

# FINANCIALS WILLEN VAN DE STAAT AF

TEKST: JASPER JANSEN

Na Aegon deed SNS Reaal een aandelenemissie om een deel van de staatssteun af te lossen. Maar of beleggers er blij mee moeten zijn, is de vraag.

**T**e midden van de kredietcrisis waren financiële instellingen nog dolgelukkig met de helpende hand die zij door de overheid kregen aangereikt. Inmiddels lijken zij aandeelhouder Wouter Bos en zijn invloed te ervaren als een paar knellende schoenen. ING (10 miljard euro), Aegon (3 miljard euro) en SNS Reaal (750 miljoen euro) kregen steun uit Bos' potje toen de kredietcrisis de hardste klappen uitdeelde.

Nu de kapitaalmarkten weer de weg omhoog lijken te vinden en de balansverhoudingen verbeteren, groeit het zelfvertrouwen van financials weer. Maar soms schiet zelfvertrouwen door in overmoed en brutaliteit. Zo merkte Aegon-topman Alex Wynaendts op dat voor "Aegon achteraf gezien de steun niet nodig was". Een hooghartige uitspraak die bovendien niet toetsbaar is. Hoe zou het met Aegon afgelopen zijn als de staat niet had ingegrepen?

Ook in het buitenland willen banken weer snel onder het juk van de overheid vandaan. Vooraan liepen Amerikaanse banken als Goldman Sachs, JPMorgan Chase en Morgan Stanley die staatssteun terugbetaalden of aankondigden dit te gaan doen. In Frankrijk maakte BNP Paribas deze week bekend 5,1 miljard euro af te lossen, waarvan 4,3 miljard euro moet worden opgehaald via een aandelenemissie. Verder zouden Société Générale en Crédit Agricole voorbereidingen treffen voor een emissie.

## GOEDKOPE AFLOSSING

In Nederland is SNS Reaal in navolging van Aegon plots van mening dat de "warme trui" van Bos minder nodig is voor de naderende winter. De Utrechtse bank-verze-

keeraar meldde vorige week een deel van de overheidssteun te willen terugstorten.

Voor de aflossing haalde SNS Reaal 135 miljoen euro aan nieuw kapitaal op via een versnelde aandelenuitgifte, analoog aan die van Aegon. Ruim 26 miljoen aandelen werden tegen 5,15 euro geplaatst, waardoor het aandelenkapitaal met iets minder dan 10 procent toenam. De korting op de emissieprijs van 3,5 procent lag daarmee lager dan bij Aegon (8%).

De Stichting Beheer SNS Reaal schreef slechts in op een klein gedeelte, waardoor haar belang nipt boven de 50 procent bleef. Bij de beursintroductie in 2007 was dit belang nog 65,5 procent. SNS Reaal kreeg eind vorig jaar een kapitaalinjectie van 750 miljoen in de vorm van 143 miljoen in aandelen converteerbare obligaties voor 5,25

euro per stuk. De stichting legde hier toen nog voor 500 miljoen euro aan speciale securities bij.

SNS Reaal heeft bij Bos bedongen dat zij tot 11 december 2009 een derde van de staatssteun (250 miljoen euro) boetevrij kan aflossen. Hierna betaalt de bank-verzekeraar een aflossingspremie van 50 procent. De stichting eiste dat naar rato wordt afgelost en vraagt een boete van 20 procent.

Bij maximale benutting van de vervroegde aflossingsclausule zou met de aflossing dus inclusief de boete aan de stichting een bedrag van 450 miljoen euro gemoeid zijn (=  $250 + (1/3 \times 500) \times 120$  procent). Dit was voor SNS Reaal geen haalbare kaart aangezien het zonder speciale goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering niet meer dan 10 procent nieuwe aandelen mag uitgeven.

## 0 PROCENT RENTE?

Bos spreekt klare taal over het aflossen van staatssteun: "hoe eerder hoe beter". Een logische uitspraak, want door vervroegde-aflossingsboetes komt de staatsschuld er iets florisseranter uit te zien. Voorlopig hebben de financiële instellingen echter nog geen cent rente betaald op de verkregen staatssteun. Zolang de drie instellingen geen dividend uitkeren hoeven zij ook geen 8,5 procent rente te vergoeden. Daarom is het niet uit te sluiten dat ING, Aegon en SNS Reaal de komende kwartalen nog zo veel mogelijk lijken uit de kast trekken om maar maximale afboekingen en verliesposten te laten zien.

Maar het kan extremer. De financials zouden zich kunnen beroepen op het feit dat zij, zoals bijvoorbeeld de G20 en het IMF roepen, ruimere buffers moeten aanhouden, waardoor het niet verantwoord is om dividend uit te keren. Als zij dit tot begin 2012 kunnen volhouden, hoeven ze én geen rente én geen vervroegde-aflossingsboete te betalen.

Als de lening afloopt, heeft Bos de optie: of hij mag de speciale securities converteren in gewone aandelen, of hij kiest voor terugbetaling in contanten tegen de uitgifteprijs. Met de stand van de staatsschuld in het achterhoofd zal de minister van Financiën al snel aan optie twee denken, als de koers tenminste niet al te ver boven de uitgifteprijs ligt. Dan hebben de financiële waarden feitelijk tegen 0 procent geleend.