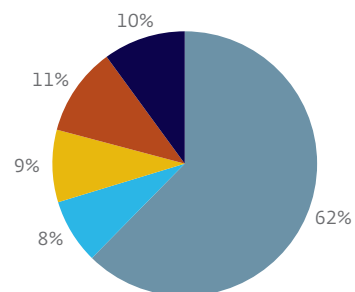
Uitstaande schuld 2010
(Totaal: EUR 647 miljard)



Uitstaande schuld 2016
(Totaal: EUR 662 miljard)



Nieuwe leningen in eerste helft 2016
(Totaal: EUR 33 miljard)



Bron: DNB.

4 Grafiek 1 toont de verdeling naar sector voor de Nederlandse hypotheekmarkt voor de totale uitstaande schuld in het tweede kwartaal van 2010 (linkergrafiek) en het tweede kwartaal van 2016 (middengrafiek), en voor de nieuwe productie inclusief oversluitingen in de eerste twee kwartalen van 2016 (rechtergrafiek). Het gaat niet om de verstrekking maar om de financiering van hypotheek: een hypotheek verstrekt door een verzekeringsgroep maar vermeld op de balans van een pensioenfonds, valt in de categorie pensioenfondsen. De data over de hypotheekproductie zijn gebaseerd op een uitvraag bij financiële instellingen, waarbij het aandeel van overige binnenlandse partijen en buitenland geschat is.

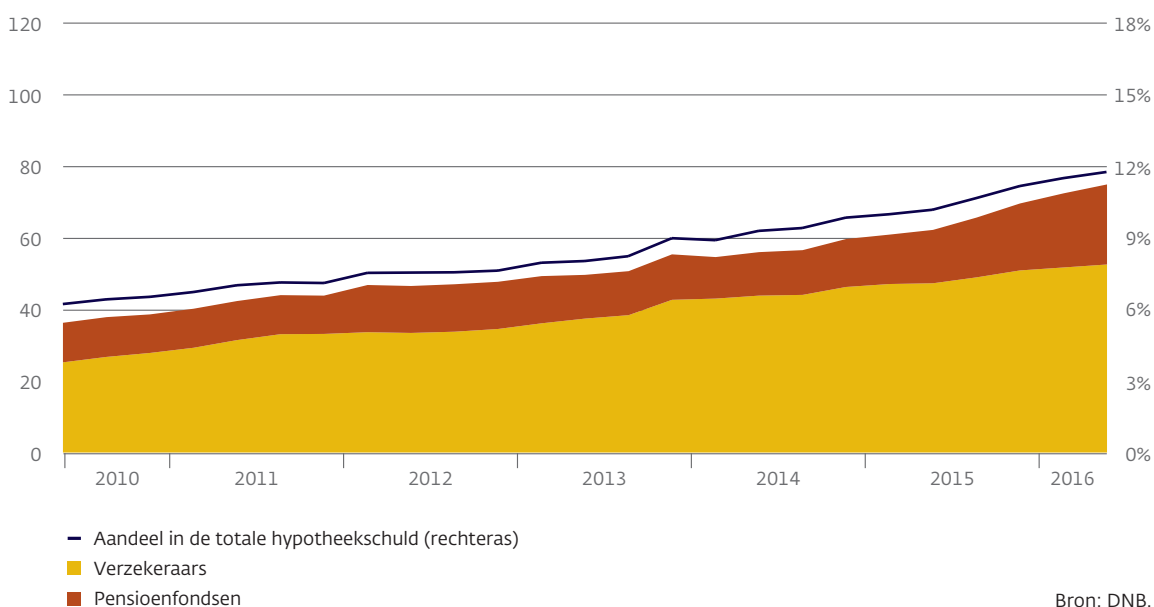
12

(zie Grafiek 1 rechts). Wanneer ook de bankdochters van verzekeraars worden meegerekend dan is dit meer dan een kwart (28%). De omvang van uitstaande niet-gesecuritiseerde hypotheekleningen bij verzekeraars en pensioenfondsen is sinds 2010 verdubbeld, van EUR 35 miljard tot EUR 73 miljard (zie Grafiek 2). De toename van hypotheekbeleggingen door verzekeraars en pensioenfondsen ging niet ten koste van de beleggingen in Nederlandse hypotheeksecuritisaties: deze daalden

weliswaar, maar waren ook al in 2010 zeer beperkt. Ook het marktaandeel van buitenlandse spelers is recent toegenomen. Daarentegen is de omvang van de hypotheekportefeuille van Nederlandse banken (exclusief banken van verzekeringsgroepen) gedaald, zowel absoluut als relatief. Niettemin staat op hun balansen nog steeds het grootste deel van de Nederlandse hypotheekschuld. Ook in de nieuwe productie blijven banken domineren met een marktaandeel van 62%. De mate waarin

Grafiek 2 Snelle groei hypotheekportefeuilles verzekeraars en pensioenfondsen⁵

EUR miljard



Bron: DNB.

⁵ Grafiek 2 toont de niet-gesecuritiseerde hypotheekleningen bij verzekeraars en pensioenfondsen. De omvang van Nederlandse hypotheeksecuritisaties bij verzekeraars en pensioenfondsen was in 2010 beperkt tot EUR 4 mrd, en is in de afgelopen jaren gedaald tot EUR 2,5 mrd in 2016.

verzekeraars en pensioenfondsen beleggen in hypotheekverschillen sterk. Het aandeel van hypotheekverschillen in de beleggingsportefeuille is bij levensverzekeraars het grootst (16%), gevolgd door schadeverzekeraars (4%) en pensioenfondsen (2%).⁶ Het zijn vooral de grote zes verzekeraars die beleggen in hypotheekverschillen, zij het in sterk verschillende mate. Bij pensioenfondsen is het beeld anders: terwijl de allergrootste vijf relatief weinig beleggen in hypotheekverschillen, zijn het juist de grotere en middelgrote instellingen die relatief veel beleggen in hypotheekverschillen.

Ook buiten de balans van de verzekeringsentiteiten is het belang van verzekeringsgroepen snel toegenomen. Allereerst is er een sterke groei van de hypothecaire kredietverlening door bancaire dochters van verzekeringsgroepen. Daarnaast maken ook hypotheekfondsen,⁷ die vaak deel uitmaken van verzekeringsgroepen, een snelle groei door (zie Grafiek 3).

De rol van institutionele beleggers in de hypotheekmarkt is niet nieuw, maar hun aanpak is wel veranderd. In de jaren vijftig en zestig waren institutionele beleggers samen met hypotheekbanken de belangrijkste verstrekkers, hoewel de totale hypotheekschuld toen wel veel kleiner was dan tegenwoordig (zie Box 1 en Grafiek 4). Vroeger verstrekten pensioenfondsen

zelf hypothecaire leningen; tegenwoordig beleggen ze doorgaans in door derden verstrekte leningen. Dit gebeurt vooral via participaties in de eerder genoemde hypotheekfondsen, en via intermediairs die werken met mandaten. In dat laatste geval geeft een pensioenfonds een externe partij een mandaat om een portefeuille hypotheekverschillen te verstrekken met specifieke eigenschappen zoals de rentevaste periode. Ook sommige buitenlandse verzekeraars en banken maken in toenemende mate gebruik van dergelijke hypotheekfondsen en mandaten om te beleggen in Nederlandse hypotheekleningen. Daarnaast hebben verzekeraars recent ook een aantal bestaande bancaire hypotheekportefeuilles overgenomen.

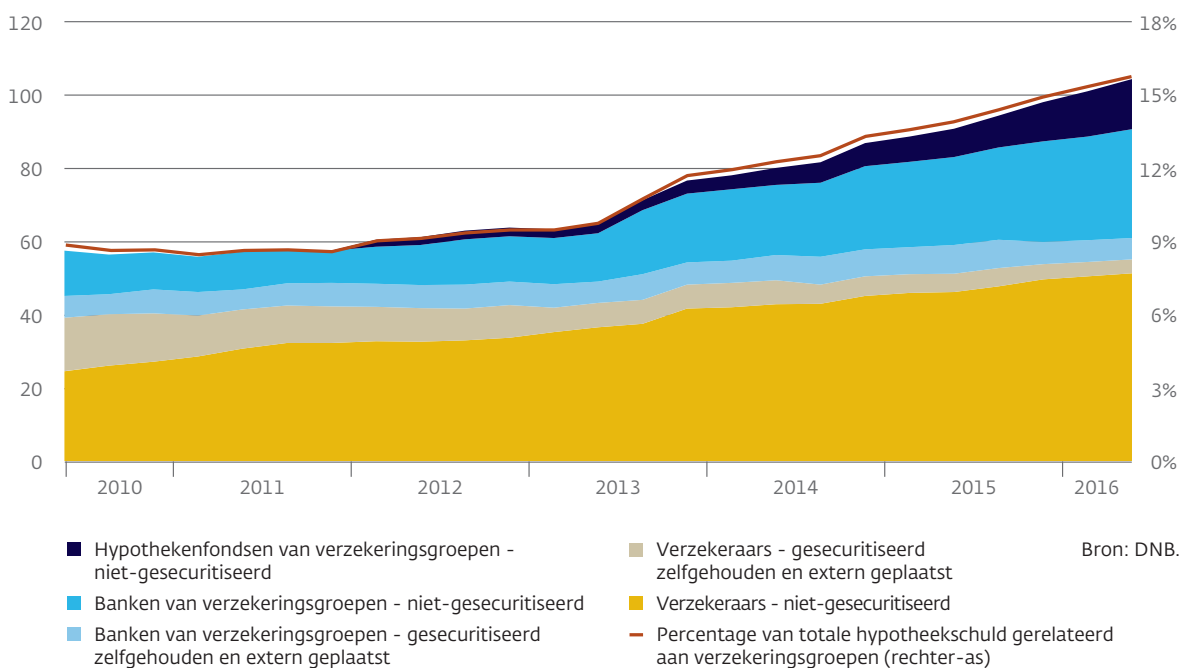
Opvallend in internationaal perspectief is dat Nederlandse levensverzekeraars en pensioenfondsen nu vooral in niet-gesecuritiseerde hypotheekverschillen beleggen. Slechts enkele landen hebben een kapitaalgedekt pensioenstelsel met omvangrijke langetermijnbesparingen via pensioenfondsen of levensverzekeraars: daar spelen institutionele beleggers vaak een belangrijke rol in de hypotheekmarkt, maar dat doen zij vooral door te beleggen in verhandelbare pandbrieven of in (door overheden gegarandeerde) securitisaties. Nederland is dan ook uniek met de snelle opmars van niet-gesecuritiseerde hypotheekbeleggingen door institutionele beleggers. Slechts in enkele

6 Cijfers per 2016 tweede kwartaal. Het percentage bij verzekeraars is het aandeel van hypotheekverschillen in de totale voor risico van de instellingen belegde middelen.

