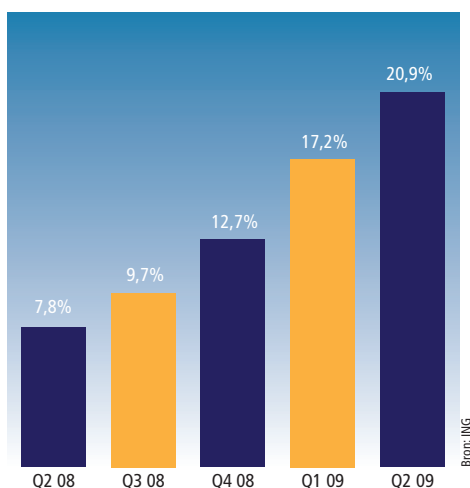
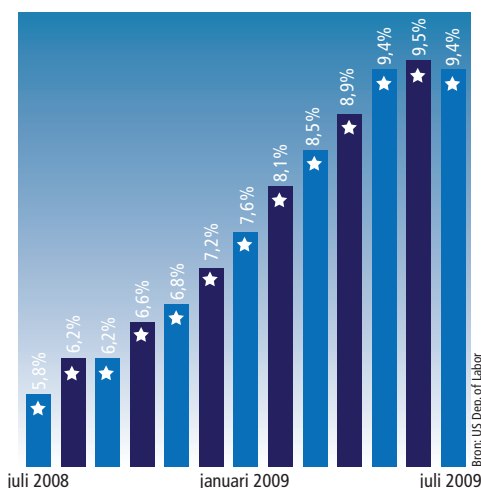


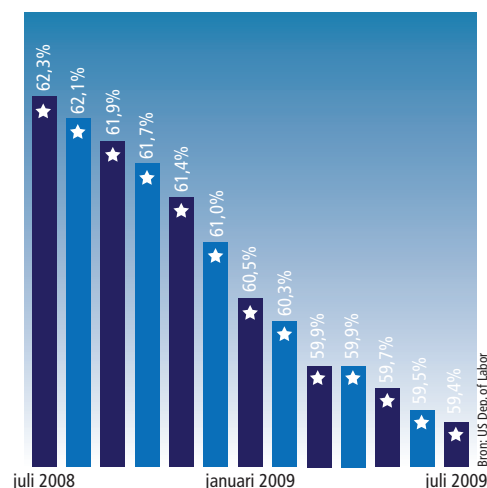
Wanbetalingen op Alt-A-portefeuille ING



VS: werkloosheidspercentage



VS: percentage werkenden



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

#### TWIJFELS OVER WAARDERING

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

De Commissie is niet mals in haar voorlo-

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

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

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

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

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

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

#### HERSTRUCTURERING NOG ONZEKER

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

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

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