7 Deze hypotheekfondsen worden geclassificeerd als beleggingsinstellingen.

Grafiek 3 Meer hypotheekleningen bij hypotheekfondsen en bankdochters verzekeringsgroepen⁸

EUR miljard



Europese landen vormen de niet-gesecuritiseerde hypotheekleningen meer dan 2% van de voor eigen risico belegde middelen van verzekeraars, te weten: België, Duitsland, Kroatië en het Verenigd Koninkrijk (EIOPA, 2014). Met 4% tot 5% is het percentage

in deze landen nog steeds een stuk lager dan in Nederland, waar het aandeel in het belegde vermogen van verzekeraars ongeveer 2,5 keer zo hoog is. Wel was zowel in België als het Verenigd Koninkrijk sprake van een duidelijke groei.

⁸ Om dubbel telling te voorkomen in Grafiek 3 zijn gesecuritiseerde leningen die, ondanks dat deze zijn gesecuritiseerd, ook nog op de balans van de initiator staan, niet opgenomen in de categorieën gesecuritiseerd door bank van verzekeringsgroep en gesecuritiseerd door verzekeraar.

Box 1 Institutionele beleggers op de hypotheekmarkt in historisch perspectief

De afgelopen decennia is het marktaandeel van institutionele beleggers op de hypotheekmarkt sterk teruggelopen. In de jaren vijftig waren institutionele beleggers en hypotheekbanken de belangrijkste verstrekkers van hypotheekleningen. Spaarbanken en landbouwbanken waren beperkt actief op de hypotheekmarkt (zie Grafiek 4). In de daaropvolgende decennia trad branchevervaging op: handelsbanken en de Rijkspostspaarbank kwamen op de markt en ook de landbouwbanken en de spaarbanken breidden hun hypothecaire kredietverlening snel uit.

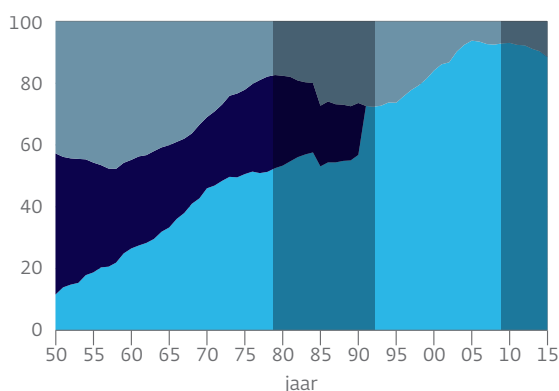
Het waren vooral de (algemene) banken die de enorme groei van de hypotheekschuld financierden. Hun marktaandeel nam sterk toe in de jaren van hoogconjunctuur en een uitbundige huizenmarkt. Opvallend genoeg nam juist in mindere tijden het aandeel van institutionele beleggers weer wat toe. Over de gehele periode van de afgelopen decennia is het aandeel van banken fors gegroeid.

Naast de branchevervaging zijn er drie andere mogelijke verklarende factoren: de grotere elasticiteit van de balans van banken ten opzichte van institutionele beleggers, de daling van de bancaire kapitaaleisen voor hypothecaire leningen en een sterke toename van internationale diversificatie door institutionele beleggers. Banken konden relatief gemakkelijk hun balans uitbreiden, aangezien zij opereren met een grote – en in de tijd toenemende – financieringshefboom, een geldscheppend karakter hebben en hun toegang tot financiële marktfinanciering met name in de jaren negentig verbeterde. De toename van de financieringshefboom werd mede mogelijk gemaakt door de versoepeling van kapitaaleisen voor de hypothecaire kredietverlening van (algemene) banken. Dit vond in Nederland vooral plaats in 1977 en bij de invoering van Bazel II in 2007. Tot slot daalde het aandeel van institutionele beleggers ook doordat zij in de loop der tijd steeds meer in het buitenland zijn gaan beleggen.

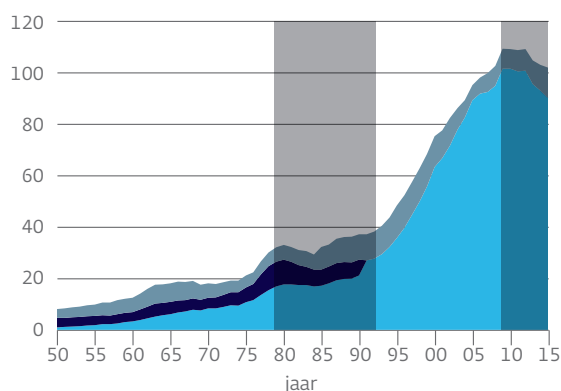
16

Grafiek 4 Institutionele spelers op de hypotheekmarkt in historisch perspectief

Marktaandeel, uitstaande schuld (procent)



Uitstaande schuld, procent van bbp

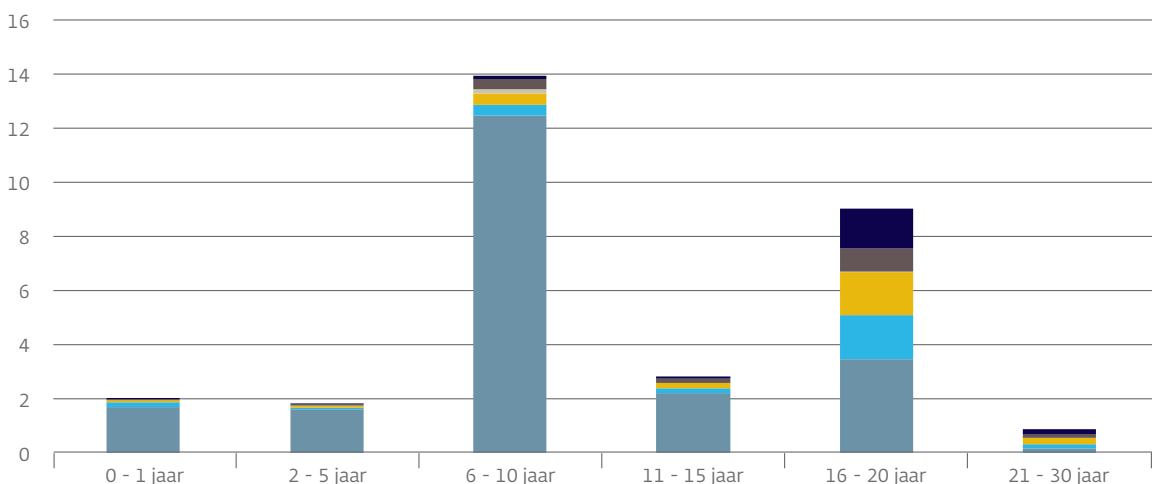


■ Institutionele beleggers ■ Algemene banken (handels - landbouwbanken)
■ Hypotheekbanken & spaarbanken ■ Huizenprijzen onder voorgaande piek

Bron: DNB.

Grafiek 5 Institutionele beleggers richten zich op hypotheek met een lange rentevaste periode⁹

EUR miljard



■ Hypotheekfondsen (beleggers vooral pensioenfondsen) ■ Levensverzekeraars ■ Banken verzekeringsgroepen
■ Pensioenmandaten ■ Schadeverzekeraars ■ Banken

Bron: DNB.

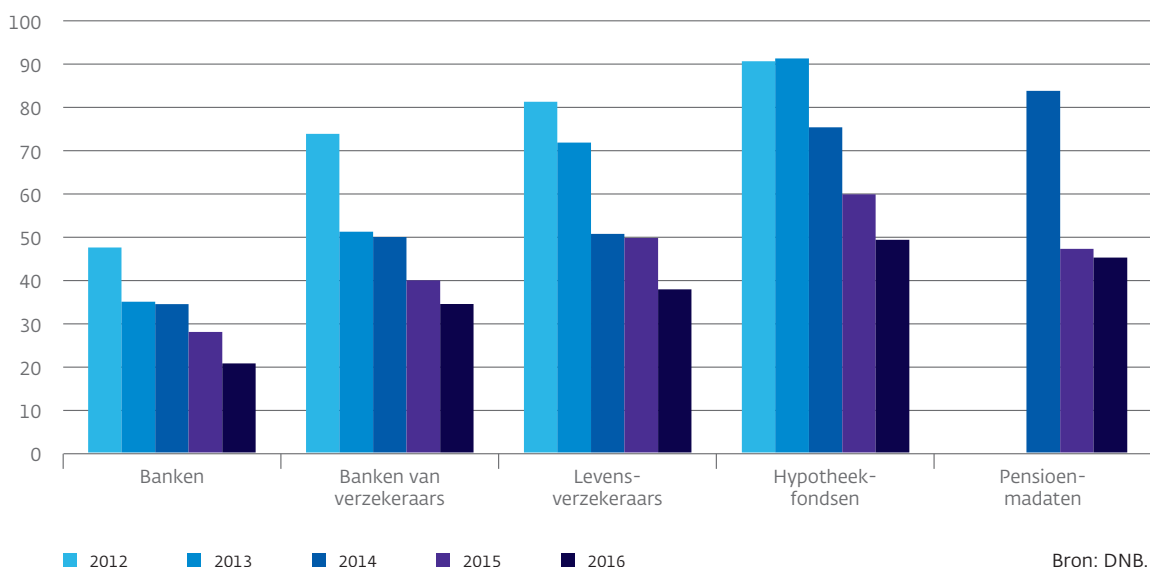
⁹ De cijfers in Grafiek 5 zijn exclusief buitenlandse spelers.

Er zijn aanzienlijke verschillen tussen de hypotheekleningen van banken en die van institutionele beleggers. Verzekeraars en pensioenfondsen financieren op dit moment vooral hypotheekleningen met een rentevaste periode van twintig jaar. (zie Grafiek 5). Marktsegmenten met kortere rentelooptijden worden nog steeds gedomineerd door banken.

Daarnaast is het percentage hypotheekleningen dat valt onder de NHG bij pensioenfondsen en verzekeraars ongeveer tweemaal zo hoog als bij banken (zie Grafiek 6). Voor alle spelers is het NHG-percentage de afgelopen jaren wel afgenomen door de daling van de NHG-grens en de stijging van de huizenprijzen.

Grafiek 6 NHG-hypotheek relatief groot aandeel in hypotheekverlening institutionele spelers

Procenten



Bron: DNB.

18

Mede door de toegenomen concurrentie staan de marges op nieuwe hypotheekleningen bij banken onder druk. Sinds 2014 is er sprake van een daling van de bruto marge bij banken op nieuwe hypotheekleningen met een rentevaste periode van langer dan vijf jaar, terwijl de bruto marge voor hypotheekleningen met een rentevaste periode tot en met vijf jaar juist redelijk stabiel

is gebleven (zie Grafiek 7 links). De margedaling vond dus plaats in het marktsegment waarin pensioenfondsen en verzekeraars een groot marktaandeel hebben. Dit gebeurde vooral in de jaren 2014 en 2015 waarin veel pensioenfondsen zijn gestart met het opbouwen of uitbreiden van hun hypotheekportefeuilles (zie Grafiek 2).

Box 2 Bruto marge op nieuwe hypotheekleningen bij banken

De marge op nieuw verstrekte hypotheekleningen (inclusief rentevernieuwingen) bij banken wordt in deze Box op twee verschillende manieren in beeld gebracht (zie Grafiek 7). De grafiek laat zien dat de bruto-marge op nieuwe hypotheekleningen is gedaald in het marktsegment met langere rentevaste periodes (Grafiek A) maar dat de marge op het totaal van nieuw verstrekte hypotheekleningen redelijk op peil gebleven is (Grafiek B). De marges in beide figuren zijn bruto, wat wil zeggen dat er van deze marge nog kosten af moeten. Deze kosten zijn bijvoorbeeld operationele kosten en kosten voor kredietrisico en vervroegde aflossingen.

Grafiek A toont de marges als het verschil tussen de rentetarieven op nieuwe hypotheekleningen in een bepaald looptijdsegment en de gemiddelde vergoeding die banken op de mix van hun financieringsbronnen betalen. De mix van financieringsbronnen van banken is een combinatie van marktfinanciering, spaargelden en andere bronnen zoals centrale bankfinanciering en eigen vermogen. De looptijd van de financiering is hier niet aangepast aan die van de hypotheekleningen. Grafiek A laat zien dat er sinds 2014 sprake is geweest van een daling van de bruto marge op nieuwe hypotheekleningen met een rentevaste periode van langer dan vijf jaar, terwijl de bruto marge voor hypotheekleningen met een rentevaste periode tot en met vijf jaar juist redelijk stabiel is gebleven. Bij correctie voor looptijden zouden de marges in het lange segment lager liggen, maar niet per se sterker zijn gedaald. Dat is alleen het geval als de financieringskosten voor langere looptijden harder zouden zijn gestegen dan gemiddeld. >>

Grafiek B toont de gemiddelde marge over alle nieuw verstrekte hypotheekleningen als het verschil tussen de hypotheekrente en de depositorente, waarbij is gecorrigeerd voor het verschil in looptijden van spaargelden en deposito's door het verschil tussen de 2- en 7-jaars swaprente af te trekken (zie ook OFS, najaar 2016). Grafiek B laat zien dat de marge op het totaal van alle nieuw verstrekte hypotheekleningen redelijk op peil is gebleven. Dit komt doordat er een verschuiving is geweest naar hypotheekleningen met langere rentevaste periodes, waar de marges hoger liggen dan in het korte segment (zie Grafiek A). Deze verschuiving compenseert de margedaling in de langere looptijdsegmenten.

Grafiek 7 Bruto rentemarge nieuwe hypotheekleningen banken

Grafiek A
Bruto marge (%)



Grafiek B (OFS, najaar 2016)
Bruto marge (%)



Bron: DNB.

2.2 Oorzaken

De lagerente-omgeving speelt een belangrijke rol bij de toegenomen activiteit van niet-bancaire spelers op de markt voor hypotheekleningen. De huidige lage rente heeft de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars onder druk gezet, waardoor zij extra gedreven zijn om te zoeken naar beleggingen met een gunstig rendement in combinatie met een beperkt risico en een relatief lage kapitaaleis.¹⁰ Hypotheekleningen worden in dit perspectief gezien als een aantrekkelijke beleggingscategorie, met een relatief stabiel beleggingsrendement dat hoger ligt dan het rendement op staatsobligaties. Dit komt deels door het illiquide karakter van beleggingen in hypotheekleningen; verzekeraars en pensioenfondsen zijn relatief goed gepositioneerd om hiervan te profiteren vanwege hun lange beleggingshorizon.¹¹ Tegelijkertijd groeit het vertrouwen van beleggers in de Nederlandse hypotheekmarkt, dankzij het herstel van de huizenmarkt en geringe verliezen op hypotheekleningen, ook tijdens de recente crisisjaren. Daarnaast kiezen consumenten vanwege de lage rente vaker voor een hypotheek met een lange rentevaste periode. Voor

pensioenfondsen en verzekeraars is dit een relatief aantrekkelijk hypotheekmarktsegment omdat deze hypotheekleningen goed aansluiten bij het langlopende karakter van hun verplichtingen.

Een aantal aspecten heeft de toetreding tot de Nederlandse hypotheekmarkt aantrekkelijker gemaakt. Hypotheken zijn steeds meer een standaardproduct geworden dankzij verschillende ontwikkelingen: de verlaging van de LTV-limiet, de aanscherping van de inkomensnormen en de fiscale stimulering van de aflossing op nieuwe hypotheekleningen. Tegelijkertijd kent Nederland van oudsher relatief veel onafhankelijke hypotheekadviseurs en dat vergemakkelijkt de toetreding van nieuwkomers. Voeg daarbij de voortgaande specialisatie van de dienstverlenende partijen, waardoor nieuwe toetreders in de hypotheekmarkt verschillende taken apart kunnen uitbesteden zoals administratieve diensten en verstrekking.

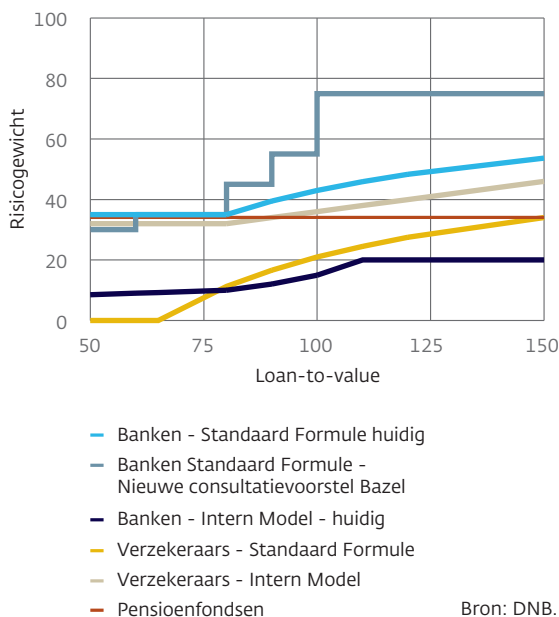
Veranderingen in toezichtkaders zijn eveneens medeverantwoordelijk voor de verschuivingen. De afgelopen jaren zijn de kapitaaleisen voor banken aangescherpt, voor zowel de kwaliteit als de kwantiteit van kapitaal dat zij moeten aanhouden.

¹⁰ Een gedaalde rente hoeft op zichzelf geen aanleiding te zijn voor wijzigingen in het beleggingsbeleid van verzekeraars en pensioenfondsen: de afruil tussen risico en rendement in het beleggingsbeleid is immers van alle tijden, ongeacht de rentestand. Bovendien daalt in een lagerente-omgeving ook het vereiste rendement voor het nakomen van verplichtingen; beleggingen hoeven dus slechts de lage rentes op te brengen om de solvabiliteitspositie op hetzelfde niveau te houden. De huidige lage rente kan echter indirect een rol spelen bij de toename van beleggingen in hypotheekleningen door verzekeraars en pensioenfondsen. Als door gedaalde rentes de solvabiliteitspositie is verslechterd, dan ontstaat er mogelijk druk om in relatief meer risicovolle instrumenten met een relatief gunstige kapitaaleis te investeren om de solvabiliteitspositie te herstellen.

¹¹ De hoogte van de illiquiditeitspremies is moeilijk vast te stellen; bij gebrek aan data is voor de meeste illiquide markten weinig onderzoek gedaan naar de hoogte van deze risicopremie.

Grafiek 8 Kapitaalbeslag niet-gesecuritiseerde hypotheekleningen, banken verzekeraars en pensioenfondsen¹²

Procenten



Bron: DNB.

Zo gelden hogere minimumkapitaaleisen en strengere selectiecriteria voor kapitaalinstrumenten die mogen meetellen om aan de kapitaaleisen te voldoen. Daarnaast moeten banken extra bufferkapitaal aanhouden bovenop de minimumkapitaaleisen. Ook moeten banken voldoen aan een minimum leverage ratio en liquiditeitseisen. Momenteel werkt het Bazelse Comité aan voorstellen voor nieuwe kapitaaleisen. Als gevolg van deze voorstellen kan het kapitaalbeslag van hypotheekleningen stijgen en mogelijk hoger komen te liggen dan bij verzekeraars en pensioenfondsen (zie Grafiek 8 en Box 3). Dit geldt met name voor hypotheekleningen met een LTV-ratio hoger dan 80%. Kapitaaleisen lijken overigens niet een dominerende rol te spelen in de samenstelling van de hypotheekleningenportefeuilles. Zo zien we dat pensioenfondsen en verzekeraars relatief veel in NHG-leningen beleggen (zie Grafiek 6) die voor deze spelers eenzelfde kapitaalbeslag kennen als leningen zonder NHG. Banken verstrekken juist relatief weinig NHG-hypotheekleningen, terwijl zij voor dit type leningen een voordeel genieten in het kapitaalbeslag.

¹² De vergelijking heeft betrekking op hypotheekleningen die niet vallen onder NHG. In de plannen van het geconsulteerde nieuwe Basel voorstel zou deze minimumvloer voor de risicogewichten van hypotheekleningen kunnen gaan gelden voor banken die gebruik maken van interne risicomodellen. Deze minimumvloer zou dan een percentage worden van de risicogewichten in het standaardmodel. De scenariogebaseerde kapitaaleisen bij pensioenfondsen en verzekeraars zijn vertaald naar risicogewichten door een 'banken' kapitaaleis van 12,5% te veronderstellen. Bij de berekeningen van deze risicogewichten zijn voor verzekeraars en pensioenfondsen aannames gedaan: voor verzekeraars is een 50% reductie verondersteld voor diversificatievoordelen en het verliescompenserende vermogen van belastingen en bij pensioenfondsen is een 40% reductie voor diversificatie verondersteld.

Box 3 Kapitaalbeslag hypotheekfinanciering per sector

Het vergelijken van de toezichtkaders voor banken enerzijds en pensioenfondsen en verzekeraars anderzijds is niet zonder meer mogelijk, omdat de opbouw en de aard van de kapitaaleisen uiteenloopt bij de verschillende kaders; denk hierbij vooral aan het verschil tussen het boekwaardekader bij banken en het marktwaardekader bij verzekeraars en pensioenfondsen. Ook is het verschil tussen risicogewichten in de kapitaaleis bij banken tegenover scenariogebaseerde kapitaaleisen bij verzekeraars en pensioenfondsen belangrijk. Desondanks schetst de grove vergelijking in Grafiek 8 een beeld van de wijze waarop de kapitaaleisen zich tot elkaar verhouden voor niet-gesecuritiseerde hypotheekleningen zonder NHG.

Verzekeraars moeten met de invoering van Solvency II per 1 januari 2016 kapitaal aanhouden voor hypotheekleningen, terwijl dit voorheen niet het geval was. Vooral voor de hogere LTV's lopen de kapitaaleisen op, tot niveaus hoger dan voor banken onder de huidige interne modellen. Bij lage LTV's (tot circa 75%) is de kapitaaleis voor verzekeraars lager. Grafiek 8 toont een hogere kapitaaleis voor verzekeraars met een intern model dan met de standaardformule. In de praktijk ligt de kapitaaleis voor verzekeraars met een intern model lager omdat zij gebruik mogen maken van een zogeheten dynamische Volatility Adjustment die de totale kapitaaleisen verlaagt. Dit voordeel is niet te modelleren zonder inzage in alle beleggingen, en daarom niet getoond in Grafiek 8.

Pensioenfondsen hebben met de invoering van het nFTK ook te maken gekregen met zwaardere kapitaaleisen, maar worden hier in hun allocatiebesluiten minder door gedreven dan banken en verzekeraars. Voor pensioenfondsen is het vereist eigen vermogen voor hypotheekleningen grofweg 40% hoger sinds de invoering van nFTK per 1 januari 2015. Maar het is hen onder voorwaarden toegestaan om gedurende meerdere jaren minder dan het vereist eigen vermogen te bezitten. Zodoende kunnen kapitaaleisen voor pensioenfondsen minder leidend zijn dan voor verzekeraars en banken.

Voor leningen zonder NHG is de vergelijking van het kapitaalbeslag wezenlijk anders. Waar het kapitaalbeslag voor leningen met NHG niet of nauwelijks lager is voor pensioenfondsen en verzekeraars, is het kapitaalbeslag voor banken voor leningen met NHG wel lager. Voor banken die de standaardbenadering hanteren is het kapitaalbeslag fors lager voor leningen met NHG ten opzichte van leningen zonder NHG; banken die een intern model hanteren kennen voor NHG leningen ook een lager risicogewicht, maar het verschil is minder groot dan onder de standaardbenadering.

Toezichtkaders hebben ook invloed op de wijze waarop wordt belegd in hypotheekleningen. Securitiseringskaders krijgen een relatief strenge behandeling in de toezichtkaders voor banken (Bazel III) en verzekeraars (Solvency II). Dat betekent dat een belegging in een portefeuille niet-gesecuritiseerde hypotheekleningen een lager kapitaalbeslag krijgt dan een belegging in dezelfde hypotheekportefeuille via securitisaties. Dit verklaart de sterke groei van niet-gesecuritiseerde hypotheekbeleggingen en de afname van de beleggingen van institutionele beleggers in hypotheeksecuritisaties.

Verschillen tussen banken, verzekeraars en pensioenfondsen rechtvaardigen de verschillen in toezichtseisen.¹³ Banken, verzekeraars en pensioenfondsen concurreren met elkaar op de kredietmarkten, maar vallen onder verschillende toezichtregimes met uiteenlopende toezichtseisen. Dat kan de vraag oproepen of er wel sprake is van een gelijk speelveld. Banken, verzekeraars en pensioenfondsen hebben echter fundamenteel andere bedrijfsmodellen en daaruit voortvloeiende balansen en risico's. Een vergelijkbare hypotheekleningenportefeuille op de balans van een bank leidt tot andere balansrisico's dan bij een verzekeraar of pensioenfonds. Daarnaast moeten banken een plotselinge uitstroom van (spaar)gelden kunnen opvangen. Dat neemt niet weg dat er ook verschillen tussen toezichtkaders kunnen bestaan die zich moeilijk laten verklaren uit de intrinsieke

verschillen tussen soorten instellingen. Daar waar verschillen geen duidelijke prudentiële gronden hebben, vindt DNB het tegengaan van crosssectorale inconsistenties van belang. Dat voorkomt arbitrage van regelgeving en draagt bij aan een gelijk speelveld.

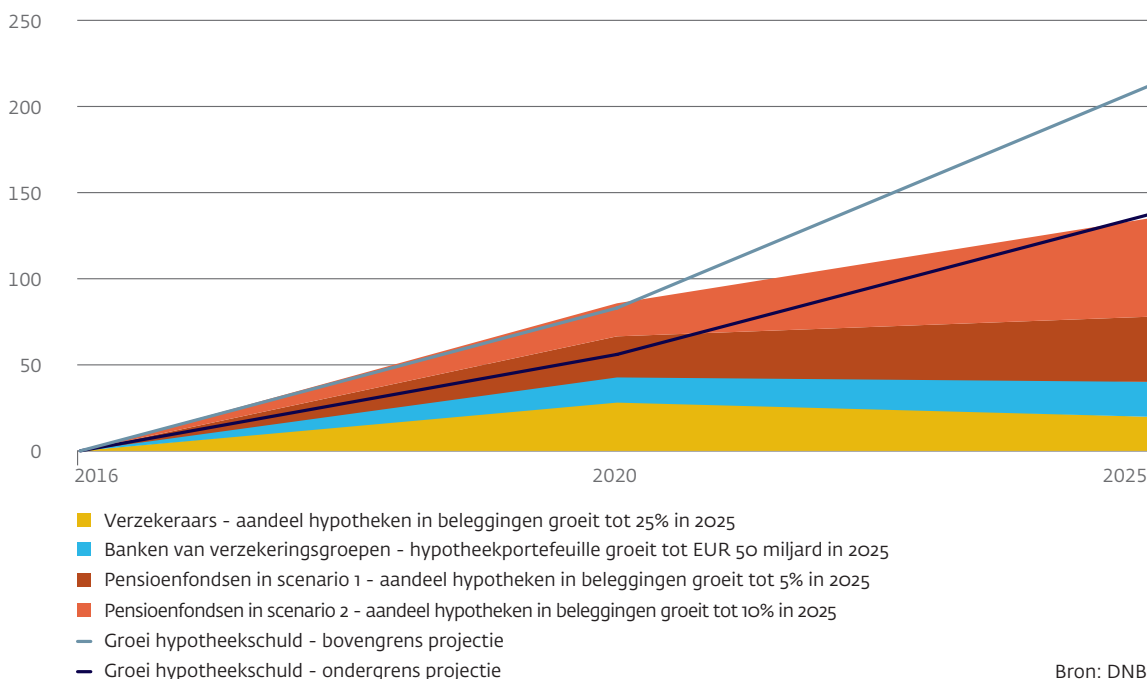
2.3 Vooruitblik

De toekomstige omvang van hypotheekbeleggingen van institutionele beleggers wordt vooral bepaald door het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Voor verzekeraars lijkt de ruimte om verder te groeien in hypotheekleningen beperkt, aangezien hypotheekleningen nu al een substantieel deel (15%) van het belegde vermogen uitmaken en de levensverzekeringssector naar verwachting zal krimpen. Daarentegen kunnen pensioenfondsen op korte termijn hun beleggingen op de hypotheekmarkt nog flink uitbreiden, aangezien op dit moment minder dan 2% van de belegde middelen van pensioenfondsen bestaan uit hypotheekleningen. Binnen de pensioensector zijn de grootste fondsen tot nog toe relatief terughoudend met beleggingen in Nederlandse hypotheekleningen. Aangezien de grootste fondsen samen het merendeel van het Nederlandse pensioenvermogen beleggen, is hun beleid sterk bepalend voor de mate waarin de totale beleggingen van pensioenfondsen in hypotheekleningen groeien. Deze vooruitblik onderscheidt daarom twee groeiscenario's (zie Box 4). In scenario 1 groeien de

13 Zie ook DNB (2015a), Verschillen tussen banken, verzekeraars en pensioenfondsen rechtvaardigen verschillen in toezicht, DNBulletin, maart 2015, op dnb.nl

Grafiek 9 Groei hypotheekbeleggingen institutionele spelers afgezet tegen groei hypotheekschuld¹⁴

EUR mrd



hypotheekbeleggingen alleen bij pensioenfondsen die nu al aanzienlijke beleggingen in hypotheek hebben. In scenario 2 gaan alle pensioenfondsen een substantieel deel (10%) van het vermogen beleggen in hypotheek, zie Grafiek 9.

Ondanks extra hypotheekbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers kan op langere termijn het belang van bancaire financiering en financiering uit het buitenland (weer) oplopen. Bij ongewijzigd beleid zal de Nederlandse

¹⁴ Grafiek 9 toont de mutatie voor de jaren 2020 en 2025 ten opzichte van 2016. Er is geen projectie gemaakt voor de jaren tussen 2016 en 2020, en de jaren tussen 2020 en 2025. In deze tussenliggende jaren is de projectie lineair doorgetrokken om de ontwikkeling over de tijd grafisch weer te geven.

woninghypotheekschuld naar verwachting verder stijgen (zie Grafiek 9). Tot 2020 kan de verwachte groei van de hypotheekschuld worden geacommodeerd door extra hypotheekbeleggingen van pensioenfondsen en verzekeringsgroepen. Echter, in de jaren daarna is dat niet meer het geval, ook niet in scenario 2 waarin alle pensioenfondsen grootschalig de hypotheekmarkt betreden (zie Grafiek 9). De allocatie van binnenlandse institutionele spelers bereikt op enig moment een niveau waarbij een verdere toename niet langer aantrekkelijk is vanuit het oogpunt van risicospreiding. Ook wordt de groei van het pensioenvermogen onder andere beperkt door de toename van het aantal gepensioneerden. Banken zullen daarom naar verwachting een dominante rol blijven spelen op de hypotheekmarkt. Wel kan een toename van het kapitaalbeslag op

hypotheekleningen leiden tot balansverkorting bij banken. In dat geval zou de rol van banken in toenemende mate verschuiven naar die van een doorgeefluik waarbij banken dominant blijven in de hypotheekverstrekking zonder deze op de eigen balans te houden middels financiering door andere partijen. De afgelopen tijd lijkt de belangstelling van buitenlandse partijen weer te groeien, maar hun rol is nog steeds relatief klein. In het verleden waren buitenlandse aanbieders meestal slechts kortstondig actief op de markt. De mate waarin buitenlandse financiers belangstelling hebben, hangt af van de liquiditeit en verdere standaardisatie van hypotheekleningen. De kapitaalmarktinitiatieven van de Europese Commissie voorzien onder meer in lagere kapitaaleisen voor securitisaties die simpel, transparant en gestandaardiseerd zijn.

Box 4 Simulatie groei hypotheekschuld en hypotheekbeleggingen institutionele beleggers

Om te bepalen welke rol institutionele beleggers in de nabije toekomst zouden kunnen spelen, zijn twee scenario's opgesteld voor de groei van hypotheekbeleggingen van institutionele spelers tot 2025. De twee scenario's hebben niet het karakter van een voorspelling, maar geven een beeld van de gevolgen van toenemende beleggingen door verzekeringsgroepen en pensioenfondsen op de hypotheekmarkt als geheel. In de projectie krimpt de balansomvang van verzekeraars in de komende jaren door de terugval van de verkoop van nieuwe levensverzekeringen, terwijl gemakshalve is verondersteld dat de nominale balansomvang van pensioenfondsen gelijk blijft, onder andere door een toename van het aantal gepensioneerde deelnemers. In beide scenario's verhogen verzekeraars hun allocatie van 15 % tot 25%; bankdochters van verzekeraars verhogen hun hypotheekportefeuille met 60%. De twee scenario's verschillen in de mate waarin de hypotheekbeleggingen van pensioenfondsen groeien. In scenario 1 verhogen alleen pensioenfondsen die nu al aanzienlijke beleggingen in hypotheek hebben hun allocatie tot 10%; de overige pensioenfondsen houden hun portefeuille ongewijzigd. De gemiddelde beleggingen van pensioenfondsen in hypotheek nemen dan toe van 1,8% tot 5% van het belegde vermogen. In scenario 2 zet de groei sterker door, omdat nu alle pensioenfondsen in hypotheek beleggen: de hypotheekbeleggingen van alle pensioenfondsen stijgen tot 10% van het belegde vermogen.

Daarnaast heeft DNB een projectie opgesteld voor de nominale groei van de Nederlandse hypotheekschuld bij ongewijzigd beleid. De hypotheekschuld groeit van circa EUR 662 miljard per medio 2016 naar EUR 800 tot EUR 875 miljard in 2025. Als percentage van het bbp hoeft er geen sprake te zijn van een toename, omdat ook het nominale bbp naar verwachting stijgt. De stijging van de hypotheekschuld vloeit onder andere voort uit de verwachtingen over de toename van het aantal koopwoningen, de stijging van de huizenprijzen en het verschil tussen de hoogte van de gemiddelde hypotheek van nieuwe huizenkopers en die van uittrekkers, die in het verleden voor minder geld een huis konden kopen. DNB verwacht dat dit op de middellange termijn een grotere impact heeft dan de neerwaartse effecten van de verlaging van de LTV en de toename van de hypotheekaflossingen. In de simulatie is verder rekening gehouden met ontwikkelingen in de bevolkingsomvang en de samenstelling van huishoudens.

3 Bedrijfsleningenmarkt

3.1 Verschuivingen in kaart

Voor Nederlandse bedrijven is bancair krediet de belangrijkste bron van financiering met vreemd vermogen. Dit vormt naar schatting 80% van de financiering aan het MKB. Bijna alle (95%) bedrijven zijn microbedrijven,¹⁵ die mede vanwege hun omvang nauwelijks toegang hebben tot de kapitaalmarkt en daarom aangewezen zijn op bankfinanciering. Wel is de bancaire kredietverstrekking aan Nederlandse bedrijven sinds 2010 gedaald. De sterkste daling deed zich voor in de kredietverlening aan de commerciële vastgoedsector (Box 5).

Op de markt voor bedrijfsleningen zijn weliswaar verschuivingen zichtbaar naar niet-bancaire financiers, maar deze beperken zich veelal tot grote bedrijven. Het aandeel bancair krediet in de bedrijfsfinanciering met vreemd vermogen is sinds 2010 gedaald met ruim 5%-punt. Zowel vraag- als aanbodeffecten spelen hierbij een rol (CPB, 2015a; CPB 2015b; OESO, 2014). Terwijl grote bedrijven zich steeds vaker financieren met de uitgifte van bedrijfsobligaties, blijven de alternatieve

financieringsvormen voor het MKB, zoals MKB-fondsen en crowdfunding, nog nichemarkten (zie Grafiek 10).¹⁶ Het groeipotentieel van marktfinanciering van het MKB is daarmee groot. Een recente survey van de Europese Commissie (2015a) onderstreept de trend dat steeds meer bedrijven niet langer afhankelijk willen zijn van één financieringsbron: 40% van de ondervraagde bedrijven geeft aan gebruik te willen maken van bancair krediet in de komende twee tot drie jaar. In 2011 was dit nog 70%. Hiertegenover staat een opvallend sterke toename van de voorkeur voor de financiering met extern eigen vermogen.

Grote bedrijven hebben in de afgelopen jaren bankfinanciering voor een belangrijk deel vervangen door de uitgifte van bedrijfsobligaties. Het uitstaande volume aan publiek verhandelbare schuldbewijzen is in zes jaar tijd met ruim de helft toegenomen tot EUR 141 miljard.¹⁷ Een analyse van Meyer et al. (2014) wijst erop dat in de crisisjaren banken ervoor kozen om bedrijven te begeleiden bij obligatie-uitgifte ten koste van het verstrekken van syndicaatsleningen. De aankondiging van het ECB-opkoopprogramma van bedrijfsobligaties in

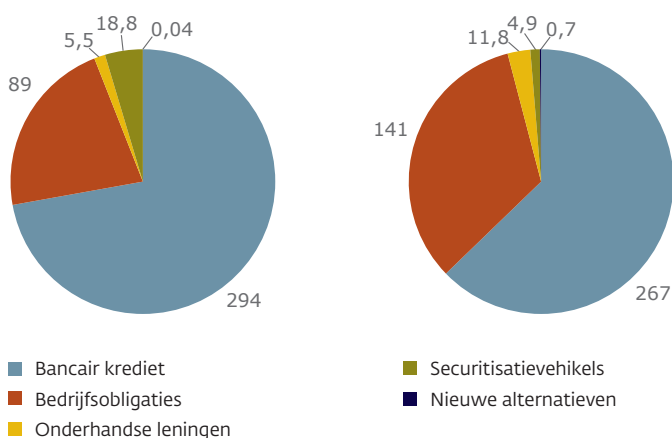
15 Het MKB kan worden onderverdeeld in het microbedrijf (minder dan 10 medewerkers), het kleinbedrijf (10 tot 49 medewerkers) en het middenbedrijf (50 tot 249 medewerkers). Het grootbedrijf telt meer dan 250 medewerkers.

16 In Grafiek 10 is bancair krediet gecorrigeerd voor securitisaties en cash pooling. Omdat niet voor alle nieuwe financieringsvormen cijferreeksen beschikbaar zijn, is hier rekening gehouden met crowdfunding, MKB-beurs NPEX, Bedrijfsleningenfonds en MKB-Impulsfonds, kredietunies en Qredits (micro)financiering. Bij de eerste vier genoemde financieringsvormen gaat het om geïnvesteerde bedragen. Omwille van een helder overzicht is gekozen om de leningen verstrekt door niet-financiële instellingen en het buitenland in grafiek 10 niet op te nemen.

17 Ultimo tweede kwartaal 2016.

Grafiek 10 Overzicht verschuivingen bedrijfsleningenmarkt¹⁸

Uitstaande schuld 2010 in EUR miljard Uitstaande schuld 2016 in EUR miljard



Bron: DNB, CBS, Dealogic, Douw & Koren, NPEX, Qredits en VSK/VKN.

het voorjaar van 2016 zorgde voor een versnelling in de uitgifte van bedrijfsobligaties. Circa 40% van de stijging in de bedrijfsobligatie-uitgifte vond nadien plaats. Uit berekeningen van de ECB (2016) blijkt dat de aankondig van het opkoopprogramma grofweg twee derde van de daling van het renteververschil tussen hoogwaardige bedrijfsobligaties en de risicovrije rente verklaart. Vooral voor de internationaal opererende grootbedrijven zijn bedrijfsobligaties een steeds aantrekkelijkere financieringsbron. Ter illustratie: bedrijfsobligaties maken bijna een kwart uit van het totale vreemd vermogen, een toename van 7%-punt ten opzichte van 2010.¹⁸ Het aantal bedrijven dat de

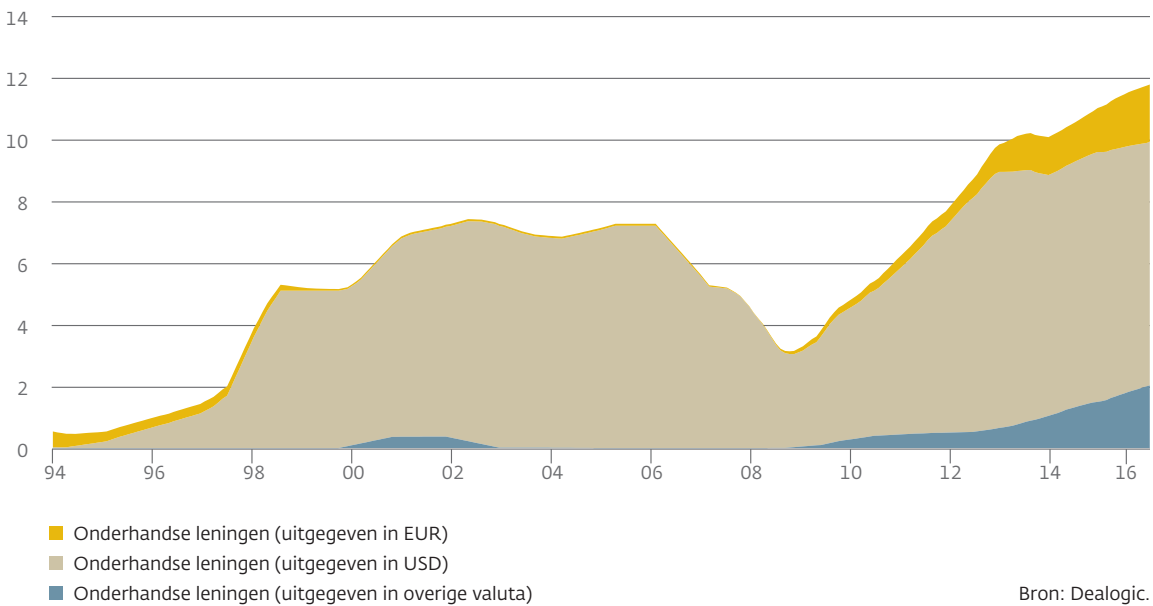
bedrijfsobligatiemarkt opgaat, is evenwel beperkt: tien Nederlandse bedrijven zijn verantwoordelijk voor circa 80% van de bedrijfsobligatie-uitgifte sinds 2012.

De markt voor onderhandse leningen is in opkomst, maar lijkt slechts voor enkele (middel)grote bedrijven een aantrekkelijk financieringsalternatief. Dankzij de uitgifte van grofweg tien bedrijven is het uitstaande volume aan onderhandse leningen meer dan verdubbeld tot ruim EUR 12 miljard (Grafiek 11). Anders dan bij bedrijfsobligaties is een officiële kredietbeoordeling niet nodig voor de emissie van onderhandse leningen en zijn de emissiekosten

¹⁸ Op basis van de cijfers van het CBS voor 2014.

Grafiek 11 Markt voor Nederlandse onderhandse leningen in opkomst

Uitstaand bedrag ultimo 2016 tweede kwartaal in EUR miljard (12-maands voortschrijdend gemiddelde)



lager. Deze markt zal naar verwachting alleen toegankelijk blijven voor een beperkt aantal (middel) grote bedrijven: dit vanwege de gemiddelde omvang van onderhandse leningen en de bijkomende rapportageverplichtingen (OESO, 2015). Uit verschillende studies blijkt dat het voor beleggers pas loont om te investeren in deze markt vanaf een bedrag van EUR 20 miljoen (Banque de France, 2015). Nederlandse bedrijven geven de voorkeur aan de Amerikaanse markt boven de gefragmenteerde markten in het eurogebied: circa 80% van het uitstaande bedrag aan onderhandse leningen is uitgegeven in Amerikaanse dollars.

Alternatieve financieringsvormen voor (zeer) kleine ondernemingen groeien weliswaar snel, maar vormen nog altijd slechts een fractie van het totale financieringsaanbod. Via peer-to-peer lending werd in 2011 minder dan EUR 1 miljoen geleend; dat bedrag is opgelopen tot EUR 92 miljoen in 2015 (Douw & Koren, 2016). In Nederland bestaan enkele tientallen peer-to-peer platforms: veertien hebben een AFM-vergunning als beleggingsonderneming of financieel dienstverlener. Ook andere vormen van financiering, zoals kredietunies (EUR 4 miljoen) en microkredieten (EUR 42 miljoen), blijven vooralsnog nichemarkten. De nieuwe financieringsvormen zijn

30

slechts een fractie van de bancaire kredietverlening aan het kleinere segment (< EUR 250 duizend) en wegen nauwelijks op tegen de krimp daarvan in de afgelopen jaren. Enerzijds is dit te wijten aan de nog relatief lage bekendheid van ondernemers met de nieuwe financieringsvormen. Anderzijds kan het voor deze alternatieve financieringsvormen lastig

zijn om vraag en aanbod op elkaar af te stemmen, waardoor de kans van slagen beperkt is (Deloitte 2014). Traditionele alternatieven, zoals leasing en factoring, zijn relatief duur en daardoor nauwelijks relevant voor het kleinbedrijf (CPB, 2015a; Panteia, 2013).

Box 5 Kredietverlening aan vastgoedsector

De bancaire kredietverstrekking aan de commercieel vastgoedsector is sinds eind 2010 met ruim een derde afgenomen tot ruim EUR 62 miljard in het tweede kwartaal van 2016. Hiervan is tweederde verstrekt aan de Nederlandse vastgoedsector. De gezamenlijke commercieel vastgoedportefeuille van de Nederlandse grootbanken is met iets meer dan 3% weliswaar relatief klein ten opzichte van de totale balansomvang, maar wel risicovol (circa 10% van de totale risicogewogen activa). Banken zijn terughoudend geworden met de kredietverstrekking aan de commercieel vastgoedsector vanwege de moeilijke situatie op deze markt en de krappe liquiditeitsposities van commercieel vastgoedbedrijven. Ook spelen de aangescherpte kapitaaleisen voor banken een rol. Eind 2010 was bijna één op de drie uitstaande bankkredieten verstrekt aan deze sector. Inmiddels is dit aandeel gedaald tot een op de vijf uitstaande bankkredieten.

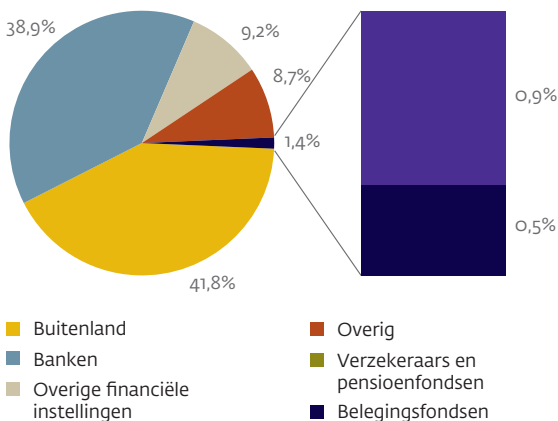
Naast minder kredietverstrekking hebben Nederlandse banken voor bijna EUR 4 miljard aan vastgoedportefeuilles afgestoten in de periode 2012-2015 (CBRE, 2015). In 2016 komt daar nog eens circa EUR 6 miljard bij (Deloitte, 2016). De verwachting is dat de verkoop van de vastgoedportefeuilles in de komende jaren doorzet, omdat banken de omvang van hun risicogewogen activa willen verminderen. Voor de kopers – veelal Amerikaanse en, in mindere mate, Britse beleggingsfondsen – wegen het gunstige Nederlandse insolventierecht en in Europees perspectief lage percentage wanbetalingen op tegen de behoorlijk illiquide vastgoedmarkt met relatief veel leegstand.

3.2 Knelpunten

Verschillende vormen van marktfalen gaan ten koste van niet-bancaire financiering van het MKB. In de eerste plaats is er sprake van informatieasymmetrie, waardoor de baten van een investering mogelijk niet opwegen tegen de kosten ervan. Vooral kleinere bedrijven zijn vaak niet in staat om een volledig inzicht te verschaffen in hun financiële positie, vanwege de relatief hoge kosten die hiermee gemoeid zijn. Dit maakt het relatief bewerkelijk om de kredietwaardigheid van het MKB en daarmee de kwaliteit van kredieten in de portefeuille te beoordelen. Daar komt bij dat het kredietrisico op MKB-leningen relatief hoog is, met gemiddeld 10%

Grafiek 12 Nederlandse institutionele beleggers verstrekken slechts beperkt bedrijfsleningen

Aandeel in uitstaand volume bedrijfsleningen ultimo 2016 tweede kwartaal



Bron: DNB, CBS.

aan niet presterende leningen sinds 2013. Daarnaast beschikken (institutionele) beleggers niet altijd over de analysecapaciteiten om de kredietwaardigheid van het MKB te beoordelen, waardoor zij de investering niet op waarde kunnen schatten (Crawford et al., 2015).

Grafiek 12 laat zien dat Nederlandse institutionele beleggers slechts een beperkte rol spelen in het verstrekken van bedrijfsleningen. Het IMF (2014) heeft eerder geadviseerd dat het oprichten van een kredietregister voor het MKB op termijn de transparantie en de kwaliteit van kredietgegevens kan vergroten, wat het aantrekken van financiering makkelijker maakt.

In de tweede plaats vergroot het gebrek aan standaardisatie van verslaggeving en leningendocumentatie de monitoringskosten voor (institutionele) beleggers. Bedrijfsleningen zijn zeer divers, aangezien bedrijven sterk verschillen in omvang en rechtsvorm, het type onderpand dat zij gebruiken en de vorm en senioriteit van de leningen die zij afsluiten. Dat de markt voor onderhandse leningen in het eurogebied zich moeizaam ontwikkelt, komt door het gebrek aan standaardisatie, zo stellen de OESO (2015) en de EC (2015b). De OESO (2015) verklaart het succes van de Amerikaanse markt voor onderhandse leningen grotendeels uit de standaardisatie van leningendocumentatie en de rol van de National Association of Insurance Commissioners in de kredietbeoordeling van deze leningen. Eerder stelden de Bank of England en de ECB (2014) dat de verdergaande standaardisatie van MKB-leningen een oplossing kan bieden

voor de verschillen in een gesecuritiseerde MKB-leningenportefeuille, wat de analyse van het kredietrisico op portefeuilleniveau makkelijker maakt.

In de derde plaats maakt het gebrek aan liquiditeit en grootschalige initiatieven het voor Nederlandse bedrijven lastig om rechtstreeks financiering op te halen bij (institutionele) beleggers. De fragmentatie van de financiële markten in het eurogebied beperkt de verhandelbaarheid en de liquiditeit van effecten. Een recent rapport van het CEPS (2016) noemt de fragmentatie als een belangrijke oorzaak van het steeds grotere financieringsgat bij vooral het snelgroeiende middenbedrijf in het eurogebied dat goedkope en stabiele financieringsbronnen zoekt. Bovendien vraagt een investering om een zekere minimale omvang. Volgens de SER (2014) zijn grootschalige initiatieven nodig (investeringsvolume > EUR 1 miljard) om MKB-leningen als beleggingscategorie aantrekkelijk te maken voor institutionele beleggers. Investeringsmet een substantiële omvang rechtvaardigen immers de transactiekosten en maken benchmarking makkelijker. Deze beleggers zullen naar verwachting kleinschalige initiatieven inpassen in hun bestaande private equity en creditmandaten.

Het MKB – en in het bijzonder het kleinbedrijf – beschikt over onvoldoende eigen vermogen en onderpand om marktfalen op te vangen. Omdat monitoring door niet-bancaire financiers lastig is, moeten bedrijven voldoende eigen vermogen inbrengen om marktfinanciering te kunnen aantrekken. Uit diverse onderzoeken blijkt

echter dat een deel van het MKB – in het bijzonder het kleinbedrijf – er conjunctureel en structureel niet goed voor staat (CPB, 2014). Ook hebben bedrijven minder verpandbare activa naarmate ze kleiner zijn. In een bankgebaseerd systeem is het voor bedrijven met minder eigen vermogen makkelijker om bancair krediet te krijgen. Banken hebben vaak een langdurige relatie met bedrijven, waardoor ze over betere informatie beschikken en de risico's beter kunnen monitoren dan andere partijen.

Aan de vraagzijde lijken ondernemers in het MKB voorzichtig in het gebruik van (nieuwe) financieringsalternatieven voor bancair krediet. Naarmate een bedrijf kleiner is, worden minder financieringskanalen aangeboord. Microbedrijven doen drie van de vier keer een kredietaanvraag bij hun eigen bank in plaats van bij een alternatieve aanbieder (ACM, 2015). Tegelijkertijd hebben in de afgelopen jaren verschillende technologische ontwikkelingen, zoals volledig op algoritmes gebaseerde kredietgoedkeuring, het mogelijk gemaakt voor een nieuwe en snel groeiende groep fintech-bedrijven om de markt voor online kredietverlening te betreden. Dankzij hun hoogwaardige ICT-systemen en de schaal van hun dienstverlening kunnen zij sneller en in sommige gevallen goedkoper opereren dan banken. De bekendheid met deze nieuwe financieringsvormen neemt geleidelijk toe. Zo blijkt uit een survey van de Kamer van Koophandel (2015) dat crowdfunding in de top vijf van overwogen financieringsvormen staat, maar dat slechts 1% van het kleinbedrijf hiervan gebruik heeft gemaakt.

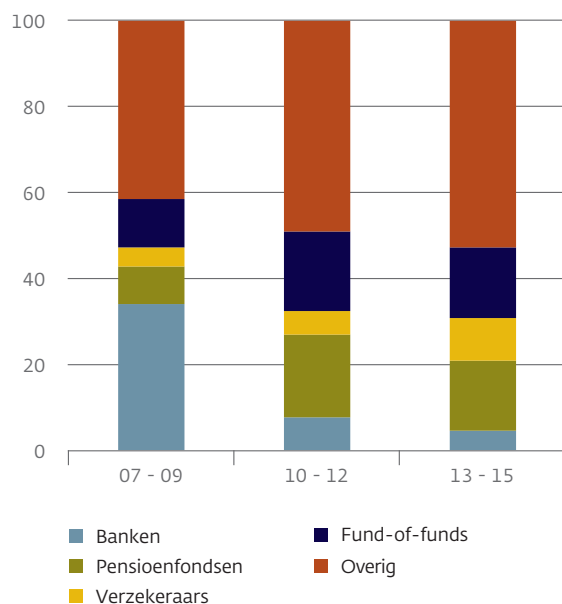
3.3 Vooruitblik

Verschillende fondsen worden geïntroduceerd om de toegangsdrmpel voor het MKB tot de marktfinanciering te verlagen. Investeren via fondsen is aantrekkelijk voor institutionele beleggers, die op zoek zijn naar investeringsprojecten met een bepaalde schaalgrootte. Met de oprichting van de Nederlandse Investeringsinstelling zijn twee fondsen tot stand gekomen voor het MKB: het Bedrijfsleningen fonds en het Achtergestelde Leningen fonds die een gecombineerde bank- en fondsfinanciering mogelijk maken. De beoogde omvang van beide fondsen is EUR 1,3 miljard. Tot nog toe hebben institutionele beleggers via het Bedrijfsleningen fonds EUR 70 miljoen geïnvesteerd. Daarnaast is via het MKB Impulsfonds EUR 48 miljoen geïnvesteerd in het MKB. Tot slot zijn er elf MKB-bedrijven met een (achtergestelde) obligatienotering en zijn dertien beleggingsfondsen genoteerd op de MKB-beurs NPEX. Via het NPEX Ondernemersfonds kunnen institutionele beleggers investeren in achtergestelde obligaties die op de NPEX beurs worden aangeboden. Gezien de jaarlijkse financieringsbehoefte van het MKB van gemiddeld EUR 12,5 miljard sinds 2010 is de omvang van deze fondsen nog beperkt. Dit illustreert tegelijkertijd de groeipotentie van deze fondsen.

Het MKB kan de toegang tot niet-bancaire financiering verbeteren door het eigen vermogen te versterken. Participatiemaatschappijen kunnen een belangrijke rol spelen in het versterken van

Grafiek 13 Toenemend belang institutionele beleggers in fondsen Nederlandse participatiemaatschappijen

Procenten, aandeel in fondsenwerving



Bron: NVP.

het eigen vermogen van het vooral snelgroeiende MKB. Nederlandse participatiemaatschappijen beheren EUR 28 miljard en doen vooral (80%) kleine investeringen (minder dan EUR 5 miljoen) in het MKB (NVP, 2015). Daarmee zijn participatiemaatschappijen naast banken de belangrijkste financiers van het MKB. Een groter belang van institutionele beleggers in fondsen geworven door participatiemaatschappijen kan bijdragen aan een duurzame ontwikkeling van

34

deze markt (zie Figuur 13). De opbouw van eigen vermogen gaat echter niet zonder slag of stoot. In de eerste plaats is het MKB voor veel eigen vermogensverschaffers weinig aantrekkelijk, omdat de gemiddelde rentabiliteit onder de rendementseis van eigen vermogensverschaffers (Deloitte, 2014). Hoe kleiner het bedrijf des te lager de rentabiliteit. Daarnaast zijn ondernemers in het MKB terughoudend met het delen van de zeggenschap over het bedrijf. Veel ondernemers in het MKB zijn vaak voor een belangrijk ook eigenaar van het bedrijf, die ondernemen om hun boterham te verdienen en hechten aan de continuïteit van de onderneming (CBS, 2015). Het gevolg is dat de opbouw van eigen vermogen tijd kost. Zo steeg het eigen vermogen van het MKB met gemiddeld 1,5%-punt per jaar in de periode 2000-2009 (CPB, 2014).

Op Europees en nationaal niveau worden verschillende initiatieven ontwikkeld om de knelpunten voor de marktfinanciering van het MKB te adresseren. In het kader van de verdere integratie van de Europese kapitaalmarkt heeft de Europese Commissie onder meer voorgesteld

om de prospectusrichtlijn te vereenvoudigen om daarmee de toegang van vooral het MKB tot de kapitaalmarkt te vergemakkelijken. Het huidige raamwerk is duur en complex, waardoor een apart raamwerk voor bedrijven in dit segment wenselijk is. Tevens wijst de Commissie op het belang van het verder ontwikkelen van zowel de markt voor eenvoudige en gestandaardiseerde securitisaties als de markt voor onderhandse leningen. In dit verband bekijkt de Commissie of het mogelijk is om het aantal potentiële beleggers in deze markten uit te breiden door meer onderscheid te maken in de toezichteisen ten aanzien van het beleggen in deze schuldinstrumenten. In Nederland is met de oprichting van de Nederlandse Investeringsinstelling een stap gezet richting een betere aansluiting tussen de financieringsbehoefte van het MKB en de te beleggen middelen door institutionele beleggers. Ook kan de Standard Business Reporting (SBR) de kosten van de kredietrisicobeoordeling drukken wanneer deze gestandaardiseerde rapportagevorm van ondernemingsgegevens ook voor financieringsverstrekkers beschikbaar is en voor hen relevante informatie bevat.

4 Evaluatie & aanbevelingen

4.1 Meer stabiliteit en diversiteit

Een grotere rol voor verzekeraars en pensioenfondsen in kredietmarkten leidt tot een vermindering van looptijdtransformatie in het financiële systeem en verlaagt daarmee het systeemrisico. Pensioenfondsen en verzekeraars beleggen premiegelden voor de lange termijn. In tegenstelling tot banken zijn zij niet afhankelijk van kortetermijnmarktfinanciering en lopen zij niet het risico dat gelden direct opgevraagd kunnen worden. Pensioenfondsen en verzekeraars zijn daardoor goed gepositioneerd om langetermijnkrediet te financieren zonder looptijdtransformatie. Minder looptijdtransformatie maakt het financiële systeem minder kwetsbaar voor een financiële crisis en marktvolatiliteit. In de hypotheekmarkt richten pensioenfondsen en verzekeraars zich bovendien vooral op het marktsegment met langere rentevaste periodes: dit zijn precies de hypotheekleningen die aansluiten bij de rentegevoeligheid van de verplichtingen van deze spelers.

Het procyclische karakter van de kredietverlening kan verminderen door een grotere rol voor verzekeraars en pensioenfondsen. Historisch gezien is er weinig reden om te verwachten dat een grotere rol van institutionele beleggers leidt tot een

destabiliserende snelle groei van de hypothecaire kredietverlening. De financieringsmogelijkheden van Nederlandse institutionele beleggers worden beperkt door de omvang van de te beleggen middelen. Daarentegen beschikken banken over elastische balansen, door hun geldscheppende vermogen en hun toegang tot kapitaalmarktfinanciering. De snelle groei van de hypotheekschuld in de jaren zeventig en negentig vond plaats toen juist banken hun hypothecaire kredietverlening snel lieten groeien (zie Grafiek 4). Opvallend genoeg nam het aandeel van institutionele beleggers weer wat toe in mindere economische tijden, waarin relatief veel huizenprijzen onder water kwamen te staan.¹⁹

Een grotere rol van niet-bancaire spelers kan leiden tot meer diversiteit en concurrentie op kredietmarkten. Meer diversiteit in financieringsbronnen kan de kwetsbaarheid voor financiële crises verkleinen: als banken in de problemen komen, is er een ruimere mogelijkheid tot niet-bancaire financiering. Bovendien heeft een financiële crisis in een bankgebaseerd systeem een zwaardere impact op de economische groei en de financiële stabiliteit dan in een marktgebaseerd systeem; een marktgebaseerd systeem is juist kwetsbaarder in een conjuncturele economische neergang, zo blijkt uit onderzoek (BIS, 2014). Markt-

¹⁹ Een grotere rol voor verzekeraars en pensioenfondsen vermindert overigens niet alle macro-economische kwetsbaarheden. De Nederlandse hypotheekschuld is internationaal gezien hoog. Dit draagt bij aan financiële kwetsbaarheid van veel woningeigenaren en kan de bestedingen in slechte tijden onder druk zetten. Een verschuiving naar verzekeraars en pensioenfondsen laat dit ongemoeid.

en bankfinanciering zijn dan ook complementair. Daarnaast zorgt een grotere rol van verzekeraars en pensioenfondsen alsook buitenlandse spelers voor meer concurrentie op kredietmarkten, en kan daarmee leiden tot grotere efficiëntie en een kostenverlaging. Na het uitbreken van de crisis waren de marges op hypotheekleningen aanzienlijk hoger, mede omdat er weinig concurrentie was, zo blijkt uit de Sectorstudie Hypotheekmarkt van de toenmalige NMA (2011). Deze hogere marges vertalen zich in hogere leentarieven voor consumenten met nadelige economische effecten tot gevolg. De toetreding van niet-bancaire spelers stimuleert banken om te investeren in nieuwe technologieën, om zo hun dienstverlening te verbeteren en de kosten ervan te verlagen. Kortom, met nieuwe spelers komt er meer diversiteit en minder concentratie: dat bevordert de stabiliteit en efficiëntie van de kredietverlening, zoals eerder door DNB (2015b) bepleit.²⁰

4.2 Prudentiële risico's

De introductie of groei van hypotheekleningen in de beleggingsmix van pensioenfondsen en verzekeraars brengt nieuwe risico's voor deze instellingen met zich mee. Ten eerste is er een kredietrisico; de wanbetaling op Nederlandse hypotheekleningen was laag tijdens de kredietcrisis, maar het is niet uit te sluiten dat in de toekomst de wanbetaling sterk zou kunnen toenemen, bijvoorbeeld door

onvoorziene economische of maatschappelijke ontwikkelingen. Ten tweede bestaat het risico op vervroegde aflossing; dit maakt de opbrengsten van hypotheekleningen minder goed voorspelbaar in vergelijking tot bijvoorbeeld staatsobligaties. De omvang van vervroegde aflossingen is moeilijk te voorspellen en wordt beïnvloed door de renteontwikkeling: dalende rentes kunnen leiden tot meer vervroegde aflossingen dan verondersteld, terwijl stijgende rentes kunnen leiden tot minder vervroegde aflossingen. Ten derde is er het illiquiditeitsrisico; hypotheekleningen kunnen niet zo snel en eenvoudig worden verkocht als staatsobligaties. Een gedwongen verkoop kan tot verliezen leiden. Bij een belegging in hypotheekfondsen is de liquiditeit ogenschijnlijk hoog, maar in werkelijkheid kan die zeer beperkt zijn omdat een verzekeraar of pensioenfonds alleen kan uitstappen als een andere investeerder zijn participatie wil uitbreiden. Vaak willen beleggers tegelijkertijd om dezelfde redenen uitstappen, waardoor er op dat moment mogelijk geen kopers zijn.

De verschuiving in de hypothecaire en bedrijfskredietverlening kan in potentie leiden tot opstapeling van kredietrisico's bij spelers die hierop niet zijn toegerust in hun risicobeheersing of risico's onvoldoende doorgronden. Kredietverlening vergt kennis en ervaring met kredietrisicoselectie en de afwikkeling van slechte leningen. Wanneer de verstrekking van krediet is uitbesteed aan derden,

20 Zie ook DNB-rapport 'Visie op de structuur van de Nederlandse bankensector, 18 juni 2015'.

zoals bij investeringen via een beleggingsfonds, dan moet de kwaliteit hiervan kritisch tegen het licht worden gehouden omdat deze partijen immers zelf niet de risico's dragen. Ook moet er aandacht zijn voor de procedure bij afwikkeling van slechte leningen. Vroegtijdige signalering en proactief beleid bij betalingsachterstanden kan onnodige verliezen beperken en daarmee het beleggingsrendement positief beïnvloeden. Dit geldt zowel op de hypotheek- als de bedrijfskredietenmarkt. Op de bedrijfsleningenmarkt blijft vaak onduidelijk hoe alternatieve kredietplatforms met deze risico's omgaan. Zij maken gebruik van modellen die ontwikkeld zijn in een lagerenteomgeving en nog niet de volledige kredietcyclus hebben meegemaakt. Ook wordt de informatie over investeringsrisico's in verschillende platforms niet prijsgegeven. Wel is de marktomvang van deze kredietverstrekkers klein, waardoor financiële stabiliteitsrisico's vooralsnog gering zijn.

De verschuiving naar hypothecaire financiering door niet-bancaire spelers kan het verdienmodel van banken raken. De afgelopen decennia vormden hypotheekleningen een belangrijke pijler onder het verdienmodel van Nederlandse banken. Mede door toegenomen concurrentie staan marges onder druk (zie Grafiek 7). Toenemende concurrentie heeft niet alleen gevolgen voor de marges en het marktaandeel, maar ook voor de samenstelling van de hypotheekportefeuilles van banken. Wanneer nieuwe spelers zich beperken tot veilige of meer gestandaardiseerde leningen, dan heeft dit zijn weerslag op de kenmerken van leningen die achterblijven bij banken. Zo zien we

bijvoorbeeld dat pensioenfondsen en verzekeraars relatief veel beleggen in hypothecaire leningen met Nationale Hypotheek Garantie; deze leningen vormen inmiddels nog maar een vijfde (20%) van de nieuwe productie bij banken (zie Grafiek 6).

Voor pensioenfondsen en vermogensbeheerders kan de fiduciaire plicht op gespannen voet komen te staan met de klantbelangen die de verstrekker moet borgen. Een hypotheekverstrekker voert het label en streeft naar een duurzame klantrelatie en is daarom gebaat bij een stabiel aanbod in de markt. Maar pensioenfondsen kunnen hier anders instaan: zij streven naar een zo hoog mogelijk rendement voor deelnemers en zullen zich uit de markt terugtrekken als het rendement op hypotheekleningen niet gunstig genoeg is ten opzichte van dat op andere beleggingsmogelijkheden.

Een verschuiving in kredietmarkten leidt tot nieuwe macroprudentiële aandachtspunten. Ten eerste kan een oplopend marktaandeel van niet-bancaire spelers ertoe leiden dat macroprudentiële instrumenten die zich puur op banken richten minder effectief worden (DNB, 2015b; ESRB, 2016). Op de hypotheekmarkt staat daar tegenover dat de LTV- en LTI-limieten gelden voor aanbieders uit alle sectoren, en dus niet aan effectiviteit verliezen bij een verschuiving tussen spelers. Ten tweede raken problemen op de Nederlandse hypotheekmarkt de financiële sector in bredere zin als niet alleen banken maar ook verzekeraars en pensioenfondsen een belangrijke rol spelen in de hypotheekmarkt. De monitoring van macroprudentiële risico's moet daar rekening mee houden. Ten derde

bestaat het risico dat op termijn het aandeel van minder gereguleerde partijen in de financiering van hypotheek en bedrijfsleningen toeneemt. Het gaat hier voornamelijk om minder gereguleerde partijen, waaronder openeinde-beleggingsfondsen en alternatieve kredietplatforms, die bankachtige risico's nemen, zoals liquiditeits- en looptijdtransformatie, terwijl ze geen toegang hebben tot vangnetregelingen. Tevens kunnen ze de complexiteit vergroten en de transparantie verminderen in de kredietketen. Een recente studie van DNB (2015) concludeert dat systeemrisico's kunnen ontstaan wanneer de markt voor financieringen via deze partijen sterk blijft groeien en meer verweven raakt met het reguliere financiële systeem. Dit vraagt om een (verdere) vormgeving van macroprudentiële maatregelen gericht op deze partijen. Tot slot is het bij een groeiende rol voor buitenlandse financiering van belang om te monitoren in hoeverre dit kortetermijnstrategie betreft die in crisistijd snel kan worden teruggetrokken, met mogelijk destabiliserende macro-economische effecten tot gevolg.

4.3 Aanbevelingen voor sector en toezicht

De kredietmarkten zijn volop in beweging. Op basis van de beoordeling van de gevolgen doet DNB verschillende aanbevelingen voor de sector en toezichthouders.

Aanbevelingen voor instellingen

- Institutionele beleggers moeten over voldoende expertise beschikken voor een goede beoordeling van de kredietrisicoselectie door derden. Wanneer de kredietverstrekking is uitbesteed aan derden, zoals bij investeringen via een beleggingsfonds, dan moet de kwaliteit van kredietrisicoselectie en -beheer kritisch tegen het licht worden gehouden.
- Banken moeten in hun verdienmodel rekening houden met toenemende concurrentie die kan leiden tot een kleiner marktaandeel of lagere marges. Veranderende marktverhoudingen kunnen het noodzakelijk maken dat banken hun efficiëntie vergroten door hun kosten verlagen.

Aanbevelingen voor toezichthouders

- DNB gaat voor de hypotheekmarkt op structurele basis gegevens uitvragen over de eigenschappen van hypotheekportefeuilles bij verschillende sectoren. Met een doorlopende monitoring kan DNB vroegtijdig signaleren of risico's zich opstapelen bij spelers die hier niet op zijn toegerust.
- Waar nodig spoort DNB instellingen aan de risicoselectie of risicobeheersing te versterken. Een grote of snel groeiende rol van kredieten in de beleggingsportefeuille van een verzekeraar of pensioenfonds kan erom vragen het balansrisicomanagement naar een hoger niveau te tillen.

- Bij toetreding van nieuwe spelers tot de markt dient de toetsing op de bestendigheid van investeerders door de AFM (lange termijn commitment) een belangrijk element te blijven. Consumenten en bedrijven mogen niet de dupe worden van grillige beleggers met korte-termijn doelstellingen.
- DNB moet blijven monitoren wat de gevolgen van marktverschuivingen zijn voor de effectiviteit van haar macroprudentieel instrumentarium dat nu grotendeels is gericht op banken.

Verwijzingen

ACM (2015), Concurrentie op de markt voor de MKB-financiering, Monitor Financiële Sector.

Bank of England en ECB (2014), The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them, Short paper.

Banque de France (2015), Financing solutions to sustain the growth of SMEs and MTEs and lay the foundations for future competitiveness, Financial Stability Review No. 19.

BIS (2014), Financial structure and growth, BIS Quarterly Review March.

CBRE (2015), European Commercial Real Estate Finance: 2015 Update, CBRE Capital Advisors' Analysis of trends in Europe's debt market.

CEPS (2016), Europe's Untapped Capital Market: Rethinking integration after the great financial crisis, CEPS Paperback, London: Rowman & Littlefield International.

CPB (2014), De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland, CPB Notitie.

CPB (2015a), De Nederlandse financieringsstructuur in perspectief, CPB Achtergronddocument, Bijlage bij CPB Policy Brief 2015/14.

CPB (2015b), Afhankelijkheid van externe financiering en groei van mkb-bedrijven, CPB Achtergronddocument.

Crawford, G.S., N. Pavanini en F. Schivardi (2015), Asymmetric Information and Imperfect Competition in Lending Markets, gepubliceerd op voxeu.org op 30 april 2015.

Deloitte (2014), Het MKB in beeld, mei 2014.

Deloitte (2016), Deleveraging Europe 2015-2016, Deloitte London.

DNB (2015a), Verschillen tussen banken, verzekeraars en pensioenfondsen rechtvaardigen verschillen in toezicht, DNBulletin, maart 2015.

DNB (2015b), Visie op de structuur van de Nederlandse bankensector. Stabiliteit en efficiëntie door diversiteit en concurrentie, juni 2015.

DNB (2015c), Scherper licht op financiële stabiliteitsrisico's van het schaduwbankwezen, DNB Occasional Studies, Vol. 13-7.

Douw en Koren (2016), Crowdfunding in Nederland 2015, gepubliceerd op: <http://www.douwenkoren.nl/single-post/2016/01/02/Rapport-Crowdfunding-in-Nederland-2015>

ECB (2016), Box 2: The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2016

Europese Commissie (2015a), Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE), Analytical Report.

- 42 Europese Commissie (2015b), Action plan on building a Capital Markets Union, Commission Staff Working Document 183 Final.
- IMF (2014), Kingdom of the Netherlands – Netherlands, IMF Country Report 14/327.
Kamer van Koophandel en Hogeschool Utrecht (2015), MKB financiering: behoefteonderzoek en analyse, Utrecht.
- NMA (2011), Sectorstudie Hypotheekmarkt. Een onderzoek naar de concurrentieomstandigheden op de Nederlandse hypotheekmarkt, Den Haag: NMA.
- NVP (2015), Ondernemend vermogen 2015. Onderzoek naar de Nederlandse private equity en venture capital in 2015, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen, gepubliceerd op: <http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%2overmogen/>
- OESO (2014), SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2013/2.
- OESO (2015), Unlocking SME finance through market based debt: Securitisation, private placements and bonds, OECD Journal: Financial Markets Trends, Volume 2014/2.
- Panteia (2013), Leasing en factoring: kansrijke financieringsinstrumenten. Onderzoek naar de beleving en ervaring van ondernemers in het MKB, Rapportnummer: A201302.
- SER (2014), Verbreding en versterking financiering mkb, Rapport, Commissie SEA, Den Haag: Sociaal Economische Raad.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